

LA RÉFORME MONÉTAIRE

Ce volume a été déposé au Ministère de l'Intérieur en 1924

J.-M. KEYNES

55255

LA RÉFORME MONÉTAIRE

TRADUCTION DE PAUL FRANCK



AUX ÉDITIONS DU SAGITTAIRE
CHEZ SIMON KRA, 6, RUE BLANCHE, PARIS

— 1924 —

Biblioteca Centrală Universitară
"Carol I" București

Cota.....

55255

Re 1209/10

IL A ÉTÉ TIRÉ DE CET OUVRAGE

5 exemplaires sur papier pur fil Lafuma, numérotés de
1 à 5 et 5 exemplaires hors-commerce
numérotés de A à E.

B.C.U. "Carol I" - Bucuresti



C237909

PRÉFACE A L'ÉDITION FRANÇAISE

Les événements se déroulent rapidement dans le monde monétaire. Il ne s'ensuit point que les principes disparaissent. On m'excusera donc, en présentant cet ouvrage au public français, d'appliquer en quelques mots les principes qu'il renferme aux changements qui se sont produits dans la situation financière de la France au cours des six derniers mois.

Depuis longtemps, j'ai indiqué qu'une baisse considérable du franc était inévitable, à moins que ne se produisît un changement plus profond dans les méthodes du Trésor Français qu'il n'était politiquement vraisemblable. Cette chute vient de se produire. Dans l'esprit public elle engendre la méfiance et la crainte. Cependant, l'établissement de l'équilibre est plus facilement réalisable après qu'avant la baisse.

Je voudrais tout d'abord faire table rase de certaines opinions et de certains arguments qui, bien qu'ils aient eu une certaine influence sont contraires au bon sens.

1) On n'a jamais admis officiellement que la valeur du franc puisse jamais être fixée à un autre cours en or ou en marchandises que sa parité avec l'or avant la guerre. C'est une absurdité. Le rétablissement de la parité de l'or d'avant-guerre, sans compter ses autres inconvénients, multiplierait par quatre le fardeau de la dette publique de la France. Il est

facile de calculer que dans une telle hypothèse, les rentiers posséderaient une créance pratiquement égale à la richesse totale de la France. Aucun ministre des finances ne pourrait mettre un tel budget en équilibre. Par conséquent, à moins que l'on veuille ne jamais stabiliser le franc, soit par rapport à l'or soit par rapport à d'autres marchandises, il faut écarter avant-tout cette fiction d'un retour à la parité d'avant-guerre.

2) Chaque fois que le franc perd une partie de sa valeur, le Ministre des Finances est convaincu que ce fait résulte de toutes choses sauf de causes économiques. Il l'attribue à la présence de quelque étranger dans les parages de la Bourse ou aux influences malfaisantes et malignes de la « Spéculation ». Cet état d'esprit est assez voisin de celui d'un docteur nègre qui attribuera une maladie du bétail au « mauvais œil » d'un passant et une tempête à l'insuffisance des sacrifices faits sur l'autel d'une idole.

En premier lieu le volume de la spéculation proprement dite est extrêmement faible par rapport à la masse des transactions commerciales. En second lieu, le spéculateur heureux gagne en prévoyant et non en modifiant les tendances économiques existantes. Ensuite, la plus grande partie de la spéculation porte sur un espace de temps extrêmement court, de sorte que la conclusion de l'affaire ne tarde pas à avoir une influence égale et contraire à celle qui résultait de la transaction initiale. En outre, depuis l'armistice, il a du y avoir tous comptes faits davantage de spéculation en faveur du franc que contre le franc.

En tout cas, j'en puis témoigner, beaucoup d'Anglais et encore davantage d'Américains ont perdu des sommes considérables en achetant des francs ou des valeurs françaises dans l'espérance de profiter d'un relèvement du franc.

J'attire l'attention des lecteurs français sur les chapitres 2 et 3 de ce livre, car les préjugés relatifs à la spéculation ne peuvent exister que dans une atmosphère d'ignorance sur les influences véritables qui fixent le niveau des changes. En faisant peu de cas de l'action de la spéculation, je ne comprends pas dans ce terme les effets de la méfiance générale dans l'avenir d'une monnaie, sur lesquels je reviendrai plus loin.

3) *On soutient souvent que la valeur du franc ne peut pas diminuer parce que la France est un pays riche, économe, travailleur. Cet argument indique lui aussi une confusion sur les causes qui déterminent finalement la valeur des monnaies. Un pays très riche peut avoir une très mauvaise monnaie et un pays pauvre en avoir une très bonne. La richesse de la France et sa balance commerciale peuvent permettre à ses gouvernants de poursuivre une politique monétaire saine. Mais richesse et finances saines font deux. La valeur de l'unité monétaire d'un pays n'est pas fonction de sa richesse ou même de sa balance commerciale.*

Qu'est-ce donc qui a déterminé et qui déterminera la valeur du franc : D'abord la quantité réelle et prévue des francs en circulation. Ensuite, la somme de pouvoir d'achat qu'il convient au public de conserver sous cette forme. (La Théorie Quantitative

de la monnaie, dans la forme sous laquelle je la présente au Chapitre III pourra sans doute paraître nouvelle à beaucoup de lecteurs français). Le premier de ces deux éléments dépend principalement des charges et de la politique budgétaire du Trésor français. Le second dépend principalement, dans les conditions actuelles, de la confiance ou de la méfiance que le public éprouve en ce qui concerne l'avenir du franc.

Quand le franc est entre 100 et 120 à la livre la première tâche, concernant la quantité de francs en circulation, n'apparaît pas à l'observateur comme extraordinairement difficile. Lorsqu'il est entre 80 et 100, la question est beaucoup moins certaine. Lorsqu'il est entre 60 et 80, le problème est probablement insoluble. Lorsque les prix internes se sont adaptés au cours du change moins favorable, le produit en francs-papier de nombreux impôts existants se trouvera naturellement accru. D'autre part le chapitre le plus considérable de dépenses, à savoir le service de la dette publique demeurera constant. Ainsi, abstraction faite des impositions nouvelles, le seul mouvement défavorable des changes possède en lui même une tendance à ramener le budget vers une position d'équilibre, pourvu que le public continue à avoir confiance dans les destinées de la monnaie nationale.

C'est en effet dans ce second facteur que réside la clé de la situation. J'insiste sur ce point que la question est entre les mains des Français eux-mêmes et non des étrangers. En effet la quantité de francs détenue par des étrangers n'est probablement pas

très considérable. Elle n'est sans doute pas supérieure au reliquat de leurs opérations à la hausse déçues ; et les étrangers rencontrent des difficultés insurmontables pour vendre à découvert des francs qu'ils ne possèdent pas sur une échelle tant soit peu considérable. D'autre part, le volume des billets de banque français ou des Bons de la Défense Nationale détenus en France est énorme. Il dépasse de bien loin le minimum nécessaire pour faciliter les transactions commerciales. Si les Français se mettent dans la tête, (comme chacun à leur tour, les Russes, les Autrichiens et les Allemands l'ont fait), que leur monnaie légale ne représente qu'un actif qui diminue, alors la chute du franc ne connaîtra pas de limitation prochaine. En effet, dans une telle éventualité, ils diminueraient pour le ramener au minimum ce qu'ils conserveraient de monnaie ; ils garderaient dans leur portefeuille ou dans leur coffre-fort moins de billets de banque, ils liquideraient leurs Bons du Trésor et vendraient leurs rentes. Aucune loi, aucune réglementation ne les ferait agir autrement. En outre, chaque liquidation de francs, chaque conversion en « valeurs réelles » provoquant une nouvelle baisse, tout cela semblerait justifier la divination de ceux qui auraient abandonné le franc les premiers et prépareraient une nouvelle crise de méfiance.

Dans un pareil cas, ni un budget réformé, ni une balance commerciale favorable n'éviterait la chute du franc. Le Gouvernement serait en effet contraint d'absorber tous les billets et toutes les rentes jetés sur le marché que le public ne voudrait pas conserver.

Ce serait une tâche au dessus de ses forces. Beaucoup de pays servent d'exemple à ce fait que ce sont les budgets en déficit qui sont la cause initiale de la baisse des monnaies, mais que l'effondrement véritable ne se produit que lorsque la confiance du public est si profondément ébranlée qu'il commence à réduire le montant de monnaie nationale qu'il détenait.

La tâche essentielle du Gouvernement français à l'heure actuelle est donc d'entretenir la confiance du public dans le franc. Car c'est l'absence de cette confiance intérieure non pas la spéculation des étrangers (bien que des étrangers et même des français pris individuellement puissent tirer de grands profits de la baisse d'une monnaie) qui démontrerait ses erreurs.

Si le Gouvernement agit avec opportunité il n'y a rien du tout d'impossible dans la tâche de rétablir et de maintenir la confiance. L'exemple de la Russie, de l'Autriche et de l'Allemagne ne constitue pas un parallèle exact. Ceux qui prévoient l'avenir du franc à la lumière de ces précédents peuvent commettre une lourde erreur. Dans ces pays, en effet, la question de l'équilibre budgétaire était à l'origine une impossibilité totale. Par suite, la force qui poussait les monnaies vers la baisse agissait d'une manière continue. Il n'en est pas ainsi en France. Il n'est point impossible d'atteindre à l'équilibre fiscal pourvu que les dépenses de reconstruction soient raisonnablement reculées. J'applaudis aux efforts du gouvernement et du Trésor français dans cette direction. Mais cela ne suffit pas encore. Il est nécessaire de restaurer la confiance du public. Dans cet ordre d'idées, tout

ce qu'ont entrepris les autorités françaises a été dépourvu de sagesse.

Sur quelle base repose donc le crédit d'une circulation monétaire : La base est à peu près la même que pour une banque. Une banque ne peut attirer et conserver les dépôts de ses clients qu'aussi longtemps qu'ils savent qu'ils sont libres de retirer leurs dépôts pour les convertir de quelque manière qu'il leur convient. Tant que cette liberté ne sera pas discutée nul ne songera à en faire usage ; les dépôts resteront à la Banque et s'accroîtront. Mais si elle est seulement mise en question, ils diminueront et disparaîtront. De même en ce qui concerne la monnaie. Les hommes conservent une partie de leurs ressources en monnaie nationale, parce qu'ils la croient plus immédiatement et librement interchangeable qu'aucun autre trésor, quel que soit l'objet ou la valeur qu'ils choisissent ensuite. Si une telle confiance apparaît erronée, ils ne conserveront plus de monnaie et rien ne les contraindra à en conserver.

Or le principal objet de la plupart des mesures réglementaires de M. de Lasteyrie était de limiter la liberté des possesseurs de francs s'ils voulaient convertir leurs francs en quelque autre valeur. Par suite, loin de défendre le franc et d'augmenter son crédit, elles semblent faites pour diminuer la confiance et détruire le crédit. Un certain nombre de réglementations de cet ordre supprimerait la valeur du franc, précisément parce qu'elles en annihileraient la principale utilité. Aussi longtemps que l'on pourra douter de la liquidité des actifs disponibles en francs

(ou en Bons du Trésor), ces moyens de règlement cesseront de répondre aux desseins pour lesquels le public les conserve ; les porteurs se hâteront d'en disposer avant que le doute se soit transformé en une certitude, même si des obstacles ont été préparés sur leur route.

Un exemple instructif de la manière suivant laquelle les réglementations jouent dans le sens opposé à celui pour lequel elles sont faites est fourni par celles qui prétendent prohiber les opérations spéculatives. Ceux qui occupent d'une manière ou d'une autre une position à la baisse contre la monnaie en question ne sont aucunement dérangés, car ils peuvent compter qu'il leur sera toujours possible d'acheter la monnaie qui leur sera nécessaire pour couvrir leur opération. Ceux d'autre part, qui occupent une position à la hausse et qui par conséquent devront vendre la monnaie à une date déterminée seront extrêmement troublés. Ils chercheront en hâte à liquider leur position quand cela leur sera encore possible. C'est pour cette raison que les menaces d'intervention officielle contre la liberté des opérations de change réussit toujours à diminuer la valeur de la monnaie qu'elles cherchent à stabiliser.

Quels procédés devrait donc adopter le Trésor Français en présence des dangers qui l'entourent : Tout d'abord, le Gouvernement doit renforcer sa situation fiscale au point que son contrôle sur la masse des billets en circulation soit hors de doute. Ensuite, — et en particulier durant l'intervalle qui doit s'écouler avant que la première catégorie de mesures soit devenue effective, — le Gouvernement

doit rétablir une telle confiance dans les facultés de conversion du franc que nul ne songe par mesure de prudence à vendre des francs, si une telle opération n'est pas vraiment urgente.

Pour réaliser ce dernier objet, il suffit de retourner la politique récente des restrictions des opérations de change, de l'accumulation inutile de l'or, du taux relativement bas de l'escompte et du secret au sujet de la situation réelle du Trésor et de la Banque de France. Les principales mesures qui s'imposent se résument en trois paragraphes ;

1. Toutes les limitations apportées à l'usage du franc en vue d'achats de monnaies, de valeurs ou de marchandises étrangères, à terme ou au comptant seront totalement supprimées.

2. Le taux de l'escompte sera porté à un chiffre élevé, probablement 10 % dans les circonstances actuelles, (bien qu'il puisse ne pas être nécessaire de conserver un taux aussi élevé pendant longtemps), afin de contrebalancer les prévisions bien ou mal fondées relatives à la dépréciation possible du franc. En raison du taux élevé de l'intérêt des rentes françaises, le taux actuel de l'escompte ne correspond pas aux faits. Il est fait pour stimuler les emprunts. Peut-être l'élévation du taux de la Banque sera-t-il un fait accompli quand ces lignes paraîtront.

3. Une somme importante constituée avec les réserves d'or toujours considérables de la Banque de France devrait fournir la base du crédit extérieur, soit par le procédé de la vente, soit par celui de l'emprunt.

Cette dernière méthode a déjà été adoptée par la

Banque de France. Elle est la cause principale du relèvement sensationnel du franc depuis le niveau le plus bas qu'il ait atteint au cours du mois de Mars. Mais, si l'idée générale d'employer de cette manière des crédits extérieurs, pour arrêter la panique qui paraissait se répandre était correcte, le gouvernement français a peut-être commis une sérieuse erreur en laissant le relèvement du franc se développer tellement en avance sur les réformes budgétaires qui peuvent seules le justifier et ne constituent pas encore un fait accompli. Il est possible que la situation budgétaire de la France justifie un jour un change de 80 francs à la livre sterling. J'en doute, et en tout cas ce n'est nullement le cas à l'heure actuelle. Il est dangereux de pousser l'amélioration du franc si loin au delà des chiffres que les faits réels justifient. Il vaudrait mieux modifier d'abord les faits et laisser le change suivre, s'il le pouvait, en son temps.

Le procédé le plus sage eut consisté à fixer le franc d'une manière absolue pendant la période actuelle quelque part entre 100 et 120, et à ajourner la question d'un nouveau relèvement, s'il doit s'en produire un, jusqu'à ce que les réformes financières soient entièrement accomplies et en pleine action. Dans la situation où l'on est, la période d'activité commerciale tarira les ressources étrangères de la Banque de France et créera de nouvelles difficultés. Les autorités n'ont pas compris que ce qui était nécessaire ce n'était pas une valeur absolue élevée du franc, mais une certitude au sujet de sa valeur relative future.

J'affirme que ces mesures simples, combinées avec une

PRÉFACE

politique de modération, avec des économies énergiques et des impôts, sans lesquels les autres dispositions ne peuvent pas être effectives, auraient une efficacité merveilleuse. Quelques semaines de ce traitement, l'acceptation par M. Poincaré ou son successeur du rapport des Experts, et le franc serait ferme comme le roc. Mais si la méfiance dans l'avenir du franc est renforcée et mesurée suivant les méthodes de la Sainte-Inquisition, si les Français préfèrent l'impôt occulte sur le Capital que constitue l'Inflation aux autres formes de taxation, si la France continue à être le « trouble-paix » de l'Europe, alors le franc pourra suivre la marche des autres monnaies qui elles aussi jadis, furent précieuses.

J.-M. KEYNES.



CHAPITRE I

LES CONSÉQUENCES SOCIALES DES FLUCTUATIONS MONÉTAIRES

L'importance essentielle de la monnaie provient de ce qu'elle procure. Par suite, les variations de l'unité monétaire, si elles sont uniformes dans leur évolution et si elles affectent également toutes les transactions, n'ont point de conséquence. Si, par suite d'un changement de l'étalon des valeurs, un individu doublait tous ses revenus et toutes ses dépenses, il n'en serait aucunement affecté.

Il en résulte que les changements de valeur de la monnaie, c'est à dire des prix, n'importent à la Société que pour autant que leur incidence est inégale. Des variations de ce genre ont eu dans le passé et ont actuellement les plus vastes répercussions sociales, parce que, ainsi que nous le savons tous, lorsque la valeur de la monnaie change elle ne change pas également pour toutes les personnes et tous les objets. Les recettes et les frais d'un individu ne sont pas modifiés suivant une proportion uniforme. Ainsi, les changements des prix et des revenus, évalués en monnaie, affectent en général d'une façon différente les diverses classes sociales. Ils font passer la richesse de l'une à l'autre, apportent ici l'abondance et

là la misère, et répartissent les faveurs de la Fortune de manière à déjouer les projets des hommes et à tromper leurs espérances.

Les fluctuations monétaires depuis 1914 se sont déroulées sur une telle échelle qu'elles constituent, — avec tout ce que cela implique, — un des événements les plus significatifs de l'histoire économique du monde moderne. Non seulement les variations de l'étalon, qu'il fut d'or, d'argent ou de papier, ont été empreintes d'une force sans précédent, mais elles se sont développées dans une société qui, plus qu'aucun monde antérieur, repose sur l'hypothèse que la monnaie doit être relativement stable.

Pendant les guerres napoléoniennes et la période qui leur fit immédiatement suite, les fluctuations extrêmes des prix en Angleterre furent de 22 %, et le niveau le plus élevé, atteint dans le premier quart du XIX^e siècle, que nous tenions jusqu'ici pour la période la plus troublée de notre histoire monétaire, était moins du double du niveau le plus bas et postérieur de plus de trente ans. Quelle comparaison avec les variations extraordinaires des neuf dernières années ! Pour ramener le lecteur à l'appréciation exacte des faits, j'attire son attention sur le tableau suivant.

Je n'y ai point fait entrer les pays, — Russie, Pologne, Autriche, — où la vieille circulation est depuis longtemps en faillite. Mais on observera que, même abstraction faite des États qui ont subi la Révolution ou la défaite, aucune partie du monde n'a échappé à une secousse violente.

LES CONSÉQUENCES SOCIALES

Aux États-Unis, où l'étalon d'or a fonctionné sans restrictions, au Japon, où la guerre a eu pour résultat davantage de bénéfices que de pertes, dans le pays neutre de Suède, les variations de la valeur de la monnaie ont été comparables à celles qui se sont produites en Angleterre.

NOMBRES INDICATEURS DES PRIX, EXPRIMÉS PAR RAPPORT
A CEUX DE 1913 (1)

Moy. Roy.	Uni	France	Italie	Allem.	U.S.A.	Can.	Japon	Suède	Inde
1913	100	100	100	100	100	100	100	100	...
1914	100	102	96	106	98	100	95	100	100
1915	127	140	133	142	101	109	97	145	112
1916	160	189	201	153	127	134	117	185	128
1917	206	262	299	179	177	175	159	244	147
1918	227	340	409	217	194	205	196	339	180
1919	242	357	364	415	206	216	239	330	198
1920	242	510	624	1.486	226	250	260	347	204
1921	295	345	577	1.911	147	182	200	211	181
1922	182	327	562	34.182	149	165	196	162	180
1923	159	411	582	765.000	157	167	192	166	179

De 1914 à 1920, ces pays ont fait l'expérience de l'abondance des moyens de règlement par rapport aux marchandises, c'est à dire de l'*Inflation*. Depuis 1920, ils ont repris le contrôle de leur situation financière, et non seulement ils ont mis

(1) Ces chiffres sont tirés du *Bulletin mensuel* de la Société des Nations, et du *Statist* jusqu'à 1919, pour la suite, de l'*Economist*, du *Statist*, des Index-numbers du Board of Trade et du Bureau International du Travail.

fin à l'inflation mais encore ils ont réduit leur stock monétaire et connu les résultats de la *Déflation*. D'autres États ont suivi plus ardemment encore la politique inflationniste. Chez certains, en Italie par exemple, l'imprudent désir de pratiquer la déflation a été contrebalancé par les difficultés de la situation financière. Il en est résulté un niveau de prix relativement stable.

Ces deux méthodes, l'inflation aussi bien que la déflation, ont causé au monde de grands dommages. Chacune d'elles affecte la répartition de la richesse entre les différentes classes sociales. A cet égard l'inflation est la pire des deux politiques. Chacune d'elles affecte également la Production, en la stimulant ou bien en la paralysant, et là c'est la déflation qui est la plus dangereuse. Telle sera donc la division de notre sujet : Nous examinerons les effets des variations monétaires d'abord sur la Répartition, en nous attachant surtout à l'inflation, puis, sur la Production en étudiant spécialement la déflation.

Comment les variations des prix au cours des neuf dernières années ont-elles affecté la productivité de la masse, les intérêts opposés et les relations réciproques des classes sociales ?

Les réponses que nous ferons à ces questions serviront à montrer la gravité des dangers dont l'objet de ce livre est d'indiquer les remèdes.

I. — LES CHANGEMENTS DE LA VALEUR DE LA MONNAIE DANS LEURS RAPPORTS AVEC LA REPARTITION

Pour la facilité de cette enquête, il importe de faire de la Société une division tripartite, en classe capitaliste, classe des commerçants, et classe des travailleurs. Ces classes se chevauchent et un même individu peut à la fois être salarié, faire des affaires et effectuer des placements. Mais, dans l'organisation actuelle de la Société, cette division correspond à des séparations réelles et à de véritables divergences d'intérêts.

1. *La classe épargnante.*

Certaines des fins nombreuses auxquelles sert la monnaie reposent sur l'hypothèse que sa valeur est à peu près constante pendant une période de temps déterminée. L'emploi principal de la monnaie dans cet ordre d'idée résulte des contrats relatifs aux *placements de capitaux*. Ces sortes de contrats, — à savoir ceux qui prévoient le paiement de sommes fixées d'argent pendant une longue période, — sont caractéristiques de ce qu'il convient d'appeler le *Système capitaliste* pour le distinguer du système de la propriété privée en général.

Au cours de cette phase, telle qu'elle s'est développée durant le XIX^e siècle beaucoup de dispositions furent prises pour séparer l'administration et la propriété des capitaux. Ces arrange-

ments appartiennent à trois types différents : 1. Le propriétaire, administrateur de ses biens en conserve la propriété, terre, bâtiments machines, etc... Ce mode de propriété a pour type la possession de titres ordinaires d'une société par actions. 2. Le propriétaire cède sa propriété temporairement contre une redevance annuelle fixe *en argent* et peut reprendre éventuellement la jouissance de ses biens. Ce mode de propriété a pour type le louage. 3. Le propriétaire se sépare de sa propriété définitivement en échange soit d'une annuité perpétuelle fixée en monnaie, soit d'annuités terminables et du remboursement du capital en argent à l'expiration du terme. Ce mode de propriété a pour type les hypothèques, les obligations, les actions de préférence. Il représente le *Placement* dans son plein développement.

Des contrats établis en vue de versements de sommes d'argent à dates fixes (sans aucune disposition prévoyant des changements de la valeur de l'argent) ont sans doute existé depuis que l'on prête et que l'on emprunte de l'argent. Le type du louage, des hypothèques, des prêts permanents consentis à des gouvernements ou à des entreprises privées, telles que la Compagnie des Indes Orientales, était déjà répandu au XVIII^e siècle. Mais au cours du XIX^e siècle il s'est développé d'une façon nouvelle pour, au début du XX^e, diviser les classes possédantes en deux fractions, celle des capitalistes et celle des hommes d'affaires, qui ont des intérêts divergents sur certains points. Cette séparation n'est pas très marquée

entre les individus, car les hommes d'affaires peuvent être capitalistes et les capitalistes posséder des actions ordinaires. Elle n'en est pas moins réelle et d'autant plus importante que moins souvent indiquée.

Ce système permet à la classe active des affaires de faire appel non seulement à ses ressources propres, mais encore à l'épargne de la communauté entière. D'autre part les classes possédantes peuvent trouver à leurs capitaux des emplois qui leur imposent peu de dérangement, point de responsabilité et peu de risques, — du moins on le croyait.

Pendant cent ans, ce système fonctionna dans l'Europe entière avec un succès extraordinaire. Il facilita l'accroissement de la richesse dans des proportions encore inconnues. Épargner et placer devinrent à la fois la joie et le devoir d'une fraction énorme de la population. Les capitaux étaient rarement retirés. S'accroissant à intérêts composés ils rendirent possibles les succès matériels que nous tenons maintenant pour assurés. La morale, la politique, la littérature, la religion s'unirent dans une vaste conspiration en faveur de l'épargne. Dieu et Plutus étaient réconciliés. Paix sur terre aux hommes bien rentés ! Après tout, un riche pouvait bien entrer au Royaume des Cieux, — pour peu qu'il eut épargné. Une nouvelle harmonie s'élevait des sphères célestes. « Il est curieux d'observer comment, grâce aux sages et généreux arrangements de la Providence, les hommes peuvent rendre les plus grands services à leurs

semblables, tout en ne pensant qu'à leur propre gain » (1) chantaient les anges.

L'atmosphère ainsi créée s'harmonisait avec les besoins d'un commerce croissant et le développement d'une heureuse classe oisive. Mais, au milieu de la satisfaction générale, du confort et du progrès, on ne tenait généralement pas compte des liens qui unissaient le fonctionnement du système à la stabilité de la monnaie dans laquelle les capitalistes avaient placé leurs biens. On pensait avec une confiance imperturbable que tout marcherait tout seul. Cependant, les placements croissaient et se multipliaient au point que les obligations de premier ordre apparaissaient aux yeux de la classe moyenne comme le symbole de ce qu'il y avait au monde de plus durable et de plus sûr. La confiance dans la stabilité et la sécurité de la monnaie était à ce point enracinée de nos jours que la loi anglaise encourage les administrateurs de biens d'autrui à employer en valeurs les biens qui leur sont confiés et leur interdit, — hors le cas des propriétés foncières, survivance d'un autre âge, — de les utiliser autrement (2).

A cet égard, comme à d'autres, le XIX^e siècle comptait sur la perpétuation de ses expériences les plus heureuses, et négligeait les avertissements que

(1) *Easy lessons on money matters for the use of Young people*. Publié par la Société pour la propagation de la culture Chrétienne. 12^e Edition, 1850.

(2) Les administrateurs des biens d'autrui ne furent relevés de cette obligation en Allemagne qu'en 1923, date à laquelle la valeur des fonds placés en titres monétaires avait complètement disparue.

contenaient les déboires du passé. Il oublia qu'il n'y a point de précédent historique qui garantisse que la monnaie puisse contenir une quantité constante de métal et à plus forte raison posséder un invariable pouvoir d'achat. La monnaie est simplement la marchandise à laquelle l'État accorde de temps en temps le pouvoir de servir de moyen de règlement légal des contrats. En 1914, il n'y avait pas un siècle que l'or était l'étalon de l'Angleterre; il n'y avait pas cinquante ans qu'il était l'étalon unique d'aucune autre nation. Il n'y a point d'exemple d'une longue guerre, ou d'un bouleversement social qui n'ait été accompagné de modifications de la monnaie. Au contraire, en remontant le passé de tous les pays qui ont une histoire jusqu'à l'aube des souvenirs économiques on trouve une dépréciation progressive de la valeur réelle des divers étalons qui ont successivement servi de monnaie.

En outre, cette dépréciation progressive de la monnaie n'a pas été un accident. Elle s'est produite sous l'action de deux forces principales: la pauvreté des gouvernements et l'influence politique dominante de la classe débitrice.

Le moyen d'imposer les citoyens par la dépréciation de la monnaie a été une politique courante depuis que Rome l'a découverte. La création de monnaie a toujours été et est encore l'*ultima ratio*, la dernière ressource des Gouvernements. Nul État ne se déclarera en faillite tant qu'il ne l'aura point utilisée.

De plus, nous le verrons plus loin, les bénéfices

de la dépréciation monétaire ne sont point réservés aux seuls gouvernements. Les fermiers, les débiteurs, tous ceux qui ont à payer des sommes monétaires fixées d'avance y trouvent leur intérêt. De même qu'à présent sous les traits des hommes d'affaires, de même dans le passé ces personnes constituaient l'élément actif et constructif de l'ordre social. Par conséquent, les modifications qui ont déprécié la monnaie ont servi les intérêts des hommes nouveaux et les ont libérés de leurs obligations. Elles ont profité à la richesse nouvellement acquise aux dépens de l'ancienne fortune et ont donné des armes à l'entreprise contre le capital. La tendance de la monnaie à la baisse, dans le passé, contre-balancé les effets de l'intérêt composé et de la transmission héréditaire des fortunes. Elle a exercé une influence libératrice sur la rigide répartition des biens anciennement acquis et sur la séparation de la propriété et de l'action. C'est ainsi que chaque génération peut dépouiller en partie les héritiers de ses prédécesseurs. C'est ainsi que sont éludés les projets de fortunes perpétuelles à moins que la communauté ne prenne quelque mesure expédiente de réaction.

Quoiqu'il en soit, sous l'influence de ces deux forces, — nécessités financières des gouvernements et action politique de la classe débitrice, — que ce fut l'une, que ce fut l'autre, la marche de l'inflation s'est poursuivie *sans interruption*, si l'on envisage des périodes étendues, depuis la création de la monnaie au VI^e siècle avant J.-C. Parfois

la monnaie a baissé naturellement. Sinon, les falsifications ont accompli leur œuvre.

Cependant il est facile en tout temps, par suite de la façon dont nous nous servons de la monnaie dans la vie quotidienne d'oublier toutes ces choses et de tenir la monnaie elle-même pour la mesure absolue des valeurs. Quand l'histoire de tout un siècle vient encore renforcer de telles illusions, l'homme moyen regarde les faits qui se sont produits normalement durant trois générations comme s'ils étaient une partie de l'ordre social permanent.

L'histoire du XIX^e siècle confirme ces idées. Durant le premier quart du siècle, les prix élevés courant durant la période napoléonienne furent suivis d'une rapide augmentation de la valeur de la monnaie. Pendant les soixante-dix années suivantes, malgré quelques fluctuations temporaires, les prix continuèrent à tendre à la baisse, et le niveau le plus bas fut atteint en 1896. Ce n'était là qu'une tendance en direction : le caractère essentiel de cette période fut la *stabilité* relative des prix. Les prix étaient approximativement les mêmes en 1826, 1841, 1855, 1862, 1867, 1871 et 1915. Ils étaient également semblables en 1844, en 1881 et en 1914. Si nous prenons 100 pour chiffre indicateur de ces trois dernières années, nous constatons qu'au cours de la période de presque un siècle qui va de 1826 au début de la guerre, les fluctuations maxima ne dépassèrent pas 30 points dans une direction ou l'autre, le chiffre indicateur ne s'étant jamais élevé au dessus de 130 et n'étant jamais tombé au dessous de 70.

Il n'y a point à s'étonner de la confiance populaire dans la stabilité constante des transactions monétaires. Sans doute le métal-or pouvait bien ne pas posséder tous les avantages théoriques d'un étalon réglementé artificiellement, mais il avait offert de grandes qualités de fait.

Au cours de la même période, le Capitaliste avait eu trois raisons différentes d'être satisfait de ses affaires. La « sécurité » de ses placements semblait atteindre à la perfection. La valeur de son capital s'était constamment élevée, d'abord par la raison que nous venons d'indiquer et ensuite, parce que la chute lente du taux de l'intérêt augmentait la valeur capitalisée du revenu annuel qui représentait le capital (1). Enfin, l'intérêt annuel avait un pouvoir d'achat somme toute accru. Prenons par exemple les soixante dix années qui vont de 1826 à 1896, sans tenir compte de la hausse qui suivit Waterloo. Nous constatons que le cours des Consolidés s'éleva lentement, avec seulement quelques arrêts momentanés de 79 à 109, malgré la conversion Goschen du 3 % en 2,3/4 % en 1889 et en 2,1/2 % en 1903, tandis que le pouvoir d'achat des dividendes, compte tenu de la réduction du taux de l'intérêt s'était accru de 50 %. Mais les Consolidés eux aussi ajoutaient la vertu de la stabilité à celle de la hausse. Exception faite de quelques années de crise, ils ne tombèrent jamais au dessous de 90 durant l'époque Victorienne, et, même en 48;

(1) Si par exemple, le taux de l'intérêt tombait de 4 1/2 à 3 %, la valeur des titres 3 % passait de 66 à 100.

alors que les trônes d'Europe chancelaient, le cours moyen de l'année ne subit une baisse que de 5 points. Ils étaient à 90 lorsque Victoria monta sur le Trône; ils atteignaient leur maximum lors de son Jubilé. Faut-il s'étonner que nos parents aient considéré les Consolidés comme un bon placement ?

Ainsi, pendant le XIX^e siècle grandit une classe importante, puissante, respectée, satisfaite dans ses individualités, et fort riche dans son ensemble. Elle ne possédait ni bâtiments, ni terres, ni entreprise, ni métal précieux. Mais elle avait des titres lui donnant le droit de toucher un revenu annuel en monnaie. C'est ainsi que commença cette innovation propre au XIX^e siècle dont elle fut la fierté, l'épargne des classes moyennes. L'expérience, l'habitude procurèrent à ces sortes de placements une indéracinable réputation de sécurité.

Avant la guerre, ces fortunes moyennes avaient déjà souffert quelque peu, par rapport à la prospérité qu'elles avaient connue dans les années 90, de la hausse des prix et du taux de l'intérêt. Mais les événements financiers qui ont accompagné et suivi la guerre les ont dépouillées de la moitié de leur valeur en Angleterre, des sept huitièmes en France, des onze douzièmes en Italie, et de la quasi totalité en Allemagne, dans les États de la Succession de l'Autriche et en Russie.

La perte subie par le capitaliste-type anglais d'avant-guerre est indiquée suffisamment par la perte subie par le possesseur de Consolidés. Le possesseur de Consolidés ainsi que nous l'avons

vu vit sa situation s'améliorer doucement, exception faite de quelques fluctuations, jusqu'en 1896. En 1896 et en 1897 les Consolidés atteignirent deux maxima : celui de la valeur en capital de l'annuité, et celui du pouvoir d'achat de la monnaie. De 1896 à 1914, le capitaliste avait déjà subi quelque dommage, — la valeur en capital de son dividende avait baissé de près d'un tiers, et le pouvoir d'achat de la monnaie avait subi une dépréciation semblable. Cependant, cette perte, échelonnée sur une période de près de vingt ans, qui avait pour point de départ un maximum exceptionnel, ne le laissait pas dans une situation de beaucoup plus mauvaise que celle des années 40 ou 80. Mais à ces dommages vinrent s'ajouter ceux, bien plus rapides de la période de guerre. De 1914 à 1920, la valeur en capital de l'annuité baissa de plus d'un tiers, et le pouvoir d'achat de son dividende de plus des deux tiers. En outre, le taux de l'income-tax est passé de 7,1/2 % en 1914 à 30 % en 1921 (1).

Le changement qui s'est produit peut être représenté en chiffres ronds par le tableau suivant, l'année 1914 étant prise pour base :

(1) A ajouter depuis 1896, les droits de transmission pour cause de mort.

LES CONSÉQUENCES SOCIALES

Années	Pouvoir d'achat du dividende des conso- lidés (1)	Id. Déduction faite de l'in- come tax.	Prix en monn. de la valeur en capital des consolidés	Pouvoir d'achat de la valeur en capital des consolidés
1815	61	59	92	56
1826	85	90	108	92
1841	85	90	122	104
1869	87	89	127	111
1883	104	108	138	144
1896	139	145	150	208
1914	100	100	100	100
1920	34	26	64	22
1921	53	39	56	34
1922	62	50	76	47

La seconde colonne montre clairement quel magnifique placement constituèrent les consolidés depuis Waterloo jusqu'à Charleroi, même en faisant abstraction des moyennes anormales de 1896-97. Le tableau indique aussi que l'époque du Jubilé de la Reine Victoria marqua le point culminant de la prospérité des classes moyennes anglaises. Mais il montre aussi avec la précision propre aux chiffres la détresse de ceux qui essayent de vivre avec le revenu des mêmes capitaux qu'ils avaient placés avant la guerre. Le revenu réel du possesseur de Consolidés était en 1922 égal à la moitié de ce qu'il était en 1914 et au tiers de ce qu'il était en 1896. La totalité des améliorations et des progrès du XIX^e siècle était annulée, et la

(1) Sans tenir compte de la réduction de l'intérêt de 3 à 2 ½ %.

situation du capitaliste était pire que celle qui suivit Waterloo.

Il ne faudrait pas négliger certaines circonstances atténuantes. La guerre fut l'époque où disparurent les ressources de la communauté considérée dans son ensemble. Mais en même temps, elle fut une période d'épargne pour la classe épargnante qui, possédant une large part des valeurs du gouvernement peut faire valoir de considérables créances sur le Trésor. De plus, la classe épargnante, qui a perdu de l'argent s'unit, à la fois par les nécessités sociales et par les liens de famille, avec la classe des affaires qui s'est enrichie suffisamment pour compenser dans bien des cas la sévérité des pertes subies. Enfin, en Angleterre une hausse a suivi la crise dont le point le plus bas a été atteint en 1920.

Mais ce ne sont point là des choses qui effacent la signification des faits. La conséquence de la guerre et de la politique monétaire qui l'a accompagnée et suivie a été de détruire une part considérable des biens de la classe épargnante. La perte a été si rapide, elle a été si étroitement mêlée, au moment où elle s'est produite, à d'autres pertes plus pénibles encore qu'on ne l'a pas encore évaluée isolément avec exactitude. Néanmoins, elle a apporté dans la situation respective des différentes classes un changement profond. Sur tout le Continent, les économies d'avant guerre de la classe moyenne, qu'elles fussent placées en obligations, en hypothèques, en dépôts en banque ont été soit en partie, soit complètement détruites. Nul doute qu'une telle expérience modifie les sentiments

des hommes en face des conditions de l'épargne et des placements. Les faits ont prouvé la fragilité de ce que l'on croyait le plus sûr.

Celui qui ne dépensait point d'argent, qui faisait des économies pour lui et sa famille, qui chantait les louanges de la sécurité financière et observait le plus étroitement les règles et les injonctions de la morale courante, — celui-là, qui se confiait le moins aux fantaisies de la Fortune, a cependant dû supporter ses plus dangereux caprices.

Quelle moralité pouvons-nous à présent tirer de tout cela? Qu'il n'est ni prudent ni loyal de laisser aller de pair l'organisation sociale établie au cours du XIX^e siècle et une politique monétaire d'*indifférence*. Il n'est pas vrai que les dispositions que nous avons prises jadis aient bien fonctionné. Si nous voulons continuer à convertir les économies volontaires de nos semblables en « placements », il faut que la stabilisation de l'étalon des valeurs, qui sert à mesurer ces placements, devienne la préoccupation essentielle de la politique de l'État, de manière à équilibrer d'autre manière (en touchant également toutes les formes de la richesse, sans s'en tenir exclusivement au capitaliste relativement sans défense), la répartition de la richesse nationale, si, au cours du temps, les successions, et l'accumulation des biens avaient exagérément épuisé les ressources de la classe active, pour les mettre à la disposition des citoyens inactifs.

2. La classe des affaires.

Les économistes et les hommes d'affaires ont

reconnu depuis longtemps qu'une période de hausse des prix est un stimulant pour les entrepreneurs et est favorable aux commerçants.

Tout d'abord, enregistrons la contre-partie des pertes de la classe capitaliste que nous avons examinées plus haut. Quand la valeur de la monnaie diminue, il est clair que ceux qui se sont engagés à payer annuellement des sommes fixes d'argent sur les profits qu'ils tirent de leurs affaires doivent réaliser un bénéfice, dès l'instant que la dépense d'argent fixée d'avance diminue par rapport à leurs gains. Ce bénéfice ne dure pas seulement pendant la période de transition, mais encore, en ce qui concerne l'argent anciennement prêté, lorsque les prix ont atteint leur niveau nouveau le plus haut. Par exemple les fermiers européens, qui se sont procurés par hypothèque les fonds nécessaires à l'achat des terres qu'ils exploitaient, se trouvent actuellement presque entièrement libérés de leurs charges, au détriment de leurs créanciers hypothécaires.

Mais, pendant la période transitoire, lorsque les prix s'élèvent de mois en mois, l'homme d'affaires jouit d'aubaines encore plus considérables. Qu'il soit commerçant ou bien industriel, en général, il achète avant de vendre et, pour une partie au moins de ses stocks, court le risque d'un changement de prix. Si, par conséquent, la valeur de ses stocks s'accroît de mois en mois entre ses mains, il vend toujours plus cher qu'il n'avait espéré et reçoit un bénéfice supplémentaire sur lequel il n'avait point compté. Pendant ces périodes,

les affaires commerciales sont indûment faciles. Il suffit d'être en état d'emprunter de l'argent et de n'être point trop malchanceux pour réaliser des gains que l'on n'a presque rien fait pour mériter. Mais la facilité de tels profits en laisse espérer la continuation. On emprunte aux banques au delà des limites habituelles. Si le marché attend une nouvelle hausse des prix, il est naturel que les hommes d'affaires conservent leurs stocks pour bénéficier de la hausse. Pendant un temps, la seule attente de la hausse est capable de la produire, en engendrant des achats de pure spéculation.

Voyons par exemple les chiffres indicateurs mensuels des matières premières, dans le *Statist*, d'avril 1919 à mars 1920 :

Avril 1919	100	Oct.	127
Mai	108	Nov.	131
Juin	112	Déc.	135
Juil.	117	Janv. 1920	142
Août	120	Fév.	150
Sept.	121	Mars	146

Il résulte de ce tableau qu'un homme qui utilisait l'argent emprunté à son banquier, pour acheter des matières premières au hasard, était en situation de réaliser des bénéfices à la fin de chaque mois, — sauf du dernier, — de cette période et de tirer un profit global de 46 % sur toute l'année. Comme à ce moment, les banquiers prêteurs ne prenaient point sur leurs avances un intérêt de plus de 7 %, il restait un bénéfice net de 30 à 40 % par an, sans qu'elle eut à faire preuve d'une adresse particulière, à toute personne assez heureuse pour

avoir donné cette orientation à ses affaires. On conçoit les occasions dont pouvaient profiter ceux que leur situation et leur connaissance des affaires mettaient en état d'établir des prévisions exactes sur les prix de certaines denrées en particulier ! Tout commerçant qui connaissait son affaire se trouvait dans cette situation. Tout homme doué d'un peu d'adresse ou de chance est certain dans une telle période de réaliser des bénéfices hors de pair. De grandes fortunes peuvent être fondées en quelques mois. Mais, même sans cela, le commerçant prudent, qui serait navré et blessé à l'idée de passer pour un spéculateur ou un profiteur, peut recevoir des bénéfices inattendus qui tomberont dans son portefeuille, sans qu'il y eut jamais pensé ou même qu'il les eut désirés.

Les économistes établissent une distinction entre ce qu'on appelle le taux *nominal* (évalué en monnaie) de l'intérêt et le taux *réel*. Si une somme de monnaie valant 100, évaluée en marchandises, au moment où l'emprunt est contracté, est prêtée à 5 % d'intérêt par an, et ne vaut plus à la fin de l'année que 90, calculée en marchandises, le prêteur reçoit, y compris son intérêt, une somme qui ne vaut plus que 94 1/2. On dit alors que le taux nominal de l'intérêt était de 5 %, mais que le taux réel avait été en fait négatif et égal à *moins* 5 1/2 %. De même, si, à la fin de l'année la valeur de la monnaie avait augmenté et si la somme avait atteint 110, évaluée en marchandises, le taux nominal de l'intérêt serait toujours de 5 %, tandis que le taux réel serait de 15 1/2 %.

De telles considérations, même si elles ne sont pas toujours expressément présentes à l'esprit des hommes d'affaires, sont loin d'être purement académiques. Les commerçants, les industriels peuvent bien parler, voire même penser, comme si le taux de l'intérêt pouvait être considéré en lui-même sans que l'on tienne compte de sa valeur réelle. Ils sont loin d'agir de la sorte. Le marchand ou le fabricant qui se demande si un taux de 7 % est assez coûteux pour l'obliger à limiter ses opérations ne laisse pas d'être sérieusement influencé par les prévisions qu'il fait du prix éventuel des marchandises qu'il traite.

Aussi, quand les prix s'élèvent, l'homme d'affaires emprunteur peut rembourser son prêteur avec une somme qui, mesurée en valeur réelle, non seulement n'implique le paiement d'aucun intérêt, mais encore est inférieure au capital avancé en premier lieu. Le taux véritable de l'intérêt tombe à une valeur négative, et l'emprunteur tire de ce fait un bénéfice corrélatif. Il est vrai que, pour autant qu'une hausse des prix est en vue, le développement des emprunts entraîne un mouvement de hausse du taux monétaire de l'intérêt. C'est pour cette raison, parmi beaucoup d'autres, qu'à une période de hausse des prix correspond un taux élevé de l'intérêt, et qu'à une période de baisse correspond un taux faible de l'intérêt. L'irrégularité apparente du taux monétaire de l'intérêt à ces diverses périodes, n'est que le revers des tentatives de stabilisation du taux réel. Cependant, au cours d'une période où les prix changent rapidement, il

est rare que le taux monétaire de l'intérêt s'établisse assez exactement et assez rapidement pour empêcher le taux réel d'être anormal. En effet, ce n'est pas le *fait* de la hausse, mais l'*attente* de la hausse, composée de tous les mouvements de prix possibles et de leur probabilité, qui affecte le taux normal. Dans les pays où la monnaie ne s'est pas complètement effondrée la confiance générale dans la hausse ou dans la baisse des prix n'a jamais suffi à élever le taux en papier court au dessus de 10 % par an ou à l'entraîner au dessous de 1 % (1). Des fluctuations de cet ordre sont insuffisantes pour compenser un mouvement des prix en hausse ou en baisse de plus de 5 % par an, variations qui ont été fréquemment dépassés au cours des dernières années.

L'Allemagne a fourni un exemple récent de la manière suivant laquelle le taux nominal de l'intérêt peut s'élever, lorsqu'il tend à se mettre au niveau du taux réel, quand les prix se sont élevés d'une façon si persistante et si forte qu'à tort ou à raison, chacun pense qu'ils vont continuer à monter. Et pourtant, même en Allemagne le taux nominal de l'intérêt ne s'est jamais suffisamment élevé pour accompagner les prix. A l'automne de 1922, on commençait seulement à percevoir les conséquences de la longue période antérieure au cours de laquelle

(1) Le commerçant qui emprunte pour profiter d'une hausse éventuelle du taux de l'intérêt doit prévoir la hausse des prix et calculer d'après des possibilités sans certitude. Il en résulte qu'il sera effrayé d'un mouvement du taux nominal de moindre amplitude que le mouvement contraire du taux réel sur lequel il comptait, sans oser l'espérer comme certain.

le taux réel de l'intérêt avait atteint un chiffre négatif élevé, c'est à dire, au cours de laquelle toute personne pouvant emprunter des marks et les convertir en actifs véritables trouvait à l'échéance que l'augmentation de valeur en marks de ces actifs était plus considérable que l'intérêt qu'elle avait à payer. C'est ainsi que de grandes fortunes jaillirent de la misère publique, et ceux-là gagnèrent le plus qui avaient compris les premiers qu'il fallait emprunter, emprunter encore, emprunter toujours et s'assurer ainsi le bénéfice de la différence entre le taux nominal et le taux réel de l'intérêt. Quand cette affaire lucrative eut duré quelques mois, chacun se prit, un peu tard, à modifier le taux nominal. A ce moment, alors que le taux nominal de la Reichsbank était de 8 %, le taux effectif pour les prêts à court terme était passé à 22 % par an. Pendant le 1^{er} semestre de 1923, le taux de la Reichsbank s'éleva à 24 %, puis à 30, et enfin à 108 %, tandis que le taux du marché subissait des fluctuations violentes, atteignant des chiffres effarants qui allaient pour certains types d'emprunts jusqu'à 3 % par semaine. Au moment de l'effondrement monétaire final de juillet-septembre 1923, le marché fut démoralisé au point de côter un taux de 100 % par mois. Mais, en face de la marche de la dépréciation monétaire, ces chiffres restaient faibles et l'emprunteur continuait à réaliser des bénéfices.

En Hongrie, en Pologne, en Russie, — partout où l'on escomptait l'effondrement monétaire, — on assista au même phénomène, qui montrait,

comme grossi au microscope ce qui se passe toutes les fois qu'on attend la hausse des prix.

D'autre part, lorsque les prix baissent de 30 à 40 % en la moyenne de deux années — ainsi qu'il en alla en 1921 en Angleterre et aux États-Unis, — un taux d'intérêt bancaire de 1 % est encore écrasant pour les affaires, puisqu'il correspond à un taux réel très élevé. Tous ceux qui auraient pu prévoir le mouvement auraient bien fait de liquider leur actif et de rester en dehors des affaires un certain temps.

Mais, si la dépréciation de la monnaie est pour le commerçant une source de gain, elle ne se produit point sans lui faire du tort. Pour le consommateur, les bénéfices exceptionnels des hommes d'affaires apparaissent comme la cause et non comme la conséquence de la hausse des prix. Au milieu des remous rapides de sa fortune, le commerçant perd ses habitudes conservatrices et songe davantage aux gains exceptionnels du moment qu'aux profits plus faibles mais plus durables du négoce normal. Il fait peu de cas de la prospérité future de son entreprise. Il ne songe qu'à faire rapidement fortune pour se retirer. Il a recueilli des bénéfices excessifs, sans les avoir cherchés ou mérités, mais une fois qu'il les tient il ne les abandonne point d'un cœur léger et s'efforce de retenir son butin. Placé sous de telles influences, l'homme d'affaires n'est point dégagé de toute gêne. Dans son cœur et sa conscience, il n'a plus la foi ancienne dans ses rapports avec la société, dans son utilité, dans son rôle nécessaire dans l'ordre économique. Il

redoute l'avenir des affaires et de sa classe, et plus sa fortune lui paraît fragile, plus il se cramponne à elle fortement. L'homme d'affaires, soutien de la société et architecte de l'avenir, dont l'activité et les gains faisaient l'objet naguère, d'une admiration quasi-religieuse, l'homme d'affaires, respectable entre tous les individus et toutes les classes sociales, l'homme d'affaires, entouré de louanges auxquelles il n'était pas seulement néfaste, mais pour ainsi dire impie de s'opposer, se sentit soudain suspect et supporta des attaques obliques. Victime de lois injustes et nuisibles, il passa aux yeux de tous — et reconnut lui-même sa responsabilité partielle, — pour un profiteur.

Nul homme énergique ne consentirait à rester pauvre, s'il supposait que ses semblables se sont enrichis par des spéculations heureuses. La transformation du commerçant en spéculateur porte au capitalisme un coup qui détruit l'équilibre psychologique qui permet l'existence continue de bénéfices inégaux. La doctrine économique des profits normaux, subconsciemment adoptée par tous, est une condition nécessaire à la justification du capitalisme. On ne peut supporter l'homme d'affaires que pour autant que ses bénéfices semblent être en relation avec l'apport que son activité a procuré à la société.

Et voilà par conséquent la seconde perturbation apportée dans l'ordre économique par la dépréciation de la monnaie : si l'effondrement de la monnaie décourage les capitalistes, elle discrédite également l'entreprise.

Non point que, même au cours de la période d'activité, l'homme d'affaires eût eu le droit de conserver tous ses bénéfices exceptionnels. Une quantité de remèdes populaires tentèrent de guérir les maux du moment; et ces remèdes eux-mêmes, subsides, fixation des prix et limitation des loyers, chasse aux profiteurs, impôts sur les bénéfices exceptionnels, devinrent un mal supplémentaire.

Puis, vint la crise, accompagnée de la baisse des prix, qui affecta les possesseurs de stocks, d'une manière exactement opposée à la hausse. Les pertes exagérées, sans aucun rapport avec l'activité des affaires, ont succédé aux bénéfices exceptionnels. L'effort que tente chacun pour réduire ses stocks au minimum a arrêté le mouvement industriel, de même qu'auparavant l'accumulation des marchandises l'avait accéléré. Le problème du chômage a remplacé dans les préoccupations du moment celui des bénéfices des profiteurs. Mais, tandis que le mouvement cyclique du commerce et du crédit a dans les pays à monnaie saine, retourné partiellement la situation, au moins pour l'instant, la grande hausse de 1920, dans les pays inflationnistes, n'a été qu'une ondulation sur les remous de la dépréciation.

3 *Le salarié.*

C'est un lieu commun des manuels d'économie politique de déclarer que les salaires suivent avec retard les mouvements des prix. Il en résulte que le salaire est réduit pendant la période de hausse. Il en a souvent été ainsi dans le passé. Il peut en

être ainsi actuellement pour une certaine classe de travailleurs mal placés ou mal organisés pour se défendre. Mais en Angleterre et aux États-Unis, certains salariés nombreux ont été en état de profiter de la situation et non seulement d'obtenir des salaires nominaux d'un pouvoir d'achat équivalent à leurs gains antérieurs, mais encore de s'assurer de véritables améliorations, de combiner ces avantages avec une diminution de la durée de travail (et également du travail accompli), et d'accomplir ces modifications, — c'est le cas en Angleterre, — à un moment où la richesse globale de la communauté était en décroissance. Ce mouvement de la marche habituelle des événements n'est point accidentel. On peut l'imputer à des causes déterminées.

L'organisation de certaines classes de travailleurs, — cheminots, mineurs, dockers et autres, — en vue de l'obtention de majorations de salaires, est meilleure qu'elle n'a jamais été. La vie militaire, pour la première fois peut-être dans l'histoire des guerres, a élevé à beaucoup d'égards le niveau des besoins, — le soldat était mieux vêtu, mieux chaussé, et souvent mieux nourri que le travailleur et sa femme, ajoutant durant la guerre une allocation à ses nouvelles possibilités de gain avait elle aussi conçu de plus vastes perspectives.

Mais ces influences, bien qu'elles puissent être une cause, n'auraient point fourni de moyens de réalisation, si elle n'avaient été soutenues par un autre facteur, — à savoir, les bénéfices des profiteurs. On savait de façon évidente, que le com-

merçant avait gagné, et gagné bien au delà des limites habituelles des bénéfices des affaires. Cela le rendait sensible à la pression, non seulement de ses employés, mais aussi de l'opinion publique, et disposé à donner satisfaction à ces injonctions sans difficultés. En fait, ses bénéfices méritaient qu'il payât rançon et partageât avec ses ouvriers les bonnes fortunes du jour.

Ainsi, les classes ouvrières améliorèrent leur situation *relative* pendant les années qui suivirent la guerre, par rapport à toutes les autres classes, sauf celle des « profiteurs ». Dans quelques cas même, elles améliorèrent leur situation d'une manière absolue. Par exemple, compte tenu des journées de travail réduites, de l'augmentation du salaire nominal, des prix élevés, certains travailleurs touchèrent une rémunération effective plus élevée pour chaque travail accompli. Mais nous ne pouvons pas juger de la *stabilité* de cet état de choses, opposée à ses avantages, avant de savoir de quelle source provenaient les salaires accrus des travailleurs. Résultaient-ils d'une modification permanente des facteurs économiques qui président à la répartition des ressources nationales entre les diverses classes ? Ou bien, étaient-ils la conséquence de quelques éléments temporaires en rapport avec l'inflation et les troubles qu'elle apporte dans le régime monétaire ?

Des perturbations violentes dans l'étalon de la valeur troublent la situation réelle, et, pendant un temps déterminé, une classe peut s'assurer des bénéfices au détriment d'une autre sans qu'il

en résulte immédiatement la réaction inévitable. Dans ces conditions, un pays peut, sans le savoir, dépenser pour sa consommation courante les économies qu'elle croit mettre de côté pour l'avenir. Il peut même en arriver à entâmer son capital sans compenser la dépréciation. Quand la valeur de la monnaie subit d'importantes fluctuations, la distribution entre le capital et le revenu reste confuse. La dépréciation de la monnaie, — et c'est là un de ses maux, — permet à la collectivité de consommer inconsciemment son capital. L'augmentation de la valeur monétaire du capital national obscurcit quelque temps la notion de la diminution de sa valeur réelle.

La période de crise fait peser sa vengeance sur la classe ouvrière davantage sous forme de chômage que sous forme de diminution des salaires. L'assistance publique aux chômeurs a souvent atténué cette conséquence. Les salaires nominaux ont accompagné la baisse des prix. Mais la dépression de 1921-22 n'a ni détruit, ni même sensiblement diminué les avantages relatifs gagnés par les travailleurs sur les classes moyennes au cours des années précédentes. En 1923, la moyenne des salaires anglais se trouvait à un niveau sensiblement plus élevé au dessus du niveau d'avant guerre que la moyenne du coût de la vie, à condition que l'on tienne compte de la réduction de la journée de travail.

En Allemagne, en Autriche, bien plus qu'en Angleterre ou qu'en France, les changements de la valeur de la monnaie ont pesé de leur poids

le plus lourd sur les classes moyennes, et jusqu'ici, les travailleurs n'en ont pas supporté tout leur lot. S'il est vrai que les professeurs allemands ont leur part dans les responsabilités de la guerre, ils en ont été punis. L'effet de l'appauvrissement dans toute l'Europe des classes moyennes, source de tant de bonnes choses, sera la décadence de la Science et de l'Art.

Nous concluons que l'Inflation procède à la répartition des richesses d'une manière très nuisible au capitaliste, très profitable au commerçant, et sans doute, dans les conditions actuelles de l'industrie, favorable à l'ensemble des salariés. La conséquence la plus frappante est l'*injustice* pour ceux qui ont placé leur épargne en titres monétaires plutôt qu'en marchandises. Mais une injustice aussi profonde a elle aussi ses conséquences. Il résulte de la discussion qui précède que la diminution de la production des richesses qui a eu lieu en Europe depuis la guerre s'est faite, jusqu'à un certain point au détriment, non de la consommation de telle ou telle classe, mais du capital collectif. Bien plus, l'Inflation n'a pas seulement diminué la capacité de placement de la classe épargnante. Elle a détruit l'atmosphère de confiance, condition de toute volonté de placement.

Et pourtant, une population croissante, si l'on veut maintenir les mêmes conditions d'existence, a besoin d'un capital accru. En Angleterre, pendant longtemps, quel que soit le nombre des naissances,

(qui est actuellement double de celui des décès), il entre chaque année sur le marché du travail 150.000 travailleurs nouveaux de plus qu'il n'en sortira. Pour assurer à cette masse croissante de travailleurs les mêmes conditions d'existence que jadis, nous n'avons pas besoin seulement de marchés plus étendus, mais d'un capital augmenté. Il faudra, pour atteindre ce résultat, que le capital national s'élève aussi rapidement que l'offre de travail, ce qui représente une épargne annuelle d'au moins £150.000.000 par an (1). Les conditions favorables à l'épargne au XIX^e siècle, même si nous en sourions, permettraient une augmentation de capital proportionnelle à celle de la population. Le déséquilibre qui s'est produit entre les différentes classes et qui a son origine certaine dans les variations monétaires, a peut-être détruit ces conditions.

Quant à la déflation, nous le verrons dans la 2^e section du prochain chapitre; dans ces jours où la dette nationale exprimée en monnaie ayant cours légal est énorme, elle agit avec tant de force sur la balance en faveur des *rentiers*, que le fardeau de l'impôt devient insupportable pour les classes productives de la Société.

(1) C'est à dire qu'il en coûte £1000 de dépense de capital, pour permettre à un ouvrier de travailler à plein rendement, pour le loger et le nourrir avec sa famille. Ce chiffre est sans doute inférieur à la réalité.

II. LES CHANGEMENTS DE LA VALEUR DE LA MONNAIE DANS LEURS RAPPORTS AVEC LA PRODUCTION

Si, à tort ou à raison, le commerçant attend la baisse, la marche de la production tendra à s'arrêter; s'il attend la hausse, elle en sera accélérée. Les fluctuations de la monnaie n'affectent pas le moins du monde la richesse, les besoins ou la capacité de production des hommes. Elles ne devraient donc point affecter le caractère ou la quantité de la production. Un mouvement des prix *relatifs*, c'est à dire des prix de diverses marchandises, *devrait* modifier le caractère de la production, car il indique que les proportions relatives des richesses produites ne répondent pas exactement aux besoins, ce qui n'est pas le cas d'un mouvement *général* des prix.

Le fait que l'attente de changements du niveau général des prix modifie la marche de la production est profondément enraciné dans certains détails de l'organisation économique de la Société, que nous avons déjà vus ou que nous allons examiner dans un instant. Nous avons constaté déjà que les variations du niveau général des prix, c'est à dire de l'étalon de mesure, qui fixe les obligations des emprunteurs (agents de la production) vis à vis des prêteurs (inactifs une fois qu'ils ont avancé l'argent) donnent lieu à une répartition nouvelle de la richesse entre ces deux groupes. De plus, la partie active de la collectivité peut, si elle prévoit

les fluctuations, diriger ses actes de manières à diminuer ses pertes ou à augmenter ses gains par rapport à l'autre groupe, si le changement prévu se réalise. Si elle escompte une baisse, il peut lui être utile, en tant que collectivité, de réduire la production, bien que ce ralentissement appauvrisse la société dans son ensemble. Si elle attend une hausse, elle peut avoir intérêt à augmenter ses emprunts et à pousser la production au delà du point où le produit réel est exactement suffisant pour rémunérer la Société dans son ensemble de l'effort accompli. Quelquefois, bien entendu, un changement de l'étalon de mesure, en particulier s'il est prévu, peut apporter à un groupe aux dépens de l'autre, des bénéfices hors de toute proportion avec l'influence qu'il a sur l'ensemble de la production. Mais, pour autant que le groupe actif l'aura attendu, les conséquences seront telles que je les ai indiquées (1). Cela revient à dire

(1) Les intérêts des classes laborieuses, pour autant que les salaires sont plus stables en valeur nominale qu'en valeur réelle, se confondront avec ceux des capitalistes inactifs. Les intérêts des consommateurs, pour autant qu'ils peuvent modifier la répartition de leurs ressources entre des marchandises achetées par avance pour la consommation, se confondront avec ceux des capitalistes actifs. Les décisions intéressées qu'ils prennent, peuvent appuyer encore celles de cette dernière classe. Mais le fait que les intérêts d'un même individu soient tantôt d'accord avec ceux d'un groupe et tantôt avec ceux d'un autre, ne sauve pas la situation et ne diminue pas la valeur de l'argumentation. En effet, ses pertes d'un côté ne dépendent que pour une fraction infime de ce qu'il peut faire pour restreindre son action d'un autre côté. Qu'un homme soit cannibale dans un pays et mangé dans un autre ne sont point deux faits qui s'annulent pour le mettre en sûreté et le rendre inoffensif.

que dans les conditions actuelles, c'est le profit de l'*entrepreneur* qui dirige l'intensité de la production. Cependant, ce criterium n'est vrai pour l'ensemble de la Société que si l'accord délicat des intérêts n'est point bouleversé par les fluctuations de l'étalon des valeurs.

Une autre raison, reliée aux précédentes, encore que distincte, indique que la production moderne a besoin d'une monnaie stable. Elle résulte jusqu'à un certain point du caractère de l'organisation sociale décrite ci-dessus et des méthodes techniques des procédés productifs actuels. Avec le développement du commerce international, mettant de grandes distances entre le lieu originaire de production et le lieu final de consommation, avec la complexité croissante des procédés industriels techniques, les *risques* qui s'attachent à l'entreprise et le temps durant lequel les risques doivent être supportés, sont bien plus considérables que dans une Société relativement petite et repliée sur elle-même. Même au point de vue de l'agriculture, alors que pour le consommateur le risque est diminué par les diverses ressources d'importation qui nivellent les fluctuations saisonnières, le risque du producteur agricole est accru du fait que si la récolte est inférieure à ses prévisions, il peut ne point trouver de compensation dans des prix plus élevés. Ce risque accru est le prix que les producteurs payent pour obtenir un plus haut degré de spécialisation, la variété des marchés et des sources de matière première.

Trouver les moyens propres à permettre de

courir ce risque sans grands frais, tel est un des plus importants problèmes de la vie économique moderne, et l'un de ceux qui jusqu'ici ont été le moins complètement satisfaits. La tâche qui consiste à assurer la marche constante de la production, et par là même à éviter le chômage serait grandement simplifiée, si l'on pouvait diminuer le risque ou procurer à chaque *entrepreneur* des meilleures méthodes d'assurance.

Une part considérable du risque résulte des fluctuations de la valeur *relative* d'une marchandise particulière comparée à celle des marchandises en général pendant le laps de temps qui s'écoule entre le début de la production et l'époque de la consommation. Pour cette part, le risque est indépendant des caprices de la monnaie. Il doit être traité selon des méthodes qui n'ont point place ici. Mais un risque considérable résulte aussi des variations de la monnaie. Pendant la lente marche de la production, les hommes d'affaires effectuent des dépenses en *monnaie*, — dépenses de salaires et autres frais, — dans l'espoir de récupérer leurs débours en échangeant plus tard le produit contre de la *monnaie*. En d'autres termes, le monde des affaires considéré dans son ensemble est toujours placé dans une situation où il doit profiter de la hausse des prix et perdre à la baisse. La technique de la production, dans un régime monétaire oblige le monde des affaires bon gré, mal gré à être toujours dans une position de spéculation. S'il s'y refuse, la production pâtit. Le fait que le monde des affaires est à un certain

point spécialisé, en ce sens que le spéculateur professionnel vient en aide à l'homme d'affaires proprement dit, pour le décharger de sa part de risque, n'infirmes point l'argument.

Il s'ensuit, non seulement que la *réalisation effective* de changements de prix profite à certains et nuit à d'autres (ce qui a été le thème de la première section de ce chapitre, mais encore qu'une *crainte générale* de baisse peut suffire à retenir la marche de la production. En effet, si on s'attend à la baisse, on ne trouvera point assez d'entrepreneurs pour prendre une position de spéculation à la hausse, ce qui revient à dire que les entrepreneurs hésiteront à mettre en mouvement la lente machine de la production, pour faire des dépenses longtemps en avance sur les recettes futures, — d'où chômage. Le *fait* de la baisse nuit aux entrepreneurs; la *crainte* de la baisse les amène à se protéger en limitant leurs opérations. C'est cependant sur l'addition de leurs évaluations personnelles du risque et de leur volonté de le courir que repose principalement l'activité de la production et du travail.

Les prévisions de variations de prix tendent à s'accumuler ce qui aggrave la situation. Si l'on attend une hausse, si le monde des affaires agit dans cette expectative, ce seul fait entraîne une hausse momentanée. De même, si l'on attend la baisse. Ainsi un mouvement initial relativement faible peut suffire à déterminer des fluctuations considérables.

Trois générations d'économistes ont reconnu

que certaines influences engendrent des variations progressives et constantes de la valeur de la monnaie, que d'autres donnent lieu à des variations oscillatoires, et que ces dernières s'ajoutent au début les unes aux autres mais donnent lieu à un moment déterminé à une réaction. Ils ont limité jusqu'à ces derniers temps leurs recherches sur les mouvements oscillatoires à la question de savoir quelle est la cause du mouvement initial. Certains ont été fascinés par l'idée que la cause initiale est toujours la même et apparaît à intervalles réguliers comme les phénomènes astronomiques. D'autres ont soutenu, avec davantage d'apparences de raison, que tantôt c'est un facteur, tantôt un autre qui intervient.

L'un des objets de ce livre est d'affirmer que la meilleure méthode de guérir ce mal de l'individualisme, est de faire en sorte que l'on ne puisse établir aucune prévision sûre de la hausse ou de la baisse des prix et qu'il y ait peu de risque pour qu'une fluctuation, si elle se produit, ait de l'amplitude. Si par accident, une variation intervenait à l'improviste, la richesse, même si elle subissait une nouvelle répartition, ne serait point diminuée pour cela.

Arriver à ce résultat, en écartant tous les éléments capables de déterminer le mouvement initial, — que ces éléments se trouvent dans les étoiles ou ailleurs, — paraît une entreprise impossible. Le remède consisterait plutôt à contrôler l'étalon des valeurs, de telle sorte que toutes les fois qu'il pourrait se produire un événement qui, laissé à

lui-même donnerait lieu à des prévisions de changement du niveau général des prix, l'autorité chargée du contrôle puisse prendre des mesures capables de contrebalancer ces prévisions en mettant en action des facteurs d'influence contraire. Si même de telles méthodes ne réussissaient pas complètement, soit en détruisant les prévisions, soit en supprimant les fluctuations réelles, elles contribueraient cependant au progrès sur la politique du laisser faire qui voit tranquillement une monnaie, soumise au hasard et libre de tout contrôle, donner lieu à des prévisions qui paralysent ou surexcitent la production.

Nous voyons donc que la hausse et la baisse ont chacune leurs inconvénients propres. L'inflation, cause de la hausse, signifie Injustice pour les individus et les classes sociales, — en particulier pour les capitalistes. La déflation, cause de la baisse, signifie appauvrissement pour les travailleurs. Elle amène les entrepreneurs à diminuer la production, pour réduire leurs pertes personnelles. Elle est donc cause de chômage. Il y a, il est vrai une contre-partie: la déflation signifie injustice pour les emprunteurs, et l'inflation aiguillonne la production. Mais ces résultats ne sont point aussi nets que ceux que nous avons indiqués plus haut, car les emprunteurs peuvent se garantir plus aisément des effets néfastes de la déflation que les prêteurs de ceux de l'inflation. Les travailleurs sont en effet mieux placés pour se défendre contre le surmenage dans les bonnes

époques que contre le chômage pendant les crises.

Ainsi l'Inflation est injuste et la Déflation dangereuse. Des deux maux, la Déflation, si l'on excepte l'émission folle de papier-monnaie, telle qu'elle s'est produite en Allemagne, est sans doute le pire. Il est pire en effet, dans un monde appauvri, de causer du chômage que de duper les rentiers.

Mais il n'est pas nécessaire de faire la balance de ces deux maux. Mieux vaut convenir qu'il les faut tous deux éviter. Le capitalisme individualiste actuel, précisément parce qu'il confie l'épargne au rentier individuel, et la production à l'employeur particulier, suppose une mesure stable de valeur. Il ne peut agir, peut être vivre, sans elle.

C'est pour ces raisons que nous devons nous libérer de la méfiance qui existe contre la réglementation de la monnaie qui doit devenir l'objet d'une *décision réfléchie*. Nous ne pouvons point la laisser davantage dans un domaine où l'on trouve la température, la natalité, et la constitution. Ce sont là matières régies par des causes naturelles, résultant de l'action séparée des individus, ou nécessitant la Révolution pour être modifiées. Tel n'est point le caractère de la réglementation de la monnaie.

CHAPITRE II

LES FINANCES PUBLIQUES ET LES CHANGEMENTS DE VALEUR DE LA MONNAIE

1. *L'Inflation considérée comme un moyen d'imposition.*

Un gouvernement peut vivre longtemps, même un gouvernement Russe ou Allemand en imprimant du papier-monnaie. En d'autres termes, il peut par ce moyen s'assurer des ressources aussi réelles que celles qu'il obtiendrait par l'impôt. Cette méthode est condamnée, mais il faut bien admettre son efficacité jusqu'à un certain point. Elle peut permettre de vivre à un gouvernement qui n'a pas d'autre moyen d'existence. Elle constitue la forme d'imposition à laquelle le public échappe le plus difficilement et que le gouvernement le plus faible est en état d'établir, quand il ne peut plus établir rien d'autre. L'inflation constante et désastreuse pratiquée dans l'Europe Centrale et Orientale a présenté ces caractères. Elle se distingue de l'inflation limitée pratiquée par exemple en Angleterre et aux États Unis, et qui a été étudiée dans le précédent chapitre.

La théorie quantitative de la monnaie établit que le montant des moyens de règlement dont

la communauté a besoin, *compte tenu de certaines habitudes du commerce et de la banque*, compte tenu également d'un total et d'une répartition déterminés de la richesse, dépend du niveau des prix. Si la consommation et la production des marchandises réelles ne varient pas, tandis que les prix et les salaires sont multipliés par deux, les affaires ont besoin d'un montant double de moyens de règlement. Il serait fou de nier l'exactitude de cette affirmation expliquée convenablement. La théorie en déduit que la valeur réelle accumulée de tout le papier-monnaie en circulation reste toujours constante, quel que soit le *nombre d'unités* en circulation, à condition que les habitudes et la prospérité de la collectivité restent inchangées, c'est à dire que la communauté conserve sous forme de moyens de règlement le contrôle d'une quantité constante de richesse réelle. On pourrait dire aussi bien : à condition que la quantité totale de monnaie en circulation conserve un pouvoir d'achat constant (1).

Supposons qu'il y ait en circulation 9.000.000 de billets et qu'ils aient une valeur équivalente à 36.000.000 de dollars-or (2). Supposons que le gouvernement imprime 3.000.000 de billets nouveaux, de sorte que la circulation soit de 12.000.000. Conformément à la théorie exposée plus haut, les 12.000.000 de billets ont toujours pour équivalent

(1) Voir Chapitre III, Section 1.

(2) On simplifie la discussion en ignorant que l'or évalué en termes de marchandises a également une valeur variable et en considérant la valeur d'une monnaie en or comme la mesure de sa valeur comptée en marchandises.

36.000.000 de dollars-or. Dans le premier cas, par conséquent, chaque billet vaut \$ 4 et dans le second \$ 3. Par suite, les 9.000.000 de billets détenus par le public à l'origine ne valent plus que \$ 27.000.000 au lieu de \$ 36.000.000, et les 3.000.000 de billets nouvellement émis valent \$ 9.000.000. Ainsi, par le procédé de l'émission de nouveaux billets, le gouvernement a fait passer des mains du public dans les siennes propres un total de richesses s'élevant à \$ 9.000.000 avec autant de succès que s'il les avait obtenues par l'impôt.

Sur qui la taxation a-t-elle pesé? Évidemment sur les détenteurs des premiers 9.000.000 de billets, puisque ces billets ont perdu 25 % de leur première valeur. L'inflation a correspondu à une taxe de 25 % sur tous les porteurs de billets en proportion de la quantité de billets qu'ils possédaient. Le fardeau de cet impôt est bien réparti, ne peut pas être éludé, ne coûte rien à percevoir et est en général proportionnel à la fortune de la victime. Il n'est pas étonnant que ces avantages aient séduit les ministres des Finances.

Pendant un certain temps le produit de cette taxe rapporte un peu davantage au gouvernement que ne l'indique le calcul ci-dessus. En effet, les nouveaux billets peuvent au début être émis à la valeur ancienne comme si la circulation était toujours de 9.000.000 en tout. C'est seulement quand les nouveaux billets circulent et quand le public commence à en faire usage qu'il se rend compte que ses moyens de règlement ont perdu une partie de leur valeur.

Quel moyen y-a-t-il d'empêcher le gouvernement d'utiliser sans cesse ces procédés? Que le lecteur observe bien que la masse de billets en circulation vaut toujours \$ 36.000.000. Si, par conséquent, le gouvernement imprime encore 4.000.000 de billets, il y aura une circulation totale de 16.000.000. de billets en tout, qui par le même calcul que précédemment vaudront chacun \$ 2,25 au lieu de \$ 3. En émettant 4.000.000 de billets le gouvernement aura pris au public \$ 9.000.000 pour se les approprier. Les détenteurs de billets ont donc subi une taxation de 25 % en proportion des sommes qu'ils avaient entre les mains.

De même que les autres mesures de taxation, celle-ci, si elle est exagérée et hors de proportion avec la richesse de la communauté diminue sa richesse et son niveau d'existence, si bien qu'à la fin la valeur tombe. Mais ce résultat lui-même ne s'oppose guère à l'efficacité de la taxation réalisée par l'inflation. Si la valeur totale de la circulation n'a plus pour ces raisons que la moitié ou les deux tiers de sa valeur antérieure, ce qui représente un amoindrissement énorme des conditions d'existence, cela signifie seulement que le nombre des billets que le gouvernement a à émettre pour obtenir un résultat déterminé doit être augmenté en proportion. Il est toujours vrai que par ces procédés le gouvernement peut acquérir une part considérable des biens disponibles de la communauté.

Le public n'a-t-il en fin de compte aucun moyen

de réagir et de se protéger contre ces habiles déprédations ? Il ne possède qu'un remède : modifier la manière dont il fait usage de la monnaie. La supposition initiale sur laquelle reposait notre raisonnement était que le public ne changeait pas la manière dont il faisait usage de la monnaie.

L'expérience montre que le public est en général lent à comprendre la situation et à réaliser le remède. Tout d'abord, il peut réagir dans une mauvaise direction ce qui facilite les opérations du gouvernement. Le public est si accoutumé à considérer la monnaie comme l'étalon absolu que, quand les prix commencent à s'élever, il pense que la hausse ne sera que temporaire, thésaurise l'argent, remet à plus tard ses achats, pensant détenir ainsi sous des espèces monétaires une *plus grande* quantité de valeur réelle. De même, quand les changes reflètent une baisse réelle de la valeur de la monnaie, les étrangers, pensant que cette baisse est anormale et temporaire, achètent la devise en baisse pour la conserver.

Mais, tôt ou tard, la seconde phase se produit. Le public s'aperçoit que ce sont les détenteurs de billets qui supportent la taxation et financent les dépenses du gouvernement. Il commence à modifier ses habitudes et à réduire ses économies en billets. Il y peut parvenir par divers moyens : 1) Au lieu de conserver son épargne en monnaie, il peut la convertir en objets d'une valeur durable, bijoux ou mobiliers ; 2) Il peut diminuer la quantité d'argent qu'il a dans ses coffres ou dans sa poche ou diminuer le temps durant lequel

il conserve des espèces (1), même s'il lui en doit résulter quelque incommodité; 3) il peut employer des monnaies étrangères pour régler diverses transactions où l'usage de la monnaie nationale eut été plus naturel et plus commode.

Par ces moyens on peut poursuivre ses affaires avec une somme de billets qui ont une valeur totale considérablement moindre qu'auparavant. Par exemple, les billets en circulation valent en tout \$20.000.000 au lieu de \$36.000.000. Il en résulte que le nouvel emprunt inflationniste du gouvernement, portant sur une masse de billets réduite, devra être d'un taux plus élevé, pour produire une somme constante.

Lorsque le public s'inquiète plus rapidement qu'il ne peut changer ses habitudes, que, par ses efforts pour éviter des pertes, il réduit le montant des ressources réelles qu'il détient sous

(1) A Moscou, à un certain moment, le désir de ne conserver aucune monnaie pour si peu de temps que ce fut atteignit une acuité incroyable. Si un épicier vendait une livre de fromage, il emportait les roubles qu'il venait de recevoir et courait aussi vite que ses jambes pouvaient le porter au Marché Central pour reconstituer son stock, en changeant ses roubles en fromage, à moins qu'ils eussent perdu leur valeur avant qu'il eut le temps d'arriver. Il justifiait ainsi les prévisions des économistes qui avaient baptisé ce phénomène : « rapidité de circulation ». A Vienne, au moment de la débacle, d'infimes banques d'échange naissaient à tous les coins de rues. On y pouvait changer en francs suisses les couronnes que l'on venait de recevoir et éviter le risque de baisse que l'on aurait couru si on avait pris le temps d'aller à sa banque habituelle. On pouvait dire avec à-propos, que dans un café, un homme prudent qui commandait un bock devait commander le second en même temps, au risque de le boire chaud, de peur que le prix ne s'élevât entre temps.

forme de monnaie au dessous du minimum nécessaire, et qu'il cherche à subvenir à ses besoins de moyens de règlement quotidiens en empruntant, il a à supporter, comme en Allemagne en 1923, des taux d'intérêts prodigieux. Les taux s'élèvent, — nous l'avons vu au chapitre précédent, — jusqu'à ce qu'ils aient atteint ou dépassé le taux prévu de la dépréciation monétaire. Il est toujours probable en effet, lorsque la monnaie baisse rapidement qu'il se produira des périodes de pénurie monétaire, parce que le public, anxieux de ne pas conserver trop de monnaie, négligera de s'assurer même le minimum dont il a pratiquement besoin.

Les économistes ont parfois défini ces phénomènes sous les termes d'une accélération de la rapidité de la circulation, due au manque de confiance dans la monnaie. Il n'y a cependant pas à mon sens beaucoup d'ouvrages économiques où ils soient clairement analysés. L'article du Professeur Cannan sur « L'application de la loi de l'offre et de la demande aux unités monétaires » (*Economic Journal*, Décembre 1921) est un des plus remarquables. Le Professeur Cannan indique que l'hypothèse commune selon laquelle « la demande de monnaie est constante » équivaut à la supposition qu'une simple modification de la quantité de monnaie en circulation ne modifie ni les tendances ni les habitudes du public détenteur de moyens d'achat sous la forme monétaire. Mais dans les cas extrêmes cette affirmation est erronée, sans quoi il n'y aurait pas de limites aux sommes que le Gouvernement pourrait lever sur le public

par les seuls moyens inflationnistes. Par suite, il est donc dangereux de supposer que la demande de monnaie est constante. Le Professeur Lehfel'dt revint sur ce sujet dans un numéro suivant de l'*Economic Journal* (Décembre 1922.) Il calculait l'élasticité de la demande de monnaie dans quelques cas récents. Il trouva que de Juillet 1920 à Avril 1922, l'élasticité de la demande de monnaie tomba à une moyenne de 73 en Autriche, 67 en Pologne, et 5 en Allemagne. Ainsi au dernier stade de l'inflation, la prodigieuse accélération de la rapidité de la circulation peut avoir autant sinon plus d'effet sur la hausse des prix et la dépréciation du change que l'augmentation du volume de billets. Souvent les banques d'émission s'insurgent contre le fait qu'ils considèrent comme déloyal et irrégulier que les billets perdent leur valeur suivant une proportion plus forte que celle selon laquelle s'accroît leur nombre. Cependant, rien de tel ne se produit. Il y a seulement là une porte de sortie ouverte au public pour échapper à un fardeau écrasant. Le public découvre avant les financiers, qu'il peut éluder la loi de la constance de la demande de monnaie.

Cependant, il est évident qu'aussi longtemps que le public fait usage de la monnaie d'une façon ou d'une autre, le gouvernement peut trouver des ressources grâce à l'inflation. De plus, les commodités qu'apporte à la vie quotidienne l'usage de la monnaie sont telles que le public préfère, plutôt que de les perdre, payer la taxe de l'inflation, pourvu qu'elle n'atteigne pas un

niveau prohibitif. Comme toutes les autres commodités de l'existence, l'usage de la monnaie peut être soumis à l'impôt, et, bien que, pour diverses raisons, une telle méthode d'imposition soit peu expédiente, un gouvernement peut se procurer des ressources constantes en pratiquant l'inflation, même si le public en prévoit les conséquences, à condition toutefois que les sommes qu'il cherche à obtenir ainsi, ne soient pas abusives.

De même que l'on peut percevoir un péage sur l'usage des routes ou un impôt sur les transactions commerciales, de même sur l'usage de la monnaie. Plus le péage, plus l'impôt sont élevés, moindres sont les transports sur les routes, moindres les transactions commerciales, moindres aussi les usages de la monnaie. Mais certains transports sont si indispensables, certaines affaires si lucratives, certains usages de la monnaie si commodes que seule une imposition extrêmement élevée arrêterait le trafic, les affaires, les paiements en espèces. Toutefois, un gouvernement ne doit pas oublier que même si une taxe n'est pas prohibitive, elle peut être néfaste et que c'est une imposition moyenne, plutôt qu'une taxation extrême, qui produit les ressources les plus considérables.

Supposons que le taux de l'inflation soit tel que la valeur de la monnaie diminue de moitié chaque année, et que les espèces utilisées par le public pour ses achats au détail servent plus de cent fois dans une année, c'est à dire, ne restent dans une même poche que la moitié d'une semaine

en moyenne. Cela équivaut à une taxe de $1/2\%$ sur chaque transaction. Le public aimera mieux la supporter qu'avoir à souffrir des difficultés et des inconvénients du troc. Même si la valeur de la monnaie diminue de moitié chaque mois, le public en réduisant sa monnaie de poche au point de la convertir en marchandises en moyenne une fois par jour au lieu de deux fois par semaine, peut encore ramener la taxe à n'être l'équivalent que d'un impôt de moins de 2% sur chaque transaction, soit 4d. pour une livre sterling. Par conséquent, même un tel taux de dépréciation ne suffit pas à contrebalancer les avantages de la monnaie sur le troc dans les petites affaires quotidiennes. C'est pourquoi, même en Russie et en Allemagne les billets du gouvernement restèrent en usage pour beaucoup de transactions.

Toutefois, la taxe de l'inflation devient prohibitive pour beaucoup d'autres usages de la monnaie à un stade bien antérieur. Considérée comme représentation de la valeur, la monnaie est laissée de côté aussitôt que l'on prévoit une nouvelle dépréciation. Considérée comme unité de compte, pour les contrats ou les bilans, elle devient rapidement inutilisable, bien qu'à cet égard le privilège de la monnaie d'avoir le cours légal s'oppose à ce qu'elle soit laissée à l'écart aussitôt qu'elle devrait.

Dans la dernière phase, lorsque l'on a pris l'habitude de se passer de la monnaie dans tous les usages auxquels elle servait sauf en ce qui concerne les petites transactions journalières, la

taxation par l'inflation s'est vaincue elle-même. En effet, à ce point, la valeur totale de la circulation fiduciaire, qui suffit aux besoins minima du public, s'élève à un chiffre si insignifiant, que le montant des ressources que le gouvernement peut espérer obtenir par une inflation nouvelle, sans aller à un point où même pour les achats quotidiens, la monnaie ne serait plus utilisée, sont relativement très faibles. Ainsi, en fin de compte, à moins d'être employé avec mesure et modération, l'outil puissant d'imposition gouvernemental se brise dans les mains de ceux qui en font usage et les laisse au milieu des ruines accumulées de leur système financier, dont peut sortir, par le flux et le reflux de la vie économique des nations, un nouveau système nouveau et remarquable. Le *Tchervonetz* de Moscou et la couronne de Vienne, sont déjà des monnaies plus stables que le franc ou la lire.

Les expériences récentes de l'Allemagne, de l'Autriche et de la Russie peuvent servir à illustrer ces questions. Les tableaux suivants montrent la valeur or de la circulation dans ces pays à diverses époques :

LA RÉFORME MONÉTAIRE

Allemagne	Montant de billets en circulation en milliards de marks papier	Valeur du mark-or en mark-papier	Valeur de la circulation en M-O
Déc. 1920	81	17	4.8
Déc. 1921	122	46	2.7
Mars 1922	140	65	2.2
Juin 1922	180	90	2.0
Sept. 1922	331	349	0.9
Déc. 1922	1.293	1.778	0.7
Fév. 1923	2.226	11.200	0.2
Mars 1923	4.956	4.950	1.0
Juin 1923	17.000	45.000	0.4
Août 1923	116.000	1.000.000	0.116

Autriche	Montant de la circulation en milliards de couronnes-papier	Valeur de la couronne-or en cour.-papier	Valeur de la circulation en couronnes-or
Juin 1920	17	27	620
Déc. 1920	30	70	430
Déc. 1921	174	533	326
Mars 1922	304	1.528	229
Juin 1922	550	2.911	189
Sept. 1922	2.278	14.473	157
Déc. 1922	4.080	14.473	282
Mars 1923	4.238	14.363	295
Août 1923	5.557	14.369	387

LES FINANCES PUBLIQUES

Russie	Montant de la circulation en milliards de roubles-papier	Valeur du rouble-or en rouble-papier	Valeur de la circulation en roubles-or
Janv. 1919	61	103	592
Janv. 1920	225	1.670	134
Janv. 1921	1.169	26.000	45
Janv. 1922	17.539	172.000	102
Mars 1922	48.535	1.060.000	46
Mai 1922	145.635	3.800.000	38 (*)
Juil. 1922	320.497	4.102.000	78
Oct. 1922	815.486	6.964.000	117
Janv. 1923	2.138.711	15.790.000	135
Juin 1923	8.050.000	97.690.000	82 (**)

Les caractères spécifiques de chaque phase apparaissent clairement. Les tableaux montrent d'abord avec quelle rapidité, durant la période d'effondrement, le taux de la dépréciation de la valeur de la monnaie dépasse le taux de l'inflation de sa masse. Pendant la débâcle du mark, qui commença en Décembre 1920, la dépréciation alla parfois deux fois plus vite que l'inflation, et en Juin 1923, alors que la circulation était 200 fois plus grande que celle de Décembre 1920, le mark ne valait que la 2.500^{me} partie de sa valeur à cette dernière époque.

(*) Minimum atteint.

(**) La baisse peut être attribuée à l'introduction du Tchervonetz (voir plus bas, page 74).

Les chiffres concernant l'Autriche ne se rapportent qu'à une époque où la crise était bien plus avancée. Mais, si nous comparons l'Autriche de Juin 1920 et l'Allemagne de Décembre 1920, la marche des événements en Autriche, de cette date jusqu'en septembre 1922 est comparable et semblable à la marche des événements en Allemagne, de Décembre 1920 à Mai 1923. Les chiffres concernant la Russie, de Janvier 1919 au début de 1923 établissent l'existence des mêmes phénomènes.

Ces tableaux débutent tous à un moment où une dépréciation considérable s'est déjà produite et où la valeur-or de la monnaie est tombée au dessous de la normale (1). Néanmoins, leurs premiers chiffres appartiennent à la période où le public espère en général un relèvement et où il ne se rend pas bien compte encore de ce qui l'attend. Ils montrent qu'au fur et à mesure que la situation se développe par la suite et que l'usage de la monnaie disparaît de la plupart des cas, exception faite des dépenses de poche, la circulation perd environ les quatre cinquièmes de sa valeur. Une dépréciation ultérieure peut encore se produire, conséquence d'une violente panique ou de la démoralisation; mais, à moins que la monnaie soit complètement mise hors d'usage, à ce moment on a atteint un minimum, à partir duquel les moindres circonstances favorables seront causes d'un relèvement rapide.

(1) La circulation d'avant-guerre de l'Allemagne était estimée à environ 6 milliards de marks-or, soit 300.000.000; près de £5 par tête.

Le rétablissement temporaire de l'Allemagne, en Février 1923, montre qu'il existe un point tel que, si la monnaie continue à rester en usage si peu que ce soit, et si des conditions techniques se présentent, le relèvement est possible. Lorsque la valeur-or de la circulation est tombée à un chiffre très bas, il est facile pour le gouvernement, s'il dispose de quelques ressources extérieures, d'empêcher le change de tomber plus bas pendant quelque temps. A ce moment, le public aura consacré ses efforts à limiter les usages de la monnaie à un tel minimum que l'incommodité qui en résulte est insupportable et que la moindre reprise de confiance dans l'avenir de la monnaie en étendra à nouveau les utilisations. Il en résultera que la valeur totale de la circulation tendra à se relever. En Février 1923, ces conditions étaient réalisées en Allemagne à un très haut degré. Le gouvernement allemand était en état, malgré les difficultés de la situation politique de doubler en deux mois la valeur du mark sur les places étrangères, et en même temps de faire plus que doubler la circulation fiduciaire. Même dans ces conditions, on ne faisait que ramener la valeur-or de la circulation au point où elle se trouvait six mois plus tôt. Si la confiance était quelque peu revenue, il aurait été possible de porter la valeur de la circulation fiduciaire de l'Allemagne à 2 milliards de marks or, au moins, ce qui est sans doute le minimum auquel elle pourrait posséder quelque stabilité, à moins que chacun consente à s'imposer les inconvénients intolérables qui se produisent

lorsqu'on conserve aussi peu d'argent liquide que possible. Disons en passant, que le gouvernement peut, pendant la période de relèvement, en émettant des billets nouveaux s'assurer une fois de plus des ressources substantielles.

En Autriche, où, au moment où nous écrivons, le change est stabilisé depuis un an, le même phénomène s'est produit avec le retour de la confiance. La valeur de la circulation est deux fois et demie supérieure au minimum atteint en Septembre 1922. Le fait de la stabilisation, aidée par le concours de l'étranger a, la confiance renaissant, permis l'accroissement du nombre des billets en circulation, sans mettre en danger la sûreté de la couronne. Il permettra sans doute à l'avenir une nouvelle augmentation considérable.

En Russie même il semble qu'une sorte d'équilibre soit atteint. Là, la dernière phase est apparue au milieu de 1922, lorsque une inflation de 10.000 % avait porté la valeur totale de la circulation au dessous de £4.000.000, ce qui évidemment ne pouvait suffire aux nécessités des transactions commerciales de la Russie, même dans les conditions où se trouvait ce pays (1). Un point avait été atteint où l'on se passait complètement du papier. A cette époque j'eus l'occasion d'avoir des conversations à Gênes, avec des financiers des Soviets. Ils ont toujours été plus conscients

(1) L'expérience récente prouve la possibilité de pratiquer une inflation de 100 0/0 en trois mois, sans supprimer l'usage de la monnaie dans les transactions journalières, mais qu'un taux supérieur ne peut être atteint qu'au risque d'un effondrement total.

et plus avisés que les financiers des autres pays. Ils soutenaient à ce moment qu'en imposant par la force de la loi l'usage du rouble-papier dans certaines transactions, le rouble pourrait être maintenu en circulation et conserver une valeur minima, si certain que pût être le public de la nullité éventuelle de sa valeur. Suivant de tels raisonnements, il serait toujours possible pour le gouvernement de lever £3.000.000 ou 4.000.000 par an, même si le rouble tombait régulièrement chaque année au dixième ou même au centième de sa valeur. (un ou plusieurs zéros étant effacés chaque année de l'unité monétaire, pour faciliter les calculs). L'année suivante ils agirent en fait mieux qu'ils n'avaient parlé. Ils amenèrent l'inflation à n'être que de 100 % par période de trois mois. Ils parvinrent ainsi à ramener la valeur-or totale de la circulation à un chiffre supérieur de plus du double au niveau minimum atteint. Il semble que le gouvernement ait obtenu par cette méthode d'Avril 1922 à Avril 1923 quelque chose comme £15.000.000 pour faire face à ses dépenses, en ayant seulement la peine de rayer en une année un seul zéro de l'unité monétaire (1). En même

(1) Le gouvernement des Soviets a toujours regardé l'inflation comme un moyen de taxation avec une complète franchise. Il a calculé que le pouvoir d'achat acquis par le gouvernement grâce à cette méthode s'est élevé aux chiffres suivants :

1918	525	millions de roubles-or ;
1919	380	»
1920	186	»
1921	143	»
1922 Janvier-Mars	58	»

Soit en tout : £130.000.000.

temps, pour créer une réserve de valeur et une base de commerce extérieur, le Gouvernement des Soviets mettait en circulation, en Décembre 1922, une nouvelle unité monétaire (le Tchernovetz, ou ducat-or) convertible librement suivant les principes de l'étalon d'échange-or. Le Tchernovetz coexistait à côté du rouble papier indispensable comme instrument de taxation. Jusqu'ici ce nouveau billet a eu une tenue convenable. En Août 1923, sa circulation se chiffrait par près de 16.000.000 valant environ £16.000.000. Son change était resté stable, la Banque d'État ayant entrepris de le convertir en Livres sterling sur la base d'une livre pour un Tchernovetz. (1) Ainsi, au milieu de 1923, la valeur totale de la circulation de la Russie, mauvaise et bonne monnaie comprises, s'élevait à £25.000.000 au lieu de £4.000.000 en Mai 1921, à l'époque de la Conférence de Gênes. Cela indiquait le retour de la confiance et l'instauration d'un nouveau régime monétaire. La Russie fournit un exemple instructif, pour l'instant du moins, d'une monnaie saine servant pour les transactions importantes en marge d'une petite monnaie servant à la vie courante et subissant une dépréciation progressive qui représente le taux très parfaitement supportable d'un impôt. L'effondrement de la circulation en Allemagne, qui fut la cause essentielle de la chute du Gouvernement du Dr Cuno, en Août 1923, ne résulta pas

(1) Jusqu'ici le Tchernovetz a légèrement fait prime, les cours étant : 15 mars 23 : Ch I = £1,07; 17 Avril 23 = £1,05, 15 juin 23 : Ch = £0,94; 23 juil. 23 = £1,05.

tant de la taxation par l'inflation, — qui s'était poursuivie pendant plusieurs années, — que de l'élévation du taux de l'inflation jusqu'à un niveau prohibitif pour les transactions journalières, qui rendait la monnaie légale inutilisable en tant que monnaie de compte. Nous avons déjà vu que l'usage de la monnaie dans les transactions journalières est davantage sous la dépendance du taux de la dépréciation que de son niveau absolu comparé à des chiffres antérieurs.

Au milieu de l'année 1922, j'estimais, en bloc, que l'impression du papier monnaie avait procuré au gouvernement allemand l'équivalent de £75.000.000 ou £100.000.000 par an depuis quelque temps. Jusqu'à ce moment, cependant, une part considérable de ces recettes avait été fournie grâce à l'achat de marks-papier par des spéculateurs étrangers. Néanmoins, le public allemand lui-même avait probablement payé environ £50.000.000 sous la forme de cette taxation. La valeur de la circulation allemande qui était de £240.000.000 en décembre 1920 (voir tableau, page 70) n'était pas tombé au dessous de £100.000.000 au milieu de 1922. Ce taux de dépréciation, bien qu'il fut suffisamment désastreux pour le mark, considéré comme réserve de valeur ou comme monnaie de compte, n'empêchait point qu'on continuât à en faire usage dans les transactions journalières. Mais dans la seconde moitié de 1922, le public apprit à limiter les usages du mark en tant que monnaie au point de réduire la valeur de la circulation totale à £60.000.000.

Le premier résultat de l'occupation de la Ruhr fut, ainsi que nous l'avons vu plus haut (Page 73) d'amener la valeur de la circulation au dessous du minimum auquel le public pouvait adapter les habitudes qu'il avait contractées lors du relèvement temporaire de Mars 1923. Néanmoins, au milieu de 1923, le public était capable de s'arranger d'une circulation qui valait environ £20.000.000. Pendant tout ce temps, le gouvernement s'était procuré des ressources s'élevant aux environs de £1.000.000 par semaine, en imprimant des billets. Cela représentait une dépréciation hebdomadaire de 5 %, même si le public avait été incapable de réduire la valeur de circulation totale. La dépréciation était en fait de 10 %, compte tenu des nouvelles diminutions de l'usage du mark, en tant que monnaie.

Mais les dépenses occasionnées par la résistance dans la Ruhr, ajoutées à la suppression totale des autres sources de recettes, avaient amené en Mai et Juin 1923 le Gouvernement à lever d'abord £2.000.000 puis £3.000.000 par semaine par l'émission de marks-papier. Ce fait, appliqué une circulation dont la valeur totale avait sombré au dessous de £20.000.000 amenait l'inflation à un point insensé et mortel. La désorganisation sociale, résultant de la suppression complète de l'utilisation du mark, eut pour conséquence la chute du Dr Cuno (1). Le comble fut atteint,

(1) Il faut admettre que l'impuissance du Dr Cuno à contrôler les errements du Trésor et de la Reichsbank fut la cause de sa chute. Pendant cette période catastrophique, ceux qui

lorsque, dans les derniers jours du cabinet Cuno, le gouvernement doubla le chiffre de la circulation en une semaine et tira £3.000.000 d'une circulation qui valait en tout £4.000.000, record qui dépassait les pires extravagances des Soviets.

Au moment où paraîtra ce livre, les successeurs du Dr Cuno auront peut-être résolu le problème. Peut-être auront-ils échoué. Quoi qu'il en soit il semble que la première étape à accomplir consiste dans le rétablissement d'une unité de compte utilisable. C'est là le préliminaire nécessaire qui permettra à l'Allemagne de sortir du cercle vicieux dans lequel elle tourne actuellement. Le gouvernement ne peut pas rétablir une monnaie saine parce qu'en l'absence de toute autre source de revenu, l'impression de monnaie sans valeur est le seul moyen qui lui permette de vivre. Cependant, une unité de compte utilisable est nécessaire à la perception de recettes normales. Par conséquent, le mieux est de se contenter pour quelque temps encore des ressources que procure la monnaie avariée, mais d'introduire dans la circulation sans délai une unité de compte stable, dont le rapport avec la monnaie avariée pourrait être fixé officielle-

étaient responsables de la politique financière de l'Allemagne, ne firent preuve d'aucune sagesse et ne montrèrent pas la moindre compréhension des événements. Les bénéficiaires de l'inflation n'étaient même pas le monopole de l'Etat, et M. Havenstein permettait aux banques d'en toucher une part, en comptant leurs balances à la Reichsbank à un taux bien inférieur au taux de la dépréciation. Ce n'est qu'à la fin d'août 1923 que la Reichsbank commença à demander que les emprunteurs compensassent la perte qu'elle subissait du fait de la baisse du mark, pendant la durée de l'emprunt.

ment, quotidiennement ou hebdomadairement. Ce serait là le préliminaire de la restauration des recettes normales.

L'histoire des finances allemandes pendant ces derniers temps peut ainsi être résumée. La confiance dans la taxation par l'inflation, — lucrative pour le trésor, au début, alors surtout que le spéculateur étranger achetait encore du mark-papier, — détruisit peu à peu la valeur du mark en tant que monnaie de compte. Une des conséquences en fut de rendre improductive la plus grande partie de l'organisation fiscale, la plupart des impôts étant nécessairement établis quelque temps avant d'être perçus. L'effondrement de l'organisation fiscale plaça le Trésor sous la dépendance de plus en plus étroite de l'inflation, jusqu'à ce que l'usage de la monnaie légale fut à ce point abandonné que l'inflation cessât d'être une taxation productive et que le gouvernement fut effectivement menacé de banqueroute. A ce moment, l'organisation fiscale du pays était si complètement désorganisée, ses organismes sociaux et économiques étaient si totalement bouleversés, — comme en Russie, dix-huit mois auparavant, — qu'il était difficile de trouver les moyens et les méthodes selon lesquels, pendant la période transitoire au cours de laquelle la machine fiscale serait normalement réorganisée, le Gouvernement, alors en lutte contre la France, pourrait vivre. Cependant, le problème n'est pas insoluble. On émet beaucoup de suggestions. On finira bien par trouver une solution.

On a l'habitude de dire que lorsqu'un gouvernement vit de l'inflation, le public peut éviter ainsi d'être taxé. Nous avons vu qu'il n'en est rien. Ce que le gouvernement acquiert par l'inflation est aussi exactement pris au public que ce qu'il se procure par un impôt sur la bière ou par l'impôt sur le revenu. C'est toujours le public qui fait les frais des dépenses du gouvernement. Il n'y a rien qui ressemble à un déficit sans couverture. Mais dans certains pays, il semble possible de satisfaire le public, pendant quelque temps du moins, en lui donnant en retour des impôts qu'il paie, des reconnaissances finement gravées, ou des billets à filigrane. En Angleterre, nous jetons au panier les reçus de l'impôt sur le revenu. En Allemagne, on appelle ces mêmes reçus des billets de banque et on les met dans son portefeuille. En France on les appelle des titres de rente, et on les place dans le coffre-fort familial.

2. La Dépréciation de la monnaie, contre l'impôt sur le Capital.

Nous avons vu dans la section précédente à quel point le Gouvernement Allemand avait pu faire usage de l'inflation pour payer ses dépenses. Mais l'inflation vient encore en aide au Gouvernement par un second moyen : elle réduit la charge des dettes de l'État dans la proportion où elles ont été fixées en monnaie. Ces dettes consistent principalement en dettes intérieures. Chaque progrès de l'inflation représente évidemment une

réduction de la créance des rentiers sur le gouvernement.

Il serait cynique de supposer qu'un gouvernement, sauf-peut-être le Gouvernement des Soviets, déprécie *volontairement* sa monnaie, pour bénéficier de ces divers avantages. En règle générale, les Gouvernements sont, ou considèrent qu'ils sont, amenés à la dépréciation par la force des choses. Les besoins d'un Trésor qui a à faire face à des dépenses exceptionnelles, — une guerre, ou les conséquences de la défaite, — sont probablement la cause originelle d'une inflation *temporaire*. Mais c'est dans le fait que le rétablissement d'une monnaie saine amènerait la charge de la dette nationale à un niveau insupportable, que l'on trouve les raisons les plus pressantes de la dépréciation *permanente* c'est à dire de la *Dévaluation* qui fixe d'une manière constante la monnaie au niveau très bas auquel les nécessités l'ont momentanément amenée.

Il existe cependant dans de pareils cas une autre hypothèse que la Déflation, à condition, ce qui est rare, que les adversaires de la déflation, soient prêts à lui faire obstacle en temps utile. C'est l'Impôt sur le Capital. Le but de cette section est de montrer le caractère *opposé* de ces deux moyens de réduire les réclamations des rentiers, lorsque les obligations contractuelles de l'État, fixées en monnaie, représentent une part considérable du revenu national.

Dans aucune collectivité, ancienne ou moderne, les éléments actifs et travailleurs ne consentent

jamais à remettre au rentier, ou au capitaliste, plus d'une certaine fraction des produits de leur travail. Lorsque la dette accumulée exige des sommes qui dépassent la proportion supportable, on a cherché des remèdes dans l'une des trois méthodes possibles qui suivent. La première méthode est la répudiation de la dette. Mais, hors le cas de révolution, elle est trop violente, trop évidente dans ses fins, et trop brutale dans son incidence. Les victimes sont immédiatement prévenues de ce qui arrive. Elles protestent trop haut. En période calme on peut considérer cette méthode comme hors d'usage, en ce qui concerne la dette *intérieure* dans l'Europe Occidentale.

La seconde méthode est la dépréciation de la monnaie, qui devient la Dévaluation lorsqu'elle est fixée et confirmée par la loi. Dans les pays d'Europe qui ont pris part à la dernière guerre, cette méthode a été utilisée sur une échelle qui réduit déjà le fardeau réel de la dette de 50 à 100 %. En Allemagne, par ce moyen, la dette nationale a été pratiquement annulée, et les rentiers ont tout perdu. En France, la charge réelle de la dette représente un tiers de ce qu'elle serait, si le franc était au pair, et en Italie, un quart. Les petits épargnants supportent patiemment, — l'expérience le montre, — ces énormes déprédations, alors qu'ils auraient renversé un gouvernement qui leur aurait pris une part de leur fortune par des procédés plus apparents, mais plus équitables.

Cependant, ce n'est pas là un fait qui suffit à

justifier un expédient, dont les conséquences fâcheuses sont nombreuses. Au lieu de diviser le fardeau entre toutes les classes de riches, suivant une juste proportion il en fait reposer toute la charge sur les seuls possesseurs de titres de rente, laisse tranquille les entrepreneurs capitalistes, s'il ne les enrichit pas, et frappe également les petites économies et les grosses fortunes. Il suit la ligne de moindre résistance et la responsabilité ne peut être imputée aux particuliers. Il est, si on peut dire, le remède de la nature, qui commence à opérer silencieusement, lorsque le corps politique a renoncé à se soigner.

La dernière méthode, la méthode scientifique, l'Impôt sur le Capital, n'a jamais été expérimentée sur une grande échelle. Il ne le sera sans doute jamais. Il constitue le remède rationnel, volontaire. Mais il est difficile à expliquer. Il se heurte à de violents préjugés en entrant en conflit avec les instincts profonds grâce auxquels l'amour de l'argent se protège. Le patient ne se soumettra à une grave opération chirurgicale que s'il en comprend et approuve le but.

Je ne préconiserai pas l'emploi imprudent et sans doute impossible de l'impôt sur le Capital, lorsque la dépréciation monétaire a déjà fait son œuvre, pour remonter le courant. Mais s'il est clair que les réclamations des rentiers dépassent les capacités des contribuables, s'il est temps encore de se prononcer entre un impôt sur le capital et une nouvelle dépréciation, il est certain que les arguments de commodité et de justice

seront en faveur de l'impôt sur le capital. Il existe une objection fondamentale contre la dépréciation, comparée à l'impôt sur le capital : la dépréciation pèse uniquement sur les personnes qui ont à faire valoir des créances en monnaie légale. Parmi les capitalistes, ce sont en général les plus pauvres. Cette injustice n'est atténuée par aucune progressivité. La dépréciation frappe les petites économies aussi sévèrement que les grandes fortunes. Elle profite incidemment au capitaliste entrepreneur pour les raisons exposées au chapitre I. Par malheur, ce sont les petits épargnants les plus menacés par la dépréciation qui constituent la classe conservatrice la plus hostile à l'impôt sur le capital ; tandis que de l'autre côté, la classe des entrepreneurs, ne cache pas ses préférences pour la dépréciation qui ne la menace pas sensiblement et peut effectivement l'enrichir. C'est à cause de cette combinaison des deux forces que les nations préfèrent en général les conséquences désastreuses de la dépréciation aux méthodes scientifiques de l'impôt sur le capital.

Il y a une fraction importante de l'opinion, qui, repoussant avec véhémence l'un et l'autre de ces procédés s'élève également contre la dépréciation et l'impôt sur le capital, en prétendant qu'ils portent atteinte au caractère sacro-saint des contrats, ou plutôt des droits acquis, car l'altération de la monnaie et l'imposition de la propriété ne leur paraissent pas le moins du monde illégales ou contraires aux précédents. Cependant, ces personnes négligent un des principes les plus essentiels

du droit public, celui qui distingue le droit de l'individu de répudier un contrat et la faculté pour l'état de contrôler les droits acquis. Ils sont ainsi les plus dangereux adversaires des thèses mêmes qu'ils prétendent défendre. En effet, rien ne peut faire respecter les contrats entre particuliers, sinon le pouvoir discrétionnaire pour l'État de réviser les clauses qui deviennent insupportables. L'action de l'usure est trop considérable. L'accumulation des intérêts, si elle se produisait sans réduction au cours des siècles, rendrait la moitié des hommes esclave de l'autre moitié. Et le fait qu'en temps de guerre l'État emprunte plus facilement qu'il n'impose ne permet pas d'asservir d'une manière permanente le contribuable au rentier.

Ceux qui soutiennent avec insistance que sur ces sujets, l'État occupe la même situation que l'individu rendraient impossible, si leur thèse triomphait, la survivance de la société individualiste, dont l'existence repose sur la modération.

Ces conclusions paraîtraient évidentes, si l'expérience ne montrait pas que beaucoup de banquiers conservateurs considèrent qu'il est convenable pour des hommes dans leur position et reposant pour l'esprit de transporter la discussion publique des questions financières du domaine de la logique sur je ne sais quel prétendu plan « moral », c'est à dire dans une région intellectuelle où le droit acquis peut triompher du bien commun sans autre discussion. Ils sont des guides en qui on ne peut avoir confiance dans le chemin difficile

d'une période de transition. L'État ne doit jamais agir en négligeant de faire naître la confiance et la tranquillité dans les affaires. Mais, lorsqu'il s'agit de grandes décisions, l'État est un corps souverain dont le dessein doit être d'entretenir le bien général. Quand, par conséquent, nous envisageons l'action de l'État, tout doit être considéré et pesé selon ses avantages. Les modifications des lois successorales, l'impôt sur le revenu, la propriété de la terre, la liberté, les lois sur la chasse, l'établissement de l'église anglicane, les droits féodaux, l'esclavage, etc... ont subi les mêmes attaques des partisans de l'immutabilité des contrats, — qui sont les fauteurs de Révolutions.

En Angleterre, l'impôt sur le capital dépend de la question de savoir si l'accroissement de la créance des rentiers, résultant de ce qu'il était plus facile et peut-être plus avantageux de faire les frais d'une grande guerre par l'emprunt plutôt que par l'impôt, dépasse ce que le contribuable est capable de payer. Le niveau des droits successoraux, de l'impôt sur le revenu et des supertaxes sur le revenu non-gagné, qui réduisent le revenu net du rentier (1) modifie la situation. Néanmoins, aussitôt après la guerre, alors qu'il semblait que le budget normal pourrait difficilement être équilibré sans l'établissement d'une taxe sur le revenu gagné variant de 6 à 10 s à la livre, un emprunt sur le capital paraissait nécessaire. Actuellement, la situation est moins claire. Il n'est

(1) Le revenu net du rentier français est de 6 %; celui du rentier anglais n'est guère que de 3 %.

pas possible encore de prévoir comment fonctionnera le budget normal. Cela dépend en grande partie du niveau auquel se stabiliseront les prix. Si les prix en or baissent, soit à la suite d'une politique de rétablissement de la parité de l'or, soit pour toute autre raison, un impôt sur le capital peut être nécessaire. Si toutefois les prix se stabilisent aux environs d'un cours supérieur de 80 à 100 o/o au niveau d'avant-guerre, — ce qui pour d'autres motifs pourrait être désirable, — si ce pays retrouve progressivement son ancienne prospérité, alors, peut-être pourrions-nous équilibrer nos budgets futurs sans taxation oppressive du revenu du travail ni impôt sur le capital.

Au point de vue pratique, l'impôt sur le capital est parfaitement réalisable. Il ne justifie pas d'autres objections que n'importe quel impôt *nouveau* de la même importance. Néanmoins, comme tous les impôts nouveaux, il ne peut pas être appliqué sans quelques frictions. On ne peut donc guère le recommander pour lui-même en remplacement d'une autre taxe de même incidence. On doit le tenir pour la méthode la plus équitable et la plus pratique de répartir le fardeau de l'impôt entre les économies du passé et les produits des efforts du présent, toutes les fois que, au jugement du pays, on a par trop découragé ces derniers. L'expérience montre avec une grande évidence qu'à la longue, la fraction active de la communauté ne se résoud point à trop payer aux rentiers. Si l'ajustement ne se fait pas d'une manière, elle se

fera d'une autre, c'est à dire probablement par la dépréciation de la monnaie.

Dans de nombreux pays, la charge de la dette intérieure rend la dévaluation inévitable et certaine tôt ou tard. Il suffira pour illustrer cette vérité de rappeler la situation de la France,— pays de tous les absolutismes, et par suite, tôt ou tard du bouleversement. Ses finances se présentent de la manière suivante :

A la fin de 1922 la dette intérieure de la France, non compris la dette extérieure, s'élevait au dessus de 250 milliards de francs. De nouveaux emprunts, des crédits de reconstruction garantis par le Gouvernement ont pu porter ce total aux environs de 300 milliards en 1923-24. Le service de cette dette absorbera près de 18 milliards par an. Les recettes normales totales prévues pour 1923 (1) s'élèvent environ à 23 milliards. Cela revient à dire que le service de la dette, au cours du franc au début de 1923, absorbera presque la totalité des recettes d'impôts. Les autres dépenses du Gouvernement au budget ordinaire (non compris les pensions de guerre et les dépenses de reconstruction) ne peuvent pas être ramenées au dessous de 12 milliards par an. Il s'ensuit que même dans l'hypothèse improbable où les dépenses extraordinaires seraient à l'avenir payées par l'Alle-

(1) Les prévisions de recettes de l'année sont souvent modifiées et peuvent différer des chiffres ci-dessus, mais pas suffisamment pour affecter notre argumentation. M. de Lasteyrie a indiqué avec fierté comment, depuis qu'il avait présenté son budget, la dépréciation nouvelle du franc avait amélioré les recettes évaluées en francs.

magne, le produit des impôts devrait être relevé de 30 % pour que le gouvernement puisse faire face à ses obligations. Si toutefois le franc se dépréciait au point que la livre vaille 100 frs, le budget ordinaire serait équilibré si l'on demandait au pays une fraction de son revenu réel légèrement supérieure à ce que on lui prenait en 1922.

Dans ces conditions, il sera difficile, sinon impossible, d'éviter qu'on ait recours au procédé de la dépréciation. Que dire donc de ceux qui parlent sérieusement de ramener le franc à son ancienne parité? Si leur thèse triomphait, les créances des rentiers, déjà insupportables seraient triplées. On ne peut pas supposer que le contribuable français se soumettrait à une telle charge. Même si le franc pouvait par miracle atteindre ses anciens cours, il n'y pourrait pas rester. Une nouvelle inflation, résultant de l'insuffisance des recettes fiscales le ferait à nouveau baisser. Et cependant j'ai supposé l'annulation de toute la dette extérieure de la France, et la prise en charge par l'Allemagne à partir de 1923 du budget extraordinaire, suppositions que rien à l'heure actuelle ne justifie. Ces faits seuls rendent certain l'affirmation que le franc ne peut pas remonter à son ancienne valeur.

La France devra en venir un jour à quelque compromis entre l'augmentation des impôts, la diminution des dépenses et la réduction de la rente. Je ne doute point que le public français ne considère, comme il l'a fait jusqu'à présent, une nouvelle dépréciation, — qu'il attribuera à

la « mauvaise volonté de l'Allemagne », ou au Machiavelisme de Londres et de New-York, — comme plus orthodoxe, et profitable aux intérêts des petits épargnants, que l'impôt sur le capital, strictement établi, et dont le ministre des Finances éviterait plus difficilement de supporter la réprobation.

Si, détournant nos yeux des hauts et des bas qui peuvent faire et défaire les fortunes, nous regardons vers l'avenir, le franc se stabilisera à la longue, non pas d'après la spéculation, la balance du commerce ou même les résultats de l'aventure de la Ruhr, mais d'après la proportion du revenu de son travail que le contribuable français consentira à abandonner pour satisfaire les réclamations des rentiers. Le niveau du change du franc continuera à s'abaisser jusqu'à ce que la valeur or des francs dûs aux rentiers constitue une fraction du revenu national qui soit conforme aux usages et à la mentalité de la nation.

CHAPITRE III

LA THÉORIE DE LA MONNAIE ET LES CHANGES ÉTRANGERS

Nous avons suffisamment indiqué les conséquences fâcheuses de l'instabilité de l'étalon des valeurs. Dans ce chapitre (1) nous poserons les fondements théoriques des suggestions pratiques des chapitres de conclusion. Tant de traités académiques sur la théorie de la monnaie ont été jusqu'à ces derniers temps fondés sur la présomption d'un étalon d'or qu'ils ont besoin d'être adaptés au régime actuel de l'étalon de papier inconvertible.

1. *La Théorie Quantitative de la monnaie.*

Cette théorie est fondamentale. Elle correspond aux faits, cela est hors de doute (2). Néanmoins, elle est souvent mal présentée, mal interprétée.

(1) Certaines parties de ce chapitre soulèvent inévitablement des questions plus compliquées pour le lecteur que le reste de l'ouvrage. Celui pour qui le fondement théorique des conclusions est secondaire peut passer ce chapitre.

(2) La Théorie quantitative est souvent défendue et attaquée comme si elle constituait un ensemble défini de propositions qui doit être vrai ou faux. En fait, les formules employées dans l'exposition de cette théorie ne sont que des expédients, pour nous mettre en état de classer en ordre les causes déterminantes principales de la valeur de la monnaie.

L'affirmation de Goschen, il y a soixante ans est toujours exacte : « Il y a beaucoup de gens qui ne peuvent entendre parler des rapports du niveau des prix avec le volume de la circulation, sans éprouver un sentiment voisin de la colère. »

La théorie part de ce fait que la monnaie, considérée en tant que monnaie n'a point d'autre utilité que celle qui dérive de sa valeur d'échange, c'est à dire de l'utilité des marchandises qu'elle peut acheter. Les objets autres que la monnaie ont leur utilité en eux-mêmes. Pourvu que ces objets puissent être partagés et transportés, le montant total de leur utilité croît avec leur nombre. Il ne croît point toujours en proportion de leur quantité, mais néanmoins il croit jusqu'au point de satiété.

Si une marchandise utilisée comme monnaie a comme l'or par exemple une utilité propre pour d'autres usages, le fondement strict de la théorie, bien qu'inchangé, est légèrement compliqué. Dans les circonstances présentes, nous pouvons nous dispenser de cette complication. Un billet de banque n'a aucune utilité en lui-même, et est dépourvu de toute valeur, sauf en ce qui concerne son pouvoir d'achat en tant que monnaie.

Par conséquent, ce que désire le public ce n'est pas tant de kilos, de mètres carrés, ou même de livres sterling de billets de banque qu'une quantité suffisante pour représenter ses salaires d'une semaine, pour régler ses factures, pour faire face aux dépenses d'un voyage ou aux frais des emplettes. Quand les gens ont plus d'argent liquide

que n'en réclament ces divers besoins, ils se débarrassent de l'excédent en achetant des marchandises ou des valeurs, ou en le déposant dans une banque, ou en augmentant leurs trésors. Ainsi le *nombre* des billets que le public a ordinairement en mains est déterminé par la quantité de *pouvoir d'achat* qu'il lui convient de conserver et de transporter avec soi, et par rien d'autre. Le montant de ce pouvoir d'achat dépend en partie de ses richesses, en partie de ses habitudes. La richesse du public dans son ensemble ne se modifie que progressivement. Ses habitudes, en ce qui concerne l'usage de la monnaie, — qu'il touche un revenu hebdomadaire, mensuel ou trimestriel, qu'il paye comptant dans les boutiques ou qu'il ait des comptes courants, qu'il ait des dépôts dans les banques, qu'il encaisse de petits chèques fréquemment, ou de gros chèques de temps en temps, qu'il conserve ou non de l'argent thésaurisé à domicile, — se transforment plus aisément. Mais, si la richesse et les habitudes du public ne changent pas, alors, le pouvoir d'achat qu'il détient sous forme de monnaie reste fixe, définitivement. Nous pouvons mesurer cette quantité définie de pouvoir d'achat dans une unité faite de l'addition de quantités déterminées d'articles de consommation courante ou d'autres objets d'achat, par exemple, les articles (sorte et quantités) qui servent à établir les nombres indicateurs du prix de la vie. Appelons cette unité « Unité de Consommation ». Supposons que le public veuille posséder une quantité de monnaie ayant un pouvoir d'achat sur K unités

de consommation. Appelons N les billets de banque ou les autres espèces en circulation dans le public, et P le prix de chaque unité de consommation (autrement dit, P est le nombre indicateur du prix de la vie.) Il s'ensuit que $N = PK$. Telle est la fameuse théorie quantitative de la monnaie. Aussi longtemps que K reste invariable, N et P s'élèvent ou s'abaissent ensemble; cela revient à dire que plus grand est le nombre des billets en circulation, plus élevé le niveau des prix.

Jusqu'ici, nous avons supposé que la totalité des besoins du public est satisfaite à l'aide d'argent comptant, et en second lieu que ces besoins sont la seule cause de demande d'argent comptant. Nous avons ainsi négligé ce fait que le public, qui comprend le monde des affaires, emploie aux mêmes destinations les dépôts en banques et les traites, tandis que les banques, pour la même raison doivent conserver une réserve d'argent liquide. La théorie peut aisément être étendue à ces cas. Supposons que le public, y compris le monde des affaires, trouve commode de prendre l'équivalent de K unités de consommation en argent liquide et en plus K' en dépôts en banques, libérables par chèques. Supposons également que les banques conservent liquide une proportion R de leur dette vis-à-vis du public. Notre équation devient alors :

$$N = P (K + RK')$$

Aussi longtemps que K , K' et R demeurent inchangés, nous avons le même résultat que plus haut. N et P s'élèvent et s'abaissent ensemble. La proportion entre K et K' dépend des arrange-

ments bancaires du public; la valeur absolue de ces termes dépend des habitudes générales; et la valeur de R des réserves pratiquées par les banques. Ainsi, tant que ces facteurs sont invariables, nous avons une relation directe entre la *quantité* d'argent liquide (N) et le niveau des prix (P). (1).

Nous avons vu que la quantité de K et de K' dépendait en partie de la richesse de la communauté et en partie de ses habitudes. Ses habitudes sont déterminées par la comparaison entre les avantages supplémentaires procurés par le fait de conserver plus d'argent liquide entre les mains et ceux qui résultent du fait de dépenser ou de placer cet argent. Le point d'équilibre se trouve atteint lorsque ces deux sortes d'avantages se contrebalancent. La question ne peut pas être mieux résumée que ne l'a fait le D^r Marshall :

« Dans toute société, il y a une fraction du revenu général que le public aime conserver sous la forme de monnaie circulante. Elle peut être le cinquième, le dixième, le douzième. Un large contrôle de

(1) Mon raisonnement suit dans ses grandes lignes celui du Prof. Pigou, (*Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1917) et celui du D^r Marshall (*Money, Credit and Commerce I.iv*), plutôt que l'analyse mieux connue du Prof. Irving Fisher. Au lieu de partir de la quantité d'argent liquide détenue par le public, le Prof. Fisher commence par le volume des affaires faites en monnaie et par la rapidité avec laquelle chaque unité monétaire change de mains. Le résultat est le même, et il est facile de passer des formules ci-dessus à celles du Prof. Fisher. Mais la méthode que nous avons adoptée semble moins artificielle que celle du Prof. Fisher et plus voisine des faits observés.

la fortune sous la forme de monnaie rend les affaires faciles et les transactions profitables. Mais d'un autre côté, il laisse stériles des ressources qui pourraient donner des fruits, si elles étaient placées. Un homme fixe la fraction déterminée de ce qu'il conservera liquide, « après avoir pesé l'un après l'autre les avantages de posséder des disponibilités, et les inconvénients de conserver ses ressources sous une forme qui ne lui procure aucun revenu direct, aucun bénéfice ». Supposons que la moyenne des habitants d'un pays (ce qui comprend toutes les sortes de caractères et de métiers), ait décidé de conserver par devers elle des disponibilités atteignant le dixième de son revenu annuel, et un cinquantième de sa fortune. La valeur globale de la circulation du pays tendra à être égale au total de ces sommes ». (1)

(1) Money, Credit, Commerce I.iv.3. Le Dr. Marshall montre dans une note que le raisonnement ci-dessus n'est que le développement des conclusions traditionnelles sur la matière : « Petty, déclare-t-il, pensait que la monnaie suffisante pour une nation s'élevait à la somme qui payait la moitié de la ferme de toutes les terres d'Angleterre et un quart du loyer des immeubles, pour la dépense hebdomadaire de peuple, et environ un quart de la valeur de toutes les marchandises exportées. Locke estimait qu'un cinquième des salaires, un quart des revenus des propriétaires fonciers, un vingtième des recettes des courtiers suffisait à faire marcher le commerce de n'importe quel pays. Cantillon (1755) après une longue et complète étude décide que la somme nécessaire est égale au neuvième du produit total du pays, ou, ce qui revient au même, dit-il, au tiers de la rente foncière. Adam Smith partage déjà le scepticisme de l'époque moderne. Il dit : « Il est impossible de déterminer une proportion, bien qu'elle ait été évaluée par divers auteurs à un cinquième, à un dixième, à un douzième, à un vingtième, à un trentième de la valeur totale du

Jusqu'ici il n'y a point place pour des divergences d'opinions. L'erreur souvent commise, et qui explique pourquoi elle n'est pas universellement admise, par des partisans trop ardents de la théorie quantitative, est la suivante.

Chacun admet que les habitudes du public concernant l'usage de la monnaie et des facilités bancaires, et la politique bancaire relativement à la question des réserves liquides changent de temps en temps, à la suite d'événements évidents. Ces habitudes et ces méthodes reflètent les changements de l'organisation sociale et économique. Mais la théorie a souvent également supposé qu'un *simple* changement de quantité des billets en circulation ne peut pas affecter K , R , et K' . Cela revient à dire, en langage mathématique, que N est un *variable indépendant* en relation avec ces quantités. Il s'ensuivrait que la multiplication arbitraire par deux de N , incapable, par définition, d'affecter K , R et K' aurait pour effet de doubler P . La théorie quantitative est souvent présentée sous cette forme, ou sous un aspect similaire.

Cela est probablement vrai, *à la longue*. Si, après la guerre de Sécession, le dollar américain avait été stabilisé et fixé par la loi 10 % au dessous de sa valeur actuelle, on pourrait en toute sécurité affirmer que N et P seraient actuellement de 10 % inférieurs à leur valeur effective actuelle et que K , R et K' n'en auraient point été affectés.

revenu annuel ». Dans les conditions du monde moderne, la proportion normale de la circulation et du revenu national semble être comprise entre un dixième et un quinzième. »

tés. Mais cette manière d'envisager les choses dans un long espace de temps est une mauvaise méthode d'étudier les événements actuels. *A la longue*, nous serons tous morts. Les économistes se donnent une tâche trop facile et trop inutile, si, dans une période orageuse, ils se contentent de nous dire que lorsque la tempête est passée l'Océan redevient calme.

Dans les faits présents, il est vérifié que tout changement de N a une réaction à la fois sur K, K' et R. Il suffira de donner quelques exemples. Avant la guerre, et même depuis, il y avait une grande part de convention et d'arbitraire dans la politique suivie par les banques en ce qui concernait les réserves, et en particulier en ce qui touchait les réserves-or des banques d'État.

Ces réserves étaient conservées davantage pour la montre que pour être utilisées. Leur montant n'était pas le résultat d'un raisonnement approfondi. Les banques d'émission avaient une tendance marquée entre 1900 et 1914 à enfermer l'or dans leurs coffres lorsqu'il parvenait entre leurs mains et de ne s'en dessaisir qu'avec regret lorsque le courant l'emportait dans une autre direction. Par suite, lorsque l'or devenait relativement abondant elles s'efforçaient d'amasser tout ce qui passait à leur portée et d'augmenter leurs réserves. Il en résultait que l'augmentation de la production de l'Afrique du Sud était absorbée avec sur le niveau des prix un effet moindre, qu'il n'aurait été si un accroissement de N avait été sans aucune réaction sur la valeur de R.

Dans les pays agricoles, où les paysans thésaurisent volontiers la monnaie, l'inflation, en particulier, à ses débuts, n'augmente pas les prix en proportion. En effet, par suite d'une certaine hausse du prix des produits agricoles, davantage de monnaie se dirige vers les poches des paysans et tend à y rester. Se croyant plus riches pour cela, les paysans élèvent la proportion de leurs revenus qu'ils accumulent.

Ainsi, sous l'influence de ces faits et de certains autres, les termes de notre équation tendent par leurs mouvements à favoriser la stabilisation de P , et il est des frottements qui empêchent les variations modérées de N de réagir pleinement sur P .

D'un autre côté, un changement considérable de N , capable de supprimer les résistances initiales, et en particulier un changement de N dû à des causes qui justifient l'attente de modifications ultérieures dans le même sens, peut produire sur P des variations plus considérables que ne l'indique la proportion attendue. Après l'analyse contenue dans le Chapitre I et le récit des crises financières contenu dans le Chapitre II, il est à peine nécessaire d'insister sur ce point. On comprend mieux la question à présent qu'il y a dix ans. Un changement important de P affecte les fortunes des particuliers. Il en résulte qu'un changement, après s'être produit, — ou même plus tôt, s'il a été prévu, — peut grandement modifier les habitudes financières du public, qui s'efforce d'éviter une perte similaire à l'avenir ou de réaliser des bénéfices

pendant la période de transition entre l'équilibre correspondant à l'ancienne valeur de N et celui qui correspond à sa nouvelle valeur. Ainsi, après, pendant, voire même avant le changement (s'il a été prévu) de la valeur de N , il se produira des répercussions sur K , K' et R . Il en résulte que les changements de valeur de P , — les habitudes une fois modifiées ne reprennent point leur forme passée, — ne seront pas exactement proportionnels aux variations de N .

Les mots d'*inflation* et de *déflation* sont employés par les écrivains dans différents sens. Il conviendrait de parler des variations de N comme d'inflation ou de déflation d'espèces liquides; de l'accroissement ou de la diminution de R comme de l'inflation ou de la déflation du crédit. La caractéristique essentielle du « cycle du crédit » (variations des périodes de prospérité et de crise) consiste en une tendance de K et de K' à diminuer pendant la période de prospérité et à s'élever pendant la période de crise, malgré les variations de N et de R , ces mouvements représentant respectivement une augmentation ou une diminution des disponibilités « réelles » (c'est à dire, des reliquats disponibles ou en banque, mesurés en terme de pouvoir d'achat). On pourrait appeler ces phénomènes inflation et déflation des disponibilités réelles.

Si nous remplaçons par des chiffres les lettres dont nous avons fait usage, nous parviendrons à illustrer l'équation de la théorie quantitative en général et en particulier les phénomènes d'inflation et de déflation des reliquats réels. Les exemples

n'ont point de prétention à l'exactitude absolue. Ils ont davantage pour objet d'illustrer l'idée que d'apporter des statistiques précises. Le mois d'Octobre 1920 marque la fin de la période de prospérité et le mois d'Octobre 1922 le maximum de la crise. A ces deux époques, les chiffres du niveau des prix (Octobre 1922 donnant le chiffre 100, de la circulation liquide (circulation de billets, plus dépôts des particuliers à la banque d'Angleterre) (1) et des dépôts dans les banques du Royaume Uni, se présentaient de la manière suivante :

	Niveau des prix	Circulation liquide	Dépôts en Banque
Octobre 1920	150	£585.000.000	£2.000.000.000
Octobre 1922	100	£504.000.000	£1.700.000.000

La valeur de R n'était guère différente aux deux époques (12 %). Par conséquent notre équation aux deux dates se présentait de la manière suivante :

Octobre 1920	N = 585	P = 1,5	K = 230	K' = 1.333
Octobre 1922	N = 504	P = 1	K = 300	K' = 1.700

Ainsi, pendant la crise, K s'éleva de 230 à 300, et K' de 1333 à 1700, ce qui signifiait que la somme liquide détenue par le public à la première date valait $\frac{2}{3}$, et les disponibilités bancaires $\frac{1}{17}$ de ce qu'ils étaient à la dernière. Il apparaît ainsi que

(1) Cela m'amènerait trop loin de mon sujet actuel de dire pourquoi je choisis cette définition de circulation liquide dans le cas de l'Angleterre. La question est discutée au chapitre V.

la tendance à l'élévation de K et de K' dépendait davantage que la diminution de l'argent liquide de la baisse des prix pendant cette période. Si K et K' devaient retomber à leur valeur de 1920, il faudrait que les prix s'élevassent de 30 %, sans aucun changement du volume de l'argent liquide ni modification de la politique des réserves des banques. Ainsi, même en Angleterre, les fluctuations de K et de K' peuvent avoir une influence décisive sur le niveau des prix. Nous avons déjà vu (Pages 70-71) à quel point elles ont pu bouleverser les conditions de l'existence en Russie et dans l'Europe Centrale.

La moralité de cette discussion, — et il importe que le lecteur la retienne jusqu'à ce que nous atteignons les chapitres IV et V, — c'est que les variations des prix ne sont point un mystère. Elles sont soumises à quelques influences précises et susceptibles d'être analysées. Deux de ces influences, N et R sont, (ou devraient être), sous le contrôle des autorités bancaires centrales. La troisième, K et K' n'est pas directement contrôlable. Elle dépend de l'humeur du public et du monde des affaires. La tâche de stabiliser le niveau des prix, non seulement sur de longues périodes, mais encore, en ce qui concerne les fluctuations cycliques, consiste en partie à agir sur les influences qui déterminent K et K' , et, pour autant que cela est impossible, à modifier délibérément N et R , de manière à contrebalancer les mouvements de K et de K' .

La méthode habituellement employée pour

stabiliser K et K' , surtout K' , consiste à agir sur le taux de l'escompte. On peut quelque peu enrayer les tendances à la hausse de K' en abaissant le taux de l'escompte, par ce que les facilités d'emprunt diminuent l'avantage que constitue une large marge de disponibilités liquides. L'argent bon marché contribue également à contrebalancer la hausse de K' , en encourageant les emprunts faits aux banques. Il empêche R de s'accroître ou en motive la baisse. Mais on peut se demander si le taux de l'escompte est en lui-même un instrument suffisamment puissant. Si nous entendons réellement stabiliser complètement la situation, il nous faudra être prêts à agir à l'occasion sur N et sur R .

Notre analyse nous amène à déclarer que le premier devoir des autorités bancaires consiste à s'assurer qu'elles contrôlent effectivement et complètement N et R . Par exemple, aussi longtemps que fonctionnera la taxation par l'inflation, N pourra se trouver sous d'autres influences que la seule circulation et ne sera donc pas placée sous un contrôle absolu. En outre, à l'autre extrême, dans un régime d'étalon d'or, N n'est pas toujours parfaitement contrôlé, par ce que ce facteur dépend des forces libres qui président à l'offre et à la demande de métal précieux dans le monde. En l'absence d'un régime bancaire central, R ne sera point contrôlé, parce qu'il sera déterminé par les décisions divergentes de nombreuses banques diverses.

A l'heure actuelle, en Angleterre, R est com-

plètement contrôlé. N également, depuis que nous avons abandonné la politique inflationniste, d'une part et que nous nous abstenons de revenir d'autre part au système de l'étalon d'or libre (1). Par conséquent le second devoir des autorités mérite d'être discuté : Comment doivent-elles user de leur contrôle sur N et sur R pour contrebalancer les variations de K et de K' ? Même si, ce qui n'est pas le cas, K et K' étaient complètement en dehors de l'influence du raisonnement, il ne serait pas moins vrai que des modifications convenables de N et de R parviendraient à maintenir la stabilité de P.

Les défenseurs démodés de la monnaie saine ont trop insisté sur la nécessité de la stabilisation de N et de R. Ils ont soutenu que cette politique donnerait par elle même de bons résultats. Bien loin qu'il en soit ainsi, la stabilité de N et de R, lorsque K et K' varient entraîne l'instabilité des prix. Les fluctuations cycliques sont caractérisées non pas à l'origine par des changements de N ou de R mais par des changements de K et de K'. Il s'ensuit qu'elles ne peuvent être influencées que si nous sommes résolus à augmenter ou à diminuer N et R, lorsqu'apparaissent les premiers symptômes des variations de K et de K'. Je suis amené à traiter un sujet qui dépasse mon dessein et qui empiète sur le chapitre V. Ces indications serviront cependant à indiquer au lecteur jusqu'où

(1) En ce qui concerne les États-Unis, la vérité est la même, pour autant que le Federal Reserve Board accepte de supporter les frais de conserver l'or en excédent.

nous pouvons être entraînés en expliquant les complications de la simple équation qui a été notre point de départ.

2. *La Théorie de la Parité du Pouvoir d'Achat.*

La théorie quantitative traite du pouvoir d'achat ou de la valeur-marchandises d'une monnaie nationale déterminée. Nous en arrivons à la valeur *relative* de deux monnaies nationales distinctes. C'est la théorie des changes étrangers.

Quand les circulations monétaires du monde reposaient presque toutes sur une base d'or, leur valeur relative (c'est à dire leur change) dépendait du montant réel d'or contenu par unité de chacune d'elles, compte tenu de certaines modifications résultant des frais de transport de place à place.

A présent que cette commune mesure a cessé d'exister et qu'elle est remplacée par un certain nombre de systèmes indépendants de papier-monnaie inconvertible, sur quelle base repose le cours de chaque unité de ces diverses circulations par rapport aux autres ?

On trouve l'explication dans la doctrine, — aussi ancienne que Ricardo lui-même, — que le Professeur Cassel a fait récemment connaître au public, sous le nom de « Parité du Pouvoir d'Achat » (1).

(1) Ces termes furent employés pour la première fois dans la langue économique par le prof. Cassel, dans l'*Economic Journal* de Décembre 1918. Pour les opinions générales du Prof. Cassel, voir : *Money and Foreign Exchange after 1914* (1922). La théorie, abstraction faite du nom appartient essentiellement à Ricardo.

En bref cette doctrine se présente de la manière suivante : (1) Le pouvoir d'achat d'une circulation inconvertible à l'intérieur du pays émetteur, c'est à dire, le pouvoir d'achat *interne* dépend de la politique monétaire du gouvernement, et des habitudes des habitants conformément à la théorie quantitative déjà vue. (2) Le pouvoir d'achat d'une monnaie inconvertible à l'étranger, c'est à dire le pouvoir d'achat extérieur doit être le taux du change entre la monnaie nationale et la monnaie étrangère multiplié par le pouvoir d'achat de la monnaie étrangère dans son propre pays. (3) Dans des conditions d'équilibre, les pouvoirs d'achat *interne* et *externe* doivent être *les mêmes*, compte tenu des frais de transport et des droits à l'importation et à l'exportation, car, s'il en était autrement, un mouvement commercial interviendrait, pour tirer profit de l'inégalité. (4) Il résulte donc de (1), (2), et (3) que le cours du change entre la monnaie nationale et une monnaie étrangère doit tendre, en état d'équilibre, à être moyenne entre le pouvoir d'achat interne de la monnaie nationale et celui de la monnaie étrangère dans le pays étranger. Cette proportion entre les pouvoirs d'achat respectifs des deux monnaies est connue sous le nom de « parité du pouvoir d'achat ».

Si donc nous constatons que le pouvoir d'achat interne et le pouvoir d'achat externe de la monnaie nationale sont sensiblement différents, et, ce qui revient au même, que les taux effectifs des changes diffèrent sensiblement des parités de pouvoir d'achat, alors nous aurons le droit de dire que

l'équilibre n'est pas établi, et que, avec le temps, des forces entreront en action, pour rapprocher les taux réels des changes et les parités du pouvoir d'achat les uns des autres. Les changes réels sont souvent plus sensibles et plus variables que les parités du pouvoir d'achat. Ils font en effet l'objet de la spéculation, des mouvements de fonds soudains, des *prévisions* de mouvements imminents de la parité du pouvoir d'achat (résultant de l'inflation et de la déflation) et d'influences saisonnières. Parfois, également, ils peuvent aussi être plus lents. Cependant, d'après cette doctrine, c'est la parité du pouvoir d'achat qui correspond à l'ancien pair de l'or. Là est le point autour duquel les changes évoluent et doivent finalement se fixer. Il y a cependant une différence sensible entre la parité du pouvoir d'achat et le pair de l'or : la parité du pouvoir d'achat n'est pas en elle-même un point fixe, puisque, si les prix intérieurs varient dans des sens différents, dans les deux pays que l'on compare, la parité du pouvoir d'achat varie elle aussi, de telle sorte que l'équilibre peut être rétabli non seulement par un mouvement du cours des changes, mais aussi par un mouvement de la parité du pouvoir d'achat elle-même.

A première vue, cette théorie semble avoir une grande utilité pratique, et beaucoup se sont attachés à tirer des conclusions pratiques au sujet des futures variations des changes de documents montrant les divergences entre les cours des changes et les parités des pouvoirs d'achat. Ils ne se sont pas laissé troubler par la question de

savoir si l'équilibre serait rétabli par un mouvement des changes, par un mouvement des parités du pouvoir d'achat, ou par les deux.

Les applications pratiques de la doctrine offrent cependant deux autres difficultés que nous n'avons pas encore signalées. Elles résultent toutes deux des termes *Compte tenu des frais de transport et des droits à l'importation et à l'exportation*. Le premier point est de savoir comment on peut tenir compte de ces frais et de ces droits. Le second, de savoir comment on peut traiter le pouvoir d'achat lorsqu'il porte sur des marchandises ou des services *qui n'entrent en aucune manière dans le commerce international*.

La doctrine, sous la forme dans laquelle elle est en général exposée traite de la première difficulté en supposant que la différence moyenne entre le pouvoir d'achat interne et le pouvoir d'achat externe à quelque date-type, où l'on peut supposer qu'un équilibre approximatif a existé, en général 1913, peut être pris comme une correction à peu près satisfaisante pour les mêmes facteurs à l'époque actuelle. Par exemple, au lieu de calculer directement le prix d'une série de marchandises-type en Angleterre et à l'étranger respectivement, on calcule que \$2 achèteraient cette série type aux États-Unis alors qu'elle aurait coûté \$1 en 1913, et que l'on payerait £2,43 en Angleterre, ce qui en coûtait £1 en 1913. Sur cette base, (la parité du pouvoir d'achat d'avant-guerre étant présumée en équilibre avec le change de \$4,86 = £1), la parité actuelle du pouvoir

d'achat entre les dollars et les livres sterling est donnée par $\$4 = \text{£}1$, puisque $4,86 \times 2 \div 2,43 = 4$.

On peut faire une objection facile à ce procédé de correction : les dépenses de transport et les tarifs douaniers, en particulier, si cette expression couvre toute la législation douanière y compris la prohibition et les accords officiels et officieux pour différencier les prix d'exportation et les prix intérieurs, sont notoirement et sensiblement différents dans beaucoup de cas de ceux de 1913. Nous ne parviendrions pas au même résultat si nous prenions pour base de notre calcul une autre année.

La seconde difficulté, — le traitement du pouvoir d'achat sur des marchandises ou des services qui n'entrent pas dans le commerce international, — est encore plus sérieuse. En effet, si nous limitons notre raisonnement aux articles qui sont du domaine du commerce international et tenons exactement compte des frais de transport et de douane nous trouverons la théorie d'accord avec les faits, avec peut-être un léger retard, la parité du pouvoir d'achat étant toujours assez voisine du cours des changes. C'est la tâche du commerçant de voir qu'il en est ainsi. Toutes les fois que les cours diffèrent de la parité, il est en état de réaliser des bénéfices, en déplaçant les marchandises. Les prix du coton à New-York, à Liverpool, au Havre, à Hambourg, à Gênes, et à Prague, exprimés en dollars, en livres, en francs, en marks, en lires, et en couronnes, ne sont jamais longtemps bien différents les uns des autres, sur

la base du cours des changes pratiqués sur le marché, compte tenu des tarifs douaniers et des dépenses de transport du coton d'une place à l'autre. Il en est de même des autres articles du commerce international, encore que le délai d'égalisation des prix s'allonge au fur et à mesure que nous passons à des articles qui ne sont point standardisés ou qui ne sont point traités sur des marchés organisés. En fait, la théorie, exprimée de cette manière est un truisme à peu près vide.

C'est pour cette raison que les applications pratiques de la théorie, ne sont point ainsi limitées. La série type des marchandises choisie ne comprend pas seulement les marchandises qui sont exportées ou importées dans les pays que l'on compare. Elle constitue en général la même série type que celle qui est utilisée pour établir les nombres indicateurs du pouvoir d'achat général ou des conditions d'existence des classes laborieuses. Pour être appliquée de cette manière, c'est à dire comme une comparaison des mouvements des nombres indicateurs généraux du prix de la vie dans deux pays, et des mouvements des cours des changes des deux monnaies, la théorie, si elle doit être exacte nécessite une supposition supplémentaire : à la longue, les prix intérieurs des biens et des services qui ne font pas partie du commerce international, varient à peu près dans les mêmes proportions que ceux des marchandises qui en font partie (1).

(1) Notre calcul de la parité du pouvoir d'achat repose strictement sur la condition que la hausse des prix dans les

Bien loin que ce soit là un truisme, ces affirmations ne sont pas absolument exactes. On peut dire seulement qu'elles sont plus ou moins vraies selon les circonstances. Si le capital et le travail peuvent librement se déplacer sur une vaste échelle entre les industries nationales et les industries d'exportation, sans perte d'efficacité relative, s'il n'y a point de changement dans l'« équation du change » (voir plus loin) avec les autres pays, si enfin, les variations des prix sont uniquement dues à des influences monétaires, sans dépendre des autres rapports économiques entre les deux pays, on peut considérer l'affirmation comme justifiée. Mais tel n'est pas toujours le cas. Une catastrophe comme la guerre, avec toutes les conséquences qu'elle fait peser sur le vainqueur et sur le vaincu peut créer une nouvelle position d'équilibre. Par exemple, il peut se produire un changement plus ou moins durable, — aussi prolongé pour le moins que la durée du paiement des réparations, — dans les valeurs respectives des importations et des exportations de l'Allemagne ou des produits allemands qui font ou ne font pas partie du commerce international. Le renforcement de la situation financière des États-Unis par rapport à l'Europe, résultat de la guerre, peut avoir modifié l'ancien équilibre dans une direction avantageuse pour l'Amérique. Dans ces conditions, il ne con-

pays en question a atteint toutes les marchandises au même degré. Si cette condition n'est pas remplie, alors le véritable cours du change peut différer de la parité du pouvoir d'achat calculée.

la base du cours des changes pratiqués sur le marché, compte tenu des tarifs douaniers et des dépenses de transport du coton d'une place à l'autre. Il en est de même des autres articles du commerce international, encore que le délai d'égalisation des prix s'allonge au fur et à mesure que nous passons à des articles qui ne sont point standardisés ou qui ne sont point traités sur des marchés organisés. En fait, la théorie, exprimée de cette manière est un truisme à peu près vide.

C'est pour cette raison que les applications pratiques de la théorie, ne sont point ainsi limitées. La série type des marchandises choisie ne comprend pas seulement les marchandises qui sont exportées ou importées dans les pays que l'on compare. Elle constitue en général la même série type que celle qui est utilisée pour établir les nombres indicateurs du pouvoir d'achat général ou des conditions d'existence des classes laborieuses. Pour être appliquée de cette manière, c'est à dire comme une comparaison des mouvements des nombres indicateurs généraux du prix de la vie dans deux pays, et des mouvements des cours des changes des deux monnaies, la théorie, si elle doit être exacte nécessite une supposition supplémentaire : à la longue, les prix intérieurs des biens et des services qui ne font pas partie du commerce international, varient à peu près dans les mêmes proportions que ceux des marchandises qui en font partie (1).

(1) Notre calcul de la parité du pouvoir d'achat repose strictement sur la condition que la hausse des prix dans les

Bien loin que ce soit là un truisme, ces affirmations ne sont pas absolument exactes. On peut dire seulement qu'elles sont plus ou moins vraies selon les circonstances. Si le capital et le travail peuvent librement se déplacer sur une vaste échelle entre les industries nationales et les industries d'exportation, sans perte d'efficacité relative, s'il n'y a point de changement dans l'« équation du change » (voir plus loin) avec les autres pays, si enfin, les variations des prix sont uniquement dues à des influences monétaires, sans dépendre des autres rapports économiques entre les deux pays, on peut considérer l'affirmation comme justifiée. Mais tel n'est pas toujours le cas. Une catastrophe comme la guerre, avec toutes les conséquences qu'elle fait peser sur le vainqueur et sur le vaincu peut créer une nouvelle position d'équilibre. Par exemple, il peut se produire un changement plus ou moins durable, — aussi prolongé pour le moins que la durée du paiement des réparations, — dans les valeurs respectives des importations et des exportations de l'Allemagne ou des produits allemands qui font ou ne font pas partie du commerce international. Le renforcement de la situation financière des États-Unis par rapport à l'Europe, résultat de la guerre, peut avoir modifié l'ancien équilibre dans une direction avantageuse pour l'Amérique. Dans ces conditions, il ne con-

pays en question a atteint toutes les marchandises au même degré. Si cette condition n'est pas remplie, alors le véritable cours du change peut différer de la parité du pouvoir d'achat calculée.

vient pas de supposer que les coefficients des parités de pouvoir d'achat, calculés d'après les variations relatives des nombres indicateurs du pouvoir d'achat général sur la base du niveau d'avant-guerre doivent nécessairement être voisins des cours réels du change, ou que les pouvoirs d'achat interne et externe doivent se trouver dans la même relation qu'en 1913.

Les nombres indicateurs concernant les États-Unis, fournis par le Federal Reserve Board montrent clairement l'influence des variations depuis 1913 des prix des marchandises importées, exportées et de toutes les marchandises en général :

	Marchandises importées	Marchandises exportées	Marchandises en général
1913	100	100	100
Juillet 1922	128	165	165
Avril 1923	156	186	169
Juillet 1923	141	170	159

Ainsi, la théorie ne fournit pas une mesure simple ou toute faite de la « véritable » valeur du change. Quand elle est limitée aux marchandises du commerce international, elle vaut à peine plus qu'un truisme. Quand elle n'est pas ainsi bornée, la théorie de la parité du pouvoir d'achat devient plus intéressante, mais cesse d'être un moyen de prévoir exactement les variations des changes. Si donc nous nous conformons à l'usage en fixant la parité du pouvoir d'achat par la comparaison du pouvoir d'achat *général* de la monnaie d'un pays, sur le territoire de ce pays et à l'étranger,

nous n'en pouvons pas déduire que le taux réel du change *devrait* être au niveau de la parité du pouvoir d'achat, ou que ce n'est qu'une question de temps et d'adaptation de voir ces deux éléments de nouveau à égalité. La parité du pouvoir d'achat, ainsi définie, nous enseigne un fait important sur les changements relatifs du pouvoir d'achat de la monnaie en Angleterre, aux États-Unis, ou en Allemagne, de 1913 à 1923, mais il n'indique aucunement quel devrait être en 1923 l'équilibre des cours du change entre la livre, le dollar et le mark.

Ainsi définie, la « Parité du pouvoir d'achat » mérite l'attention bien qu'elle ne permette pas toujours de prévoir exactement les cours des changes. N'exagérons pas l'importance pratique de nos réserves. Si les variations de la parité du pouvoir d'achat sont nettement différentes de celles des changes, cela indique une modification réelle ou imminente des prix des marchandises qui font ou ne font pas partie du commerce international par rapport les unes aux autres.

Les variations des prix de ces deux classes de marchandises tendent certainement à la longue à réagir les unes sur les autres. Le prix qui est attaché à elles dérive de raisons économiques et psychologiques profondes qui ne sont pas facilement troublées. Si donc les variations de l'ancien équilibre ont pour raison principale des causes monétaires, (par exemple les différences d'importance de l'inflation et de la déflation dans les deux pays), comme il arrive souvent, alors nous pouvons

raisonnablement nous attendre à ce que la parité du pouvoir d'achat et le cours des changes se mettent au même niveau avant qu'il soit longtemps.

Lorsqu'il en est ainsi, il est impossible de dire si le cours des changes se rapprochera de la parité du pouvoir d'achat ou si c'est la réciproque qui sera vraie. Souvent, — il en alla ainsi en Europe ces derniers temps, — ce sont les changes qui sont les plus sensibles et qui se déplacent les premiers. Dans d'autres cas, ils ne varient pas avant que l'équilibre entre le niveau des prix internes et celui des prix externes soit un fait accompli.

Mais l'essentiel de la théorie de la parité du pouvoir d'achat considérée comme une explication des changes, se trouve, à mon sens, dans ce qu'elle considère le pouvoir d'achat interne comme un indicateur plus exact de la valeur de la circulation que le cours du change. En effet, le pouvoir d'achat interne reflète rapidement la politique monétaire du pays, qui est la déterminante décisive. Si les cours des changes tombent plus rapidement que ne le justifie la politique monétaire présente ou imminente du pays par ses répercussions sur le pouvoir d'achat interne de la monnaie tôt ou tard la valeur du change se relèvera. Ainsi, pourvu qu'aucune modification durable dans les relations économiques entre les deux pays n'intervienne, pourvu que le pouvoir d'achat interne de la monnaie soit en rapport d'équilibre dans chacun des pays avec la politique monétaire pratiquée

par le gouvernement, le cours du change des monnaies de ces deux pays doit à la longue finir par correspondre avec le pouvoir d'achat interne relatif de la monnaie des deux pays.

Sous les réserves qui précèdent, le pouvoir d'achat comparatif interne remplace l'ancien pair de l'or, pour fixer le point autour duquel oscillent les fluctuations brèves des changes.

Si d'autre part ces suppositions ne sont pas exactes, et si des modifications prennent place dans « l'équation des changes », pour parler comme les économistes, qui existe entre les services et les marchandises d'un pays et ceux d'un autre, soit en raison des mouvements de capitaux, soit par suite des paiements des réparations, soit grâce à des variations de la productivité relative du travail, soit par suite de modifications de la demande mondiale des produits du pays, soit pour toute autre raison, alors, le point d'équilibre entre la parité du pouvoir d'achat et le cours du change peut constamment varier.

Un exemple rendra cette proposition plus claire. Considérons deux pays, *Westropie* et les *États-Unis des Hespérides*. Supposons pour plus de simplicité, et parce que cela correspond souvent aux faits que dans les deux pays le prix des marchandises exportées varie dans le même sens que le prix des autres produits du pays, mais que l'équation des changes se soit déplacée en faveur des Hespérides, de sorte qu'un plus petit nombre d'unités de produits Hespéridiens qu'auparavant s'échange contre une même quantité donnée de produits

Westropiens. Il s'ensuit que le prix des produits importés en Westropie s'élèvera davantage que celui des marchandises en général, tandis qu'au Hespérides il s'élèvera moins. Supposons que de 1913 à 1923 le nombre indicateur des prix Westropiens ait passé de 100 à 155 et le nombre indicateur Hespéridien de 100 à 160, que ces nombres indicateurs soient établis de telle sorte que dans l'un et l'autre cas les marchandises importées représentent 20 % et les marchandises indigènes 80 % de l'ensemble et que « l'équation des changes » ait varié de 10 % en faveur des Hespérides, ce qui revient à dire qu'une quantité déterminée de marchandises exportées par les Hespérides achète 10 % de plus qu'auparavant de marchandises exportées par Westropie. La situation est la suivante (1) :

<i>Westropie</i>	:	Prix indicateur des marchandises import.	(x)	167
		" des marchandises nation.	(y)	152
		" de l'ensemble des marchand.		155
<i>Hespérides</i>	:	" des marchandises import.	(x')	148
		" des marchandises nation.	(y')	163
		" de l'ensemble des marchand.		160

Il apparaît ainsi que la parité du pouvoir d'achat de la monnaie Westropienne en 1923, comparée à celle de 1913 est $(\frac{160}{155}) = 103$, tandis que le cours du change, comparé à celui de 1913 est $(\frac{163}{152}) = 107$. Si la dépréciation de l'équation du change de la Westropie avec les Hespérides se poursuit, la

(1) Pour 10 x = 11y 11 x' = 10y'
 8y + 2x = 1550 8y' + 2x' = 1600.

parité du pouvoir d'achat de la Westropie, sur la base de 1913 restera aussi constamment au dessus de la valeur d'équilibre du cours du change.

Lorsque ces deux mesures de la valeur d'une monnaie tendent à varier dans des sens différents, on constate que c'est un symptôme très intéressant. Si le cours du change tend à se maintenir constamment au dessous de la parité du pouvoir d'achat, nous avons, faute d'une autre explication, quelque raison de soupçonner que l'équation des changes se déprécie par rapport à l'année de base.

Dans les documents et tableaux qui suivent, les résultats réels sont tirés de l'application de la théorie au change de la livre, du franc et de la lire, évalués en dollars, depuis 1919. Les chiffres montrent qu'au point de vue quantitatif les facteurs qui semblent rendre inexacte la théorie de la parité du pouvoir d'achat ont été dans tous ces cas très faibles, comparés à ceux qui agissent dans le sens de l'affirmation de la théorie. Il semble qu'il y ait eu quelques troubles dans « l'équation des changes » depuis 1913, qui apparaîtraient plus nettement sans doute si les nombres indicateurs employés dans l'enquête ne reposaient pas principalement sur des articles entrant dans le commerce international. Cependant, les changements des prix d'ensemble, affectant plus ou moins également toutes les marchandises, résultant de l'inflation ou de la déflation monétaire, ont été si prépondérants qu'en fait la théorie s'est appliquée avec une remarquable exactitude. Dans

le cas des pays comme l'Allemagne, où les secousses ont été à bien des égards beaucoup plus violentes, la concordance entre la parité du pouvoir d'achat (fondée sur l'année 1913) et le cours des changes à subi temporairement ou d'une manière permanente, des troubles considérables.

Le premier document, qui traite de la valeur de la livre en dollars montre que, tandis que la parité du pouvoir d'achat calculée sur la base de 1913 est souvent supérieure au cours du change, ces deux facteurs tendent constamment à se rapprocher l'un de l'autre. Les deux courbes sont à un point d'intervalle en Septembre-Novembre 1919, Mars-Avril 1920, Avril 1921, Septembre 1921, Janvier-Juin 1922, et Février-Juin 1923. C'est un exemple remarquable de la tendance à la concordance entre la parité du pouvoir d'achat et le cours du change. Si l'on voulait pratiquer l'induction, on en pourrait conclure que les conséquences financières de la guerre ont abaissé le point d'équilibre de la parité du pouvoir d'achat de la livre par rapport au dollar de 1 à 2 1/2 % depuis 1913, si ce n'était que ce chiffre dépasse légèrement la marge d'erreur résultant du choix d'une série de nombres indicateurs plutôt que d'une autre (1). Il sera intéressant de voir les effets des paiements des intérêts de la créance américaine, qui viennent d'être entrepris.

(1) Si cependant j'avais utilisé les nombres indicateurs du Ministère du Travail ou du *Statist* à la place de ceux de l'*Economist*, la présomption d'une dépréciation légère de l'équation de l'index au détriment de la Grande Bretagne serait encore plus forte.

Ce tableau, de même que ceux qui concernent la France et l'Italie, montre la sensibilité des cours des changes aux influences saisonnières, tandis que la parité du pouvoir d'achat est naturellement moins affectée par ces facteurs.

En ce qui concerne la France, les courbes concordent en 1919, se séparent en 1920, se rapprochent en 1921 et restent réunies jusqu'à la fin de 1922 où elles se séparent encore.

Quant à l'Italie, si étonnant que cela puisse paraître, la concordance est extraordinairement régulière, bien que là, comme en France et en Angleterre, on constate que la guerre a abaissé le point d'équilibre d'environ 10 % (1); — la parité calculée sur la base de 1913 a été presque constamment au dessus du cours du change. La courbe Italienne est une illustration remarquable de la manière selon laquelle les pouvoirs d'achat interne et externe tombent ensemble lorsque l'influence déterminante est la dépréciation progressive résultant de l'inflation monétaire.

L'intérêt essentiel de ces tableaux est de donner un appui considérable à la théorie générale indiquée plus haut même dans les conditions anormales qui ont suivi l'armistice. Pendant cette période, les mouvements du niveau relatif des prix en France et en Italie, résultant de l'inflation ont été tellement plus considérables qu'aucun change-

(1) L'usage de n'importe quel autre nombre indicateur italien aurait augmenté cette indication. La table des prix américains (P.00) suggère que « l'équation des changes » entre les États Unis et le reste du monde s'est déplacée de 10 % en faveur de l'Amérique.

ment de « l'équation des changes » (un mouvement de plus de 10 ou 20 % y eut été effrayant) que leur change a été bien plus influencé par la politique de leurs prix internes en relation avec la politique des prix internes des autres pays que par aucun autre facteur. Il en est résulté que la théorie de la parité du pouvoir d'achat a fonctionné assez bien.

ANGLETERRE ET ÉTATS-UNIS

Pourcentage de la parité de 1913		Nombre indicateur des prix		Parité du pouvoir d'achat	Taux réel du change moyenne par mois
		Angleterre	États-Unis		
1919	Août	242	216	89.3	87.6
	Sept.	245	210	85.7	85.8
	Oct.	252	211	83.7	85.9
	Nov.	259	217	83.8	84.3
	Déc.	273	223	81.7	78.4
1920	Janv.	289	233	81.0	75.6
	Fév.	303	232	76.6	69.5
	Mars	310	234	75.6	76.2
	Avril	306	245	80.1	80.6
	Mai	205	247	81.0	79.0
	Juin	291	243	83.5	81.1
	Juil.	293	241	82.3	79.4
	Août	288	231	80.2	74.2
	Sept.	284	226	79.6	72.2
	Oct.	266	211	79.3	71.4
	Nov.	246	196	79.7	70.7
	Déc.	220	179	81.4	71.4
1921	Janv.	209	170	81.4	76.7
	Fév.	192	160	83.3	79.6
	Mars	189	155	82.0	80.3

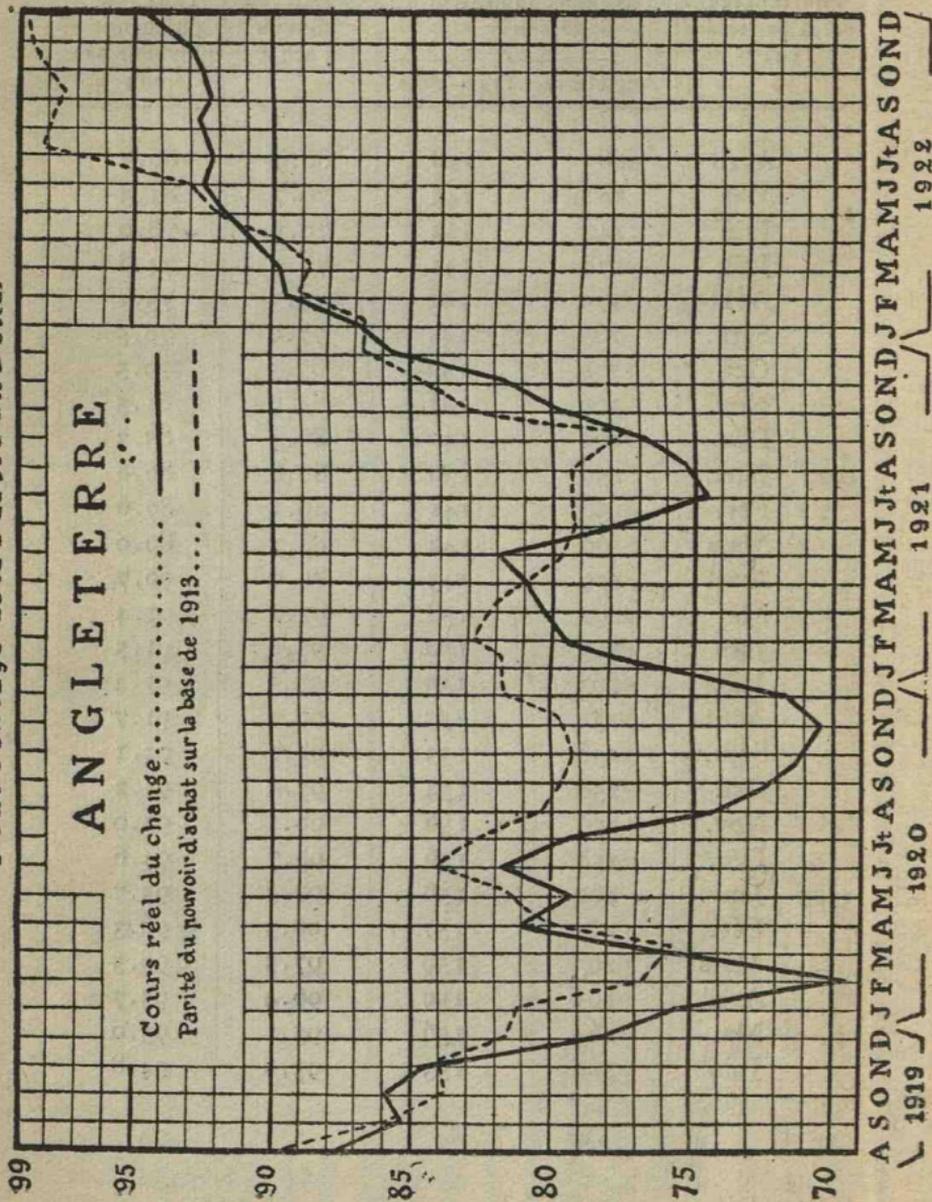
LA THÉORIE DE LA MONNAIE

Pourcentage de la parité de 1913	Nombre indicateur des prix		Parité du pouvoir d'achat	Taux réel du change moyenne par mois	
	Angleterre	États-Unis			
	Avril	183	148	80.9	80.7
	Mai	182	145	79.7	81.5
	Juin	142	142	79.3	78.0
	Juil.	178	141	79.2	74.8
	Août	179	142	79.3	75.1
	Sept.	183	141	77.0	76.5
	Oct.	170	142	83.5	79.5
	Nov.	166	141	84.9	81.5
	Déc.	162	140	86.4	85.3
1922	Janv.	159	138	86.8	86.8
	Fév.	158	141	89.1	89.6
	Mars	160	142	88.7	89.9
	Avril	159	143	89.9	90.7
	Mai	162	158	91.4	91.4
	Juin	163	150	92.0	91.5
	Juil.	163	155	95.1	91.4
	Août	158	155	98.1	91.7
	Sept.	156	153	98.1	91.1
	Oct.	158	154	97.4	91.2
	Nov.	159	156	98.1	92.0
	Déc.	158	156	98.7	94.6
1923	Janv.	160	156	97.5	95.7
	Fév.	163	157	96.3	96.3
	Mars	163	159	97.5	96.5
	Avril	165	159	96.4	95.7
	Mai	164	156	95.1	95.0
	Juin	160	153	95.6	94.8

Pourcentage de la Parité du Dollar

ANGLETERRE

Cours réel du change..... ————
 Parité du pouvoir-d'achat sur la base de 1913..... - - - - -

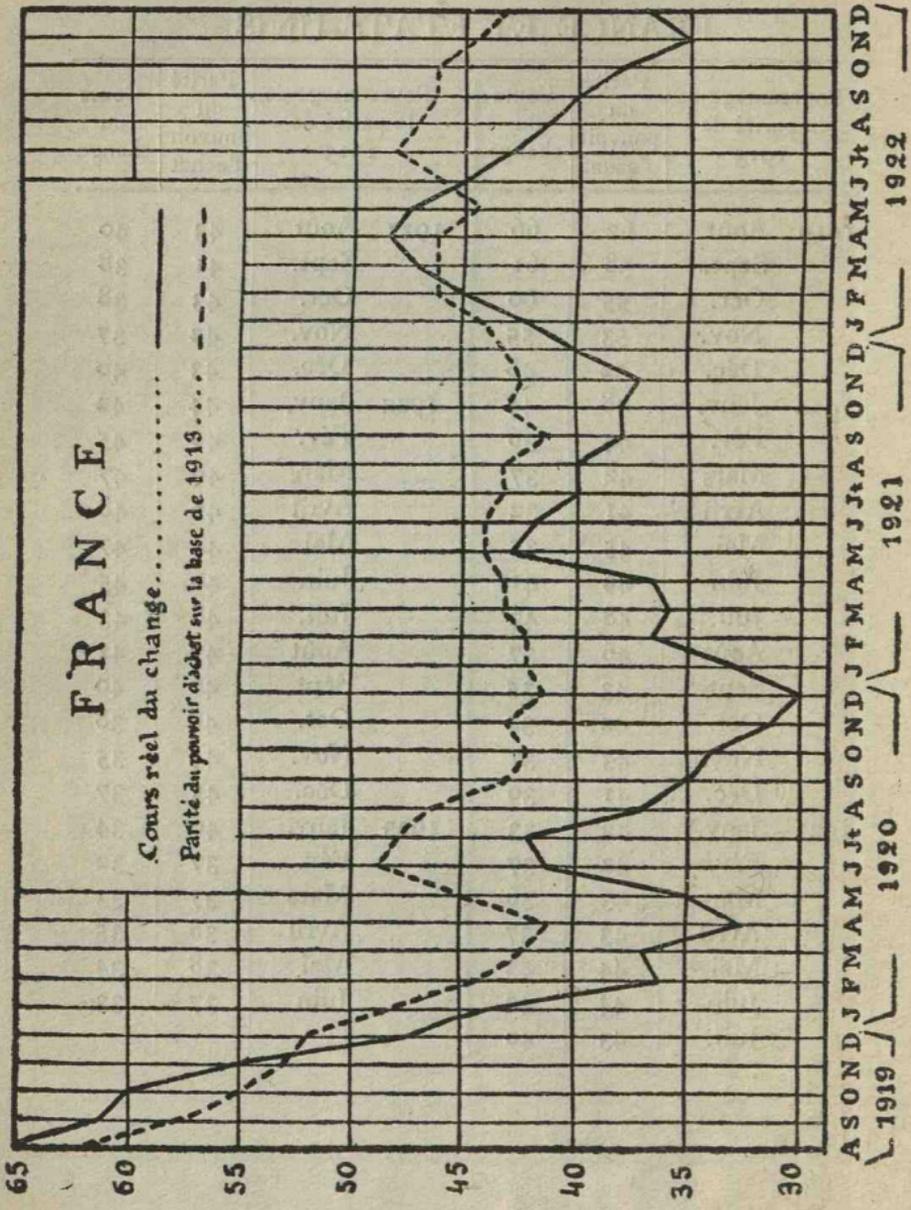


FRANCE ET ÉTATS-UNIS.

Pourcentage de la parité de 1913		Parité du pouvoir d'achat	Cours du change	Pourcentage de la parité de 1913		Parité du pouvoir d'achat	Cours du change
1919	Août	62	66	1921	Août	43	40
	Sept.	58	61		Sept.	41	38
	Oct.	55	60		Oct.	43	38
	Nov.	53	55		Nov.	42	37
	Déc.	52	48		Déc.	43	40
1920	Janv.	48	44	1922	Janv.	44	42
	Fév.	44	36		Fév.	46	45
	Mars	42	37		Mars	46	47
	Avril	41	32		Avril	46	48
	Mai	45	35		Mai	44	47
	Juin	49	41		Juin	46	45
	Juil.	48	42		Juil.	48	43
	Août	46	37		Août	47	41
	Sept.	43	35		Sept.	46	40
	Oct.	42	34		Oct.	46	38
	Nov.	43	31		Nov.	44	35
	Déc.	41	30		Déc.	43	37
1921	Janv.	42	33	1923	Janv.	40	34
	Fév.	42	37		Fév.	37	32
	Mars	43	36		Mars	37	33
	Avril	43	37		Avril	38	35
	Mai	44	43		Mai	38	34
	Juin	44	42		Juin	37	33
	Juil.	43	40				

FRANCE

Cours réel du change..... ———
 Parité du pouvoir d'achat sur la base de 1913..... - - - -

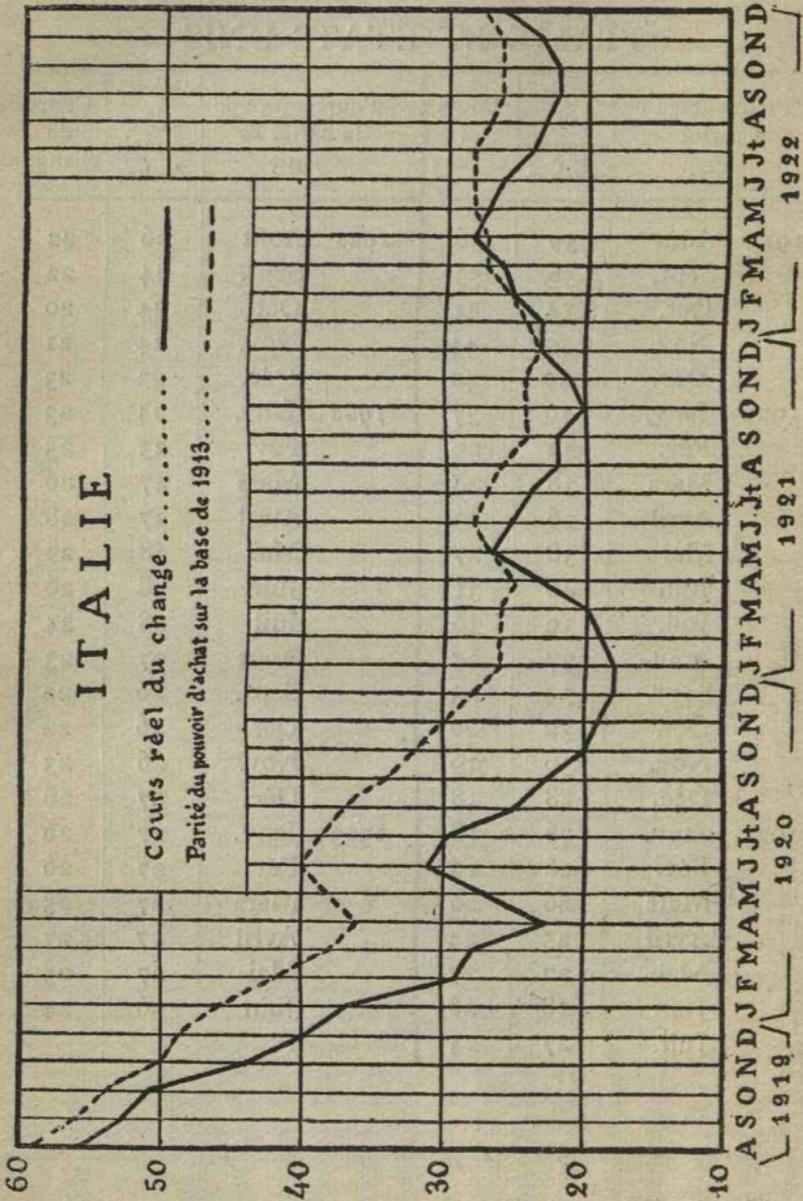


ITALIE ET ÉTATS-UNIS

Pourcentage de la parité de 1913		Parité du pouvoir d'achat	Cours du change	Pourcentage de la parité de 1913		Parité du pouvoir d'achat	Cours du change
1919	Août	59	56	1921	Août	26	22
	Sept.	56	53		Sept.	24	22
	Oct.	54	51		Oct.	24	20
	Nov.	50	44		Nov.	24	21
	Déc.	49	40		Déc.	23	23
1920	Janv.	46	37	1922	Janv.	24	23
	Fév.	42	29		Fév.	25	25
	Mars	38	28		Mars	27	26
	Avril	36	23		Avril	27	28
	Mai	38	27		Mai	28	27
	Juin	40	31		Juin	28	26
	Juil.	39	30		Juil.	28	24
	Août	37	25		Août	27	23
	Sept.	34	23		Sept.	26	22
	Oct.	32	20		Oct.	26	22
	Nov.	30	19		Nov.	26	23
	Déc.	28	18		Déc.	27	26
1921	Janv.	26	18	1923	Janv.	27	26
	Fév.	26	19		Fév.	27	26
	Mars	26	20		Mars	27	25
	Avril	25	24		Avril	27	27
	Mai	27	27		Mai	27	25
	Juin	28	26		Juin	26	24
	Juil.	27	24				

ITALIE

Cours réel du change —
 Particé du pouvoír d'achat sur la base de 1913. - - -



3. *Les fluctuations saisonnières.*

Ainsi la théorie de la parité du pouvoir d'achat nous indique que les mouvements des cours des changes entre les monnaies de deux pays tendent sous réserve des modifications résultant des variations de « l'équation des changes » à correspondre étroitement aux mouvements du niveau intérieur des prix de chacun des deux pays, exprimé en monnaie nationale. Il s'ensuit que le cours du change peut se relever au profit d'un des deux pays grâce à une politique financière tendant à abaisser les prix internes par rapport aux prix internes des autres états. D'autre part, une politique financière qui a pour effet l'élévation du niveau des prix internes a tôt ou tard pour conséquence la baisse du change.

On en conclut en général et non sans raison que le fait de couvrir par l'inflation monétaire le déficit du budget rend impossible la stabilisation des changes d'un pays déterminé. On en déduit également que l'arrêt de l'inflation est le préliminaire indispensable de toute tentative de stabilisation.

Parfois, on pousse cette argumentation plus avant et l'on déclare que si le budget, la circulation, le commerce international, le niveau des prix internes et externes concordent convenablement, alors automatiquement le change d'un pays donné sera stable (1).

(1) Le Dr R. Estcourt, critiquant un de mes articles dans *The Annalist* du 12 Juin 1922 écrit : « L'arrangement ne pourrait pas durer longtemps à moins que pour préliminaire,

Par conséquent, et c'est ainsi que se développe l'argumentation, aussi longtemps que les changes varient ces variations mêmes sont le symptôme de l'impossibilité de la stabilisation. Mais quand d'autre part les conditions essentielles de la stabilisation sont réalisées, les changes se stabilisent d'eux-mêmes. En bref, tout plan raisonné ou improvisé de stabilisation prend le problème dans le mauvais sens. C'est la réglementation de la circulation par une saine politique budgétaire et la fixation du taux de l'escompte qu'il faut considérer. La déclaration de convertibilité sera le couronnement de l'affaire. Ce ne sera guère que la nouvelle d'un fait accompli.

Ce raisonnement qui ne manque pas de force est erroné par certains points.

Même si le commerce extérieur est favorable, même si les créances et les dettes du pays s'équilibrent sur l'ensemble de l'année, il ne s'ensuit pas que l'équilibre soit réalisé chaque jour. En effet, et c'est un phénomène bien connu, les nations importatrices de produits agricoles, si elles désirent obtenir exactement les qualités et les quantités de denrées qui leur sont nécessaires ne trouvent pas expédient de tout acheter au même cours tout le long de l'année. Elles préfèrent concentrer leurs achats sur la période de l'automne (1).

le gouvernement ne mit son budget en équilibre. S'il y parvenait, la stabilisation ne serait plus nécessaire. Le change se stabiliserait de lui-même aux cours d'avant-guerre.» Ce passage exprime une opinion qui est très répandue.

(1) Le fait des achats saisonniers est certain. Son analyse est un peu plus complexe. Par exemple, les arrivées de mar-

Ainsi, sans qu'il y ait là de contradiction avec l'équilibre général de l'année, les nations industrielles ont tendances à devoir de l'argent aux nations agricoles dans la seconde moitié de l'année et à le rembourser dans la première. La satisfaction de ces besoins saisonniers de crédit, sans trop troubler le commerce, était considérée dès avant la guerre comme une des fonctions importantes de la banque internationale. Alors, le transfert de crédits à court terme d'une place sur une

chandises en Angleterre sont presque de 10 % plus considérables dans les 3^o et le 4^o trimestre de l'année que dans les deux premiers. Elles atteignent leur maximum dans le 4^o. (Ces chiffres et ceux qui suivent sont fondés sur les moyennes de la période d'avant-guerre 1901-1913 établies par le *Cambridge and London Economic Service*.) Les importations de matières premières sont de 20 % plus considérables dans les 1^{er} et 4^e trimestre que dans les 2^e et 3^e. Elles atteignent leur maximum de Novembre à Janvier. Ainsi c'est dans le 4^e trimestre que l'on constate les plus importantes fournitures de vivres et de matières premières. Les exportations de produits fabriqués par contre, se répartissent plus également sur toute l'année. Elles sont presque normales durant le 4^e trimestre. Tenons compte du fait que généralement les importations sont payées avant d'être livrées. Ces dates correspondent à peu près exactement avec celles auxquelles en fait se fait sentir la tension du change livre-dollar. En France, depuis la guerre, les importations semblent avoir été de 50 % supérieures dans le 4^e trimestre à ce qu'elles sont pendant par exemple le 1^{er}. En Italie, le 3^e trimestre semble la période la moins active et le 4^e la plus lourde. Si nous nous tournons maintenant vers les statistiques américaines, nous trouvons le pendant de ce tableau. Août et Septembre sont les mois où se produisent les plus importantes exportations de blé; Octobre-Janvier deux des exportations les plus considérables de coton. La hausse du change du dollar au début de l'automne est encore renforcée par la pression financière qui se produit aux États-Unis, à la fin des moissons, et qui ramène les fonds des centres provinciaux vers New-York.

autre était exécuté pour une minime commission.

On pouvait rendre ce service à bon marché, parce que, grâce à la sécurité qui résultait de la convertibilité, le prix payé n'avait pas besoin de contenir une importante garantie contre le risque. Une légère élévation du taux de l'escompte dans le pays momentanément débiteur accompagné d'un léger bénéfice sur le change procuré par le jeu des changes dans les limites des Gold Points suffisaient amplement.

Quelle est la situation actuellement ? Comme toujours, la balance des paiements doit être en équilibre chaque jour. Comme auparavant, les affaires sont réparties d'une manière inégale sur l'ensemble de l'année. Autrefois, la balance journalière était équilibrée par les mouvements des fonds des banquiers décrit plus haut. Mais à présent, ce n'est plus là l'affaire des seuls banquiers, affaire suffisamment rémunérée par un bénéfice d'arbitrage. Si un banquier transporte du crédit temporairement d'un pays à l'autre, il ne sait point à quel taux il le rapatriera en fin de compte. Même s'il peut être favorablement impressionné par l'avenir probable des changes, il ne pourra pas calculer son bénéfice à l'avance comme jadis. Il a en effet l'expérience que des mouvements imprévus peuvent lui causer de lourdes pertes. Ses bénéfices probables doivent concorder avec les risques qu'il supporte. Même s'il suppose qu'il est mathématiquement couvert par le profit éventuel, un banquier ne peut pas supporter un tel risque sur une grande échelle. En fait, l'adapt-

tation saisonnière des demandes de crédit a cessé d'être l'affaire des banquiers arbitragistes. Elle nécessite l'intervention de la finance et de la spéculation.

Dans les conditions actuelles, par conséquent, il peut être nécessaire que de larges fluctuations se produisent avant que la balance journalière soit en équilibre, même si l'équilibre annuel est atteint. Alors que jadis un banquier aurait facilement déplacé des millions de ou vers New-York, les établissements les plus importants limitent leurs risques à quelques centaines de milliers de dollars. Le change doit baisser ou s'élever, suivant les cas, jusqu'à ce que les financiers spéculateurs aient assez de confiance dans leurs bénéfiques futurs, ou que le marchand, effrayé par le cours du change indiqué pour la transaction, se décide à abandonner les avantages d'achats échelonnés sur diverses périodes de l'année.

Les cambistes professionnels découragés par les influences gouvernementales et bancaires disposent en général de ressources peu abondantes, si bien qu'il faut payer très cher leurs services et que le commerce est grevé d'une dépense correspondante pour autant qu'il continue à acheter ses marchandises aux périodes les plus convenables de l'année.

On n'a pas suffisamment apprécié, à mon avis, le point auquel durant ces dernières années les fluctuations des changes ont été soumises à des influences saisonnières, et par conséquent combien elles ont résulté non d'un accroissement du dés-

équilibre, mais seulement à l'absence d'un change fixé.

Pendant 1919, les changes Européens subirent une forte baisse résultant de l'expiration des arrangements interalliés qui avaient duré pendant toute la guerre. En 1922, se produisit une hausse de la livre sterling indépendante des fluctuations saisonnières. En 1923 eut lieu une nouvelle baisse du change du franc, résultant de certaines manifestations persistantes des finances publiques internes de la France et de sa politique étrangère. Mais le tableau suivant montre à quel point les fluctuations des changes ont été régulières depuis l'automne de 1919 :

Août-Juillet	Livre		Franc		Lire	
	Plus bas	Plus haut	Plus bas	Plus haut	Plus bas	Plus haut
1919-1920	69	88	31	66	22	56
1921-1922	69	82	30	45	18	29
1921-1922	73	92	37	48	20	28
1922-1923	90	97	29	41	20	27

Suivant les renseignements des trois dernières années, le franc et la lire atteignaient leur maximum en Avril et en Mai et leur minimum en Octobre et en Décembre. Les variations de la livre ne sont pas aussi régulières. Le point le plus élevé se trouve quelque part entre Mars et Juin, et le plus bas tombe entre Août et Novembre.

La stabilité relative des cotations les plus hautes et les plus basses chaque année, en particulier

dans le cas de l'Italie, est très frappante. Elle montre qu'une politique de stabilisation à quelque chiffre intermédiaire aurait été possible. D'autre part, la distance qui sépare le point le plus haut du niveau inférieur mesure les dépenses et les difficultés supportées par le commerce.

Ces résultats correspondent si étroitement aux faits relatifs au commerce saisonnier (Page 134 ci dessus) que nous pouvons attribuer la plus grande part des fluctuations mensuelles des changes aux besoins des transactions commerciales et non à la spéculation. En effet, les spéculateurs, en prévoyant les mouvements ont tendance à les faire intervenir un peu avant la date à laquelle ils interviendraient sans eux. Mais ils répartissent ainsi plus également la demande sur les divers mois de l'année, et leur influence consiste à diminuer l'amplitude absolue de la fluctuation. L'opinion publique exagère beaucoup l'action des spéculateurs sur les changes, agissant ainsi sous l'aiguillon de préoccupations purement sentimentales et politiques. Exception faite de brefs intervalles, l'influence des spéculateurs est nulle, et seuls les événements politiques peuvent exercer une influence durable sur les changes en modifiant le niveau interne des prix, l'amplitude du commerce, ou la capacité nationale d'emprunter sur les marchés étrangers. Un événement politique qui ne réagit matériellement sur aucun de ces facteurs ne peut pas influencer sérieusement les changes par sa seule action sentimentale. La seule exception d'importance à cette règle se produit

là où existent des placements considérables à long terme, accomplis par des étrangers. C'est le cas du mark allemand. Mais de tels placements sont comparables à des emprunts à l'extérieur; ils exercent une influence différente de celle de la spéculation proprement dite qui se produit toujours à court terme. Même des placements spéculatifs faits en une monnaie déterminée, diminuant tôt ou tard, ne peuvent pas empêcher les changes d'atteindre le niveau d'équilibre fixé par les conditions commerciales et les niveaux relatifs des prix.

Il s'ensuit que, tandis que les influences purement saisonnières ne s'opposent pas aux forces qui déterminent l'équilibre final des changes, néanmoins, la stabilité journalière du change ne peut pas être maintenue par le seul fait de la stabilité de ces facteurs. Il est également nécessaire que les banquiers *attendent* avec assez de confiance cette stabilité pour s'occuper des fluctuations journalières et saisonnières pour une commission modérée.

L'expérience de ces derniers temps rend peu probable qu'ils aient une telle attitude, même si les faits étaient de nature à la justifier, avec une conviction suffisante pour agir sans une garantie des Autorités Centrales (Banque ou Gouvernement) les assurant du maintien des changes à un niveau déterminé. Actuellement, la politique officielle est de ramener le franc ou la lire par exemple au pair. Les opérations tendant à la baisse de ces monnaies ne sont donc pas sans danger.

D'autre part on ne prend aucune mesure pour rendre cette politique effective, et la situation des finances internes de la France et de l'Italie indique que la baisse de leur change est probable. Ainsi, nul ne peut savoir avec certitude si ces monnaies baisseront ou se relèveront. Il y aura donc de larges fluctuations avant que les financiers, pour des motifs d'intérêt égoïste, entreprennent d'équilibrer les variations journalières et les fluctuations mensuelles autour du point d'équilibre.

Si donc les changes ne sont pas équilibrés par des moyens politiques, ils ne se stabiliseront jamais d'eux-mêmes. Au fur et à mesure que le temps passe et que l'expérience s'accroît, les variations pourront s'amortir. Les spéculateurs pourront intervenir un peu plus tôt, et les importateurs répartir plus également sur les divers mois de l'année leurs commandes. Mais, même s'il en est ainsi, il y aura une différence importante entre les cours de la période active et ceux de la période de ralentissement, jusqu'à ce que le monde des affaires connaisse avec certitude le niveau auquel les changes en question se stabiliseront. Ainsi, les fluctuations saisonnières des changes (y compris le change livre-dollar) restent inévitables, même s'il n'existe aucune tendance durable à la hausse ou à la baisse, à moins que les Autorités Centrales, par une garantie de convertibilité, ou tout autre moyen s'efforcent de les prévenir.

4. *Le marché à terme des Changes.*

Quand un marchand vend ou achète des mar-

chandises dans un pays étranger, la négociation n'est pas toujours réglable par un paiement immédiat soit en espèces, soit en traites négociables. Pendant l'intervalle, il peut se couvrir en achetant ou en vendant selon les cas la monnaie étrangère dont il a besoin. Il court ainsi un risque de change, qui peut à l'heure actuelle absorber son bénéfice commercial. Il est ainsi involontairement entraîné à supporter un risque lourd qu'il n'est guère dans son rôle de courir. Les lignes qui suivent traitent d'une pièce de la machine financière appelée les changes « à terme », par opposition avec les changes « au comptant ». Le marché à terme des changes doit permettre au marchand d'éviter ce risque, non pendant qu'il négocie un contrat, mais aussitôt que ce contrat est conclu.

Les transactions de change au comptant se font en espèces, c'est à dire qu'une monnaie d'un pays est échangée contre une monnaie d'un autre pays. Mais les marchands qui ont acheté des marchandises qui doivent être livrées ultérieurement, en monnaie étrangère, peuvent ne pas avoir d'espèces disponibles au moment de la livraison. Les marchands qui ont vendu des marchandises en monnaie étrangère, mais ne sont pas encore en état de tirer une traite sur l'acheteur, ne peuvent pas, même s'ils possèdent beaucoup d'espèces de leur monnaie nationale se couvrir par une vente au comptant de la monnaie en cause, à moins de disposer également de la monnaie étrangère.

Un contrat « à terme » sert à la conclusion d'une transaction de change « au comptant », à une date ultérieure, sur la base du cours du comptant pratiqué à la date de l'origine du contrat. En attendant la maturité du contrat à terme, il n'est pas besoin d'argent liquide (à moins que les parties contractantes aient à fournir quelque garantie de solvabilité pour rendre le contrat valable) si bien que le commerçant qui fait un marché à terme n'a pas besoin de trouver des espèces liquides aussi rapidement que s'il supportait le risque du change jusqu'à la livraison des marchandises. Il est cependant garanti contre le risque des fluctuations des changes pendant l'intervalle.

Les tableaux donnés plus bas montrent qu'à Londres, en ce qui concerne les changes qui ont un marché important (dollar, franc, lire) la concurrence fait baisser le prix de cette facilité financière à un cours raisonnable. En 1920 et 1921, le prix payé par l'acheteur à terme de monnaie étrangère était un peu plus coûteux que le prix au comptant de francs, de lires et de marks, et un peu moins cher que le prix au comptant de dollars. Corrélativement, les marchands Français, Allemands et Italiens pouvaient acheter des livres et des dollars à terme un peu moins cher qu'au comptant, s'ils passaient le marché à Londres. En ce qui concerne les changes sur les places étrangères, je manque de renseignements, mais je sais qu'à Milan, par exemple, des conditions beaucoup moins favo-

rables qu'à Londres étaient imposées au vendeur de livres à terme. En 1922 toutefois la conséquence de la baisse progressive de l'argent à Londres, pour des raisons qu'on trouvera plus loin, fut de diminuer le prix pour l'acheteur anglais de devises étrangères à terme, le franc à terme tombant au dessous du franc au comptant et le dollar à terme devenant à la fin de l'année décidément moins cher que le dollar au comptant. Plus tard, l'élévation du taux de l'escompte, en Juin 1923, agit, comme on aurait pu le prévoir, dans une direction différente.

Si nous passons aux détails, nous voyons plus loin (Pages 142-143) les cours du marché à terme régissant le marché de Londres depuis le début de 1920. A partir de 1920-21, les dollars à terme étaient en général moins cher que les dollars au comptant, pour l'acheteur de Londres de 1 à 1 ½ % par an. Cependant, occasionnellement, lorsque se produisaient d'amples variations du change, l'escompte sur les dollars à terme était en général plus élevé. Par exemple, il s'était élevé en 1920, quand la livre atteignit son minimum à 6 %, pour des raisons que j'expliquerai plus loin. Pendant la première moitié de 1922, ce pourcentage diminua mais s'éleva à nouveau pendant la seconde moitié de l'année, baissant encore au milieu de 1923 lorsque les cours des monnaies à Londres se furent légèrement relevés.

Ainsi, un marchand de Londres, qui avait souscrit des engagements en dollars pour acheter des marchandises avait non seulement pu couvrir

le risque du change par une transaction à terme, mais en moyenne il s'était procuré son change à meilleur compte en l'achetant à l'avance.

Les achats à terme de francs après avoir été plus coûteux que les transactions au comptant de $2\frac{1}{2}\%$ par an, de la moitié de 1920 à la moitié de 1921, étaient à peu près égaux depuis cette époque jusqu'à la moitié de 1922. A partir de cette date, ils furent de $1\frac{1}{2}$ à $2\frac{1}{2}\%$ moins cher. En ce qui concerne la lire, il y eut des différences bien plus importantes, les achats à terme étant souvent de 3% sinon davantage moins coûteux que les transactions au comptant. Dans le cas du mark allemand, le cours à terme, après avoir oscillé autour d'un cours supérieur de 5% au cours du comptant a atteint, depuis l'automne de 1922 et l'effondrement du mark, un chiffre invraisemblablement moindre ce qui indique le formidable taux de l'intérêt pratiqué en Allemagne pour les emprunts à court terme.

Mais dans tous ces cas, sauf en ce qui concerne l'Allemagne depuis la débacle du mark, que le cours à terme fut supérieur ou inférieur à celui du comptant, la dépense, — s'il y en a eu une, — a été infime par rapport aux risques évités.

Néanmoins, en pratique, les marchands ne profitent pas autant qu'on pourrait le croire de ces facilités. Ils ne comprennent généralement pas la nature des transactions à terme sur les changes. Les cours sont rarement cotés dans la presse. Peu de matières financières aussi

Tableau des Cours des Changes à terme (un mois) à Londres

NEW-YORK				PARIS		
Date	Comptant	Terme (un mois)	Différence o/o par an	Comptant	Terme (un mois)	Différence o/o par an
1920						
Janvier	3-79	+	+ 1.2	40.90	+ 6 cent.	+ 1.7
Février	3-48 $\frac{7}{8}$	+	+ .9	46.90	+ 4 »	+ 1.0
Mars	3-41 $\frac{3}{8}$	+	+ .9	48.55	+ 3 »	+ .7
Avril	3-90 $\frac{3}{8}$	+	+ 1.2	57.80	+ 3 »	+ .6
Mai	3-82 $\frac{7}{8}$	+	+ 1.6	64.04	+ 1 »	+ .18
Juin	3-89 $\frac{1}{8}$	+	+ 1.2	50.45	— 5 »	— 1.2
Juillet	3-96 $\frac{1}{8}$	+	+ 1.9	47.05	— 10 »	— 2.8
Août	3-67	+	+ 1.6	49.00	— 10 »	— 2.4
Septembre	3-56 $\frac{7}{8}$	+	+ 1.7	51.22 $\frac{1}{2}$	— 5 »	— 1.2
Octobre	3-48 $\frac{5}{8}$	+	+ 1.7	52.10	— 10 »	— 2.3
Novembre	3-44 $\frac{1}{8}$	+	+ 5.7	54.45	— 15 »	— 3.3
Décembre	3-49	+	+ 1.7	57.45	— 15 »	— 3.2
1921						
Janvier	3-58 $\frac{3}{8}$	+	+ 1.3	61.07 $\frac{1}{2}$	— 30 »	— 5.9
Février	3-84 $\frac{3}{8}$	+	+ 3.1	54.50	— 20 »	— 4.4
Mars	3-88 $\frac{3}{8}$	+	+ 2.7	54.40	— 27 »	— 5.9
Avril	3-92 $\frac{3}{8}$	+	+ 1.1	55.37 $\frac{1}{2}$	— 15 »	— 3.3
Mai	3-98 $\frac{3}{8}$	+	+ 1.5	50.22 $\frac{1}{2}$	— 12 »	— 2.9
Juin	3-90 $\frac{5}{8}$	+	+ 2.3	46.35	— 10 »	— 2.6
Juillet	3-71 $\frac{5}{8}$	+	+ 2.0	46.72 $\frac{1}{2}$	— 10 »	— 2.6

Year	Month	Day	Value	Unit	Value	Unit
1922	Septembre	3-56	46.77	$\frac{1}{2}$	1.7	+
	Octobre	3-71	48.68	$\frac{1}{2}$	1.2	+
	Novembre	3-76	52.27	$\frac{1}{2}$	1.6	+
	Décembre	3-92	53.44	$\frac{1}{2}$	2.7	+
	Janvier	4-08	54.24	$\frac{1}{2}$	1.1	+
	Février	4-20	52.32	$\frac{1}{2}$	4	+
	Mars	4-30	51.62	$\frac{1}{2}$...	+
	Avril	4-42	48.45	$\frac{1}{2}$...	+
	Mai	4-39	48.15	$\frac{1}{2}$...	+
	Juin	4-44	48.47	$\frac{1}{2}$...	+
	Juillet	4-46	49.00	$\frac{1}{2}$.5	+
	Août	4-44	56.20	$\frac{1}{2}$.17	+
1923	Septembre	4-45	54.10	$\frac{1}{2}$.5	+
	Octobre	4-46	57.40	$\frac{1}{2}$	1	+
	Novembre	4-46	58.25	$\frac{1}{2}$.68	+
	Décembre	4-51	64.65	$\frac{1}{2}$	1.68	+
	Janvier	4-64	64.30	$\frac{1}{2}$	2.65	+
	Février	4-67	66.40	$\frac{1}{2}$	3.23	+
	Mars	4-70	75.50	$\frac{1}{2}$	2.25	+
	Avril	4-66	77.50	$\frac{1}{2}$	2.55	+
	Mai	4-62	70.40	$\frac{1}{2}$	1.93	+
	Juin	4-62	69.35	$\frac{1}{2}$	2.43	+
	Juillet	4-62	71.60	$\frac{1}{2}$	2.27	+
	Août	4-57	78.35	$\frac{1}{2}$	1.31	+
				0.66	+	

Tableau des Cours des Changes à terme (un mois) à Londres

ITALIE			ALLEMAGNE			
Date	Comptant	Terme (un mois)	Différence % par an	Comptant	Terme (un mois)	Différence % par an
1920	50	lire	— 3.0	187	Marks	—
Janvier		1/8			—	
Février	55	»	— 2.7	305	—	—
Mars	62	»	— 4.7	337	—	—
Avril	80	»	— 3.7	275	—	—
Mai	83	»	— 7.1	218	1/2	5.5
Juin	66	»	— 9.1	150	1/2	8.0
Juillet	65	»	— 9.2	150	1/2	4.0
Août	70	»	— 8.5	160	1/2	7.5
Septembre	76	»	— 7.9	176	1/2	3.4
Octobre	83	»	— 7.2	215	1/2	5.6
Novembre	93	»	— 6.4	266	1/2	2.2
Décembre	94	»	— 6.3	241	1/2	4.9
1921	104	pair	...	269	2	8.9
Janvier	105	lire	— 8.5	243	1	4.9
Février	106	»	— 7.0	243	1	4.9
Mars	92	»	— 6.5	239	2	10.0
Avril	81	»	— 9.1	262	1 1/2	8.0
Mai	73	»	— 8.1	245	1 1/2	7.3
Juin	77	»	— 7.8	279	1 1/2	6.45
Juillet	85	»	— 3.5	286	1	4.2
Août	1/16	»				

1922	Septembre	85	$\frac{9}{16}$	—	$\frac{3}{8}$ lire	—	5.2	347	$\frac{1}{2}$	—	1 $\frac{1}{2}$	—	5.1
	Octobre	94	$\frac{1}{8}$	—	»	—	4.8	471	$\frac{1}{2}$	—	5	—	12.7
	Novembre	96	$\frac{5}{8}$	—	»	—	3.1	764	—	—	2 $\frac{1}{4}$	—	3.5
	Décembre	93	$\frac{1}{8}$	—	»	—	6.4	855	—	—	1 $\frac{1}{2}$	—	2.1
	Janvier	97	$\frac{1}{8}$	—	»	—	3.0	777	—	—	3 $\frac{1}{2}$	—	5.4
	Février	92	$\frac{1}{2}$	—	»	—	5.7	872	—	—	2 $\frac{1}{2}$	—	3.4
	Mars	83	$\frac{3}{16}$	—	»	—	3.6	1.117	—	—	1 $\frac{1}{2}$	—	1.6
	Avril	83	$\frac{5}{16}$	—	15 pts	—	2.16	1.440	—	—	8	—	6.6
	Mai	83	$\frac{7}{8}$	—	10 »	—	1.45	1.270	—	—	$\frac{1}{2}$	—	.47
	Juin	85	$\frac{7}{8}$	—	3 »	—	.41	1.222	—	—	pair	—	...
	Juillet	100		—	pair	—	...	2.320	+	+	5 marks	+	2.59
	Août	96		—	pair	—	...	3.175	+	+	20 »	—	7.56
	Septembre	101		—	11 »	—	1.31	5.700	+	+	nominal	—	...
	Octobre	103		—	10 »	—	1.16	9.900	+	+	450 m	+	54.54
	Novembre	106		—	8 »	—	891	26.250	+	+	6.000 »	+	274.3
	Décembre	93	$\frac{3}{4}$	—	20 »	—	2.56	35.000	+	+	5.500 »	+	188.58
1923	Janvier	92	$\frac{1}{2}$	—	11 »	—	1.43	39.500	+	+	1.750 »	+	53.16
	Février	97	$\frac{3}{8}$	—	23 »	—	2.83	190.000	+	+	27.000 »	+	170.53
	Mars	97	$\frac{3}{4}$	—	23 »	—	2.82	105.000	—	—	10.000 »	—	114.28
	Avril	93	$\frac{4}{8}$	—	18 »	—	2.30	97.500	+	+	6.000 »	+	73.85
	Mai	94	$\frac{1}{8}$	—	19 »	—	2.28	170.000	—	—	20.000 »	—	141.18
	Juin	99		—	15 »	—	1.82	350.000	—	—	40.000 »	—	137.14
	Juillet	106	$\frac{7}{8}$	—	22 »	—	2.47	900.000	—	—	30.000 »	—	40.00
	Août	105	$\frac{1}{2}$	—	28 »	—	3.18	5.500.000	+	+	1.500.000 »	+	327.27

importantes ont reçu aussi peu d'attention ou de publicité. La situation actuelle n'existait pas avant la guerre (encore que même à cette époque les cours du dollar à terme fussent cotés régulièrement à Londres). Elle ne se développa qu'à la suite de la crise des changes en 1919, si bien que le monde des affaires commence seulement à s'y adapter. En outre, l'homme ordinaire trouve aux transactions à terme sur les changes un goût de spéculation. A la différence des filateurs de Manchester à qui une longue expérience a appris que ce n'était pas spéculer que de couvrir leurs commandes de coton sur le marché futur de Liverpool, les commerçants qui achètent des marchandises dont le prix est exprimé en une monnaie étrangère ne regardent pas encore comme une partie de la routine habituelle des affaires de couvrir ces affaires de change indirectes par des transactions à terme.

D'autre part il importe de ne pas exagérer le point jusqu'auquel à l'heure actuelle les marchands peuvent se protéger contre le risque du change par des transactions à terme. En premier lieu, pour des raisons dont certaines seront examinées plus loin, ce n'est qu'en ce qui concerne les monnaies principales que de telles transactions peuvent être conclues à un prix modéré. Il n'est pas certain que les banques elles-mêmes aient considéré que prendre des dispositions pour permettre à leurs clients de bénéficier de ces facilités à un prix raisonnable, constitue bien un de leurs services les plus utiles. Elles

ont sans doute redouté que ces facilités tendent en même temps à accroître la spéculation.

Mais il y a une autre réserve qu'il ne faut pas négliger, quand on examine la valeur du marché à terme sous l'angle d'une assurance contre le risque. Le prix d'une marchandise déterminée, évalué dans une monnaie particulière, ne correspond pas exactement aux variations que peut subir cette monnaie sur le marché mondial des changes. Il en résulte que les fluctuations du change d'un pays, dans le cas d'une marchandise dont ce pays est un acheteur ou un vendeur considérable, peuvent influencer sur la valeur mondiale de cette marchandise exprimée en or. Dans ce cas, un commerçant, même s'il est couvert par rapport au change lui-même peut subir des pertes sur son stock invendu, par suite des variations de la valeur mondiale de la marchandise dont il s'occupe, variations occasionnées directement par les variations des changes.

Si nous passons à l'analyse théorique du marché à terme, quelle est la raison déterminante de l'importance et de l'indicatif (plus, ou moins) de l'écart entre les cours à terme et ceux du comptant constaté plus haut ?

Si les dollars à un mois sont cotés meilleur marché que les dollars au comptant à Londres, évalués en livres sterling, cela indique que le marché préfère conserver des fonds pendant le mois en question à New-York qu'à Londres. Cette préférence est mesurée par l'escompte sur

le dollar à terme. En effet, si les dollars au comptant valent \$ 4,40 à la livre sterling et les dollars à terme \$ 4,40 $\frac{1}{2}$, celui qui possède 4,40 peut, en vendant ses dollars au comptant et en les rachetant à terme d'un mois se retrouver à la fin du mois avec \$ 4,40 $\frac{1}{2}$ en étant simplement durant ce mois possesseur de £1 à Londres au lieu de \$4,40 à New-York. C'est ce demi cent qu'il peut gagner en un mois et qui représente un pourcentage de 1 $\frac{1}{2}$ par an qui peut l'amener à faire la transaction. Il montre la préférence du marché pour les fonds détenus durant le mois en question à New-York plutôt qu'à Londres. Il en est la mesure sous réserve de la concurrence.

De même si les francs, les marks et les liras sont cotés à Londres, plus cher à terme qu'au comptant, cela indique que l'acheteur anglais préfère avoir ses fonds à Londres qu'à Paris, Berlin ou Rome.

La différence entre les cours au comptant et les cours à terme est par conséquent la mesure exacte de la préférence du marché de l'argent et des changes pour un centre de dépôt de ses fonds plutôt que pour un autre, *risque du change mis à part*, c'est à dire dans des conditions où le risque des changes est couvert. Qu'est-ce qui détermine ces préférences ?

1. La raison essentielle se trouve dans l'intérêt des prêts à court terme, c'est à dire de l'argent déposé ou prêté pour un laps de temps court sur les deux places en comparaison. Si, en prêtant des dollars pendant un mois à New-York, le

prêteur peut avoir $5 \frac{1}{2} \%$ de son argent, tandis qu'en prêtant des livres à Londres il ne toucherait qu'un intérêt de 4% , la préférence mentionnée et poussant le capitaliste à avoir ses fonds à New-York plutôt qu'à Londres s'explique parfaitement. Cela revient à dire : les cours d'achat à terme d'une monnaie sur le marché financier le plus cher tendent à être moins élevés que les cours au comptant, suivant un pourcentage mensuel égal à l'excédent d'intérêt qui peut être gagné en un mois sur le marché le plus cher par rapport au marché le moins cher. Il faut noter que le facteur déterminant est le taux de l'intérêt à court terme, si bien qu'un pays où par suite de l'absence ou de la mauvaise organisation du marché de l'argent, il est difficile d'emprunter aisément à vue à court terme, peut, pour la facilité du raisonnement, être tenu pour un pays à intérêt peu élevé, même si le taux régissant des périodes plus longues n'est pas bas du tout. Cette considération tend en général à faire de Londres et de New-York des marchés plus attirants qu'aucun centre du Continent.

Le résultat des bas cours d'intérêt pratiqués à Londres de la moitié de 1922 à la moitié de 1923, diminuant l'attrait exercé par Londres comme dépôt de fonds apparaît clairement dans les tableaux qui précèdent : les cours à terme des monnaies étrangères ont baissé relativement aux cours du comptant. Pour ce qui est du dollar, les cours à terme se sont élevés au début de 1923 de 3% au dessus des cours au comptant (les dollars

à terme étaient de 3 % par an moins cher que les dollars comptant évalués en livres sterling). Cela signifiait, — sous réserves des modifications résultant des autres facteurs examinés plus bas, — que le taux des emprunts à court terme était effectivement de près de 3 % plus élevé à New-York qu'à Londres.

Dans le cas du franc, le cours à terme qui avait été inférieur au cours du comptant aussi longtemps que l'argent resta cher à Londres, s'éleva au dessus du comptant, indiquant ainsi que la cherté relative de l'argent à Londres par rapport à Paris avait cessé d'être effective. Pour ce qui est de la lire, les cours à terme, sous les mêmes influences, s'élevèrent et se rapprochèrent des cours du comptant, sans toutefois les rattraper. Néanmoins, en ce qui concerne ces deux dernières monnaies, des prévisions concernant leur avenir jouèrent sans doute également un rôle considérable, pour des raisons qui seront données plus loin, lorsque nous examinerons les résultats.

Les chiffres les plus intéressants sont ceux qui concernent le mark. Ils illustrent clairement ce que j'ai dit plus haut (page 41) au sujet des taux formidables d'intérêt pratiqués en Allemagne à la suite de l'effondrement du mois d'Octobre 1922, et qui résultaient des tentatives faites pour que ce taux restât positif, malgré les probabilités de catastrophe et de ruine de l'unité monétaire. On notera que le taux effectif de l'argent à court terme évalué en marks s'éleva à partir de 50 %

par an, jusqu'à n'être plus que des cours purement nominaux.

2. Si des questions de crédit n'intervenaient point, le taux d'intérêt des prêts à court terme serait le seul facteur dominant. En fait, dans les relations entre Londres et New-York il en est probablement ainsi. Entre Londres et Paris, c'est encore un facteur important. Mais ailleurs, l'incertitude résultant des risques financiers et politiques que la guerre a laissés derrière elle fait intervenir un nouvel élément qui parfois l'emporte sur le facteur des intérêts relatifs de l'argent. Les possibilités de troubles financiers ou d'agitation politique, l'éventualité vraisemblable d'un moratorium dans l'hypothèse de difficultés nouvelles, ou de l'introduction d'une réglementation des changes qui s'opposerait aux mouvements oscillatoires qui se produisent au dehors du pays, ou même les conséquences d'une profonde démonétisation, tous ces facteurs empêchent les banquiers, même si le risque à proprement parler est éliminé, de conserver des disponibilités importantes sur des marchés étrangers. De telles perspectives empêchent le commerce de reposer comme il le devrait sur un calcul mathématique des taux d'intérêt; elles annulent par leur ampleur possible les petits bénéfices qui peuvent résulter des différences de taux d'intérêts ajoutées aux commissions bancaires; et, comme il est impossible de les évaluer par avance, elles empêchent les banquiers conservateurs de faire des affaires étendues à un taux raisonnable. Dans le cas de la Roumanie ou de

la Pologne, par exemple, ce facteur est parfois prépondérant.

3. Il existe encore un troisième facteur de quelque importance. Nous avons supposé jusqu'ici que le taux à terme est calculé de telle sorte que le banquier ou le commerçant puisse se couvrir par une transaction au comptant simultanée et bénéficier d'un profit raisonnable. Mais il n'est pas nécessaire de couvrir toutes les transactions à terme par une affaire au comptant correspondante. Il peut être possible de « marier » une vente et un achat à terme d'une même monnaie. Par exemple, tandis que certains des clients d'un marché peuvent désirer vendre des dollars à terme, d'autres désireront en acheter. Dans ce cas, le marché peut rapprocher ces contreparties, dans ses écritures, et il n'y aura besoin d'aucun mouvement de fonds dans l'une ou l'autre des deux directions. Le troisième facteur dépend donc du fait de savoir si ce sont les vendeurs ou les acheteurs de dollars à terme qui l'emportent. Pour fixer les idées, supposons que les conditions du marché monétaire soient telles que la vente de dollars à terme contre l'achat de dollars au comptant avec un escompte de $1 \frac{1}{2}$ par an ne cause ni profit ni perte. Si dans ces conditions les acheteurs de dollars à terme, exception faite des arbitragistes l'emportent sur les vendeurs de dollars à terme, l'excédent de la demande pourra être satisfait par les arbitragistes, qui ont des ressources liquides à Londres, à un taux inférieur à $1 \frac{1}{2}$ % d'un pourcentage (p.e. $1/2$ %) tel que l'affaire les rému-

néralera suffisamment. Si cependant, les vendeurs l'emportent sur les acheteurs il faudra que les premiers acceptent un escompte suffisant pour que l'arbitrage se produise dans l'autre sens, — c'est à dire, pour que les arbitragistes qui ont des ressources à New-York trouvent un escompte qui dépasse $1\frac{1}{2}\%$ par an de $1/2\%$ par exemple. Ainsi, le taux de l'escompte sur les dollars à terme variera de 1 à 2% par an, suivant que les vendeurs ou les acheteurs seront prédominants.

4. Enfin, nous avons à examiner le cas, très fréquent en pratique, où nous ne sommes pas en présence d'un marché libre et étendu. Des affaires de change à terme ne peuvent être entreprises que par des banques ou des entreprises similaires. Si l'ensemble de ces affaires sur un change particulier se trouve concentré entre quelques mains, ou s'il existe un accord tacite entre les principales institutions intéressées pour maintenir un écart qui procurera un bénéfice supérieur à celui que laisserait la libre concurrence, dans ces conditions le prix représentant la rémunération de la tâche d'arbitrage entre le terme et le comptant pourra dépasser de beaucoup le chiffre modéré indiqué plus haut. Les cours pratiqués à Milan sur la lire à terme, comparés à ceux qui étaient courants à Londres à la même époque indiquent qu'une banque qui peut étendre ses opérations à deux marchés peut souvent réaliser des bénéfices extraordinaires.

Mais, il est encore un point d'une importance considérable qui apparaît lorsque la spéculation

est particulièrement active et se produit dans un seul sens. Souvenons-nous de ceci : le capital circulant disponible qui peut se déplacer d'une place à l'autre pour profiter des taux modérés de profit de l'arbitrage entre le terme et le comptant, n'est nullement illimité et n'est pas toujours proportionné aux besoins du marché. Quand, par exemple, le marché est encombré de monnaies continentales par rapport à la livre, ou de livres par rapport au dollar, selon les cas, la nécessité de vendre à terme de la livre ou du dollar peut amener le prix à terme de ces devises à un tel escompte sur le cours du comptant que cela constituera un profit extraordinaire pour quiconque sera en état d'acheter ces monnaies à terme et de les vendre au comptant. Ce taux anormal de l'escompte ne peut disparaître que si le bénéfice élevé de l'arbitrage entre le comptant et le terme a attiré des capitaux frais dans les affaires d'arbitrage. Si peu de gens comprennent la théorie des changes à terme qu'il y eut en 1920 entre Londres et New-York une occasion où un vendeur de dollars au comptant pouvait gagner 6 % par an de plus que le taux de l'intérêt de l'argent à court terme à Londres en transformant ses dollars en livres et en s'assurant en même temps la reconversion à un mois en dollars, par une vente de livres à terme. De même suivant des chiffres qui m'ont été fournis, il était possible à la fin de février 1921, en vendant des livres au comptant à Milan et en les rachetant un mois plus tard de gagner plus de 25 % par an de plus que l'intérêt des

dépôts de lires liquides à un mois sur cette place.

Il est intéressant de noter que lorsque l'écart entre les cours au comptant et à terme devient anormal temporairement, ce qui indique une forte pression de la spéculation, les spéculateurs ont souvent fait preuve d'une remarquable exactitude de vues. Par exemple, l'escompte anormal sur les dollars à terme qui persista plus ou moins de Novembre 1920 à Février 1921 et indiquait que le marché était gorgé de livres coïncida avec l'extraordinaire hausse de la livre de 3,45 à 3,90. Cet escompte était à son maximum quand la livre était au plus bas. Il atteignit son minimum (au milieu de Mars 1921) lorsque la livre atteignit son point le plus haut, ce qui indiquait que les événements avaient été remarquablement prévus. Le taux relativement haut de l'escompte sur les dollars à terme pratiqué à la fin de 1922 a été de même dû en partie à l'abondance de la spéculation en faveur de la livre. La spéculation reposait alors sur les espérances de relèvement des cours de la devise anglaise et non pas seulement sur le bon marché de l'argent à Londres par rapport à son prix à New-York.

Il semble que la même vérité se puisse appliquer au franc. En Janvier et en Février 1921 la prime anormale sur le franc à terme indiquait qu'aux yeux du marché la devise française était trop bas; ce qui, l'événement le montra, était exact. Les spéculateurs changèrent d'attitude lorsque le franc atteignit son maximum (Juillet 1921) et eurent de nouveau raison. Pendant les cinq premiers mois

de 1922, alors que le franc était à peu près stabilisé, les cours à terme et au comptant étaient à peu de chose près au pair les uns des autres. La chute progressive du franc depuis Juin 1922 a été accompagnée d'un accroissement constant et assez considérable de l'escompte sur le franc à terme. Cela indiquait que le marché avait suffisamment de francs. Une fois de plus il avait raison. L'histoire de la lire est à peu près analogue. Ainsi, alors que le lecteur peut se rendre compte par l'examen des tableaux qui précèdent qu'aucune généralisation ne serait exacte, néanmoins il apparaît qu'en général le marché a été bien inspiré toutes les fois qu'il a pris une décision nette concernant les cours à terme.

Ce résultat peut paraître surprenant si l'on tient compte des sommes considérables que les spéculateurs agissant sur les changes européens sont censés avoir perdues. Mais la masse des spéculateurs d'occasion à travers le monde opère par voies d'achats au comptant de monnaies, sans utiliser ni même connaître les transactions à terme. De telles spéculations peuvent apporter un appui au change au comptant. Elles n'ont point d'influence sur la différence entre le terme et le comptant, que nous venons d'étudier. La conclusion ci-dessus énoncée ne porte que sur le fait suivant : quand les spéculateurs professionnels qui emploient les marchés à terme sont remarquablement unis et actifs, ils ont vu juste en bloc et par là ils ont contribué à modérer les fluctuations qui se seraient produites sans leur intervention.

Je signalerai trois des conclusions pratiques qui peuvent être tirées de cette discussion et des chiffres qui l'accompagnent.

1. Les changes qui subissent les fluctuations les plus vastes et sur lesquelles les marchands ont le plus besoin de facilités pour limiter leurs risques sont précisément ceux qui disposent des moindres facilités pour les transactions à terme pour un taux modéré. Ce fait n'a pas besoin d'être expliqué par l'instabilité du change en lui-même, mais par certaines circonstances concordantes telles que la méfiance du public dans la politique intérieure du pays et son crédit bancaire, la crainte de l'établissement soudain d'une réglementation des changes ou d'un moratorium, et d'autres influences similaires mentionnées plus haut (pages 105). Il n'y a pas de raisons théoriques qui empêchent qu'il existe un excellent marché à terme sur un change extrêmement instable. Par conséquent, dans les pays où une réglementation serait prématurée, il est cependant possible de limiter les conséquences fâcheuses des fluctuations en facilitant les transactions à terme.

C'est là une tâche que les banques d'État de tels pays peuvent facilement accomplir. Pour cela, elles doivent ou bien disposer d'un certain montant de monnaie étrangère, ou bien accepter des dépôts à court terme en leur propre monnaie de la part de banquiers étrangers, à des conditions qui donnent à ces derniers toutes garanties quant à la facilité et à la liberté de retrait de ces dépôts. Divers plans peuvent être suggérés. Mais la

méthode la plus simple consisterait en ceci : les banques d'État participeraient elles-mêmes au marché à terme et s'offriraient à acheter ou à vendre du change à terme moyennant un faible escompte ou une prime minime par rapport aux cours du comptant. J'indique qu'elles ne devraient pas traiter directement avec le public mais seulement avec les banques autorisées ou les établissements de crédit auxquels elles demanderaient des garanties suffisantes ; qu'elles devraient coter chaque jour leurs cours d'achat et de vente de change à un et à trois mois ; que cette quotation ne devrait pas se présenter comme le prix du change en lui-même mais comme un écart proportionnel entre le comptant et le terme. Cela devrait être une cotation pour la double transaction au comptant dans un sens et à terme dans l'autre. Exemple : la Banque d'Italie pourrait offrir de vendre des livres au comptant et en acheter à terme moyennant une prime de $1/8\%$ par mois au profit de la première transaction sur la seconde. Elle pourrait acheter des livres au comptant et les vendre à terme au pair. Pour accomplir cette tâche, la Banque aurait besoin de disposer d'un certain montant de ressources à l'étranger, soit en espèces liquides, soit en possibilités d'emprunt. Mais ce fonds se reconstituerait automatiquement lors de la maturité des contrats à terme. Il n'aurait donc nullement besoin d'avoir l'importance des fonds qui sont nécessaires pour soutenir le change. Cette sorte d'affaires ne comporte pas plus de risques que les autres affaires bancaires en général.

Il ne supporte pas le risque du change proprement dit.

Quand un tel marché à terme est établi aucun marchand ne court le risque propre du change s'il ne le veut pas, et les affaires reposent sur un plancher ferme, même dans un monde qui se déplace. Les Résolutions financières de la Conférence de Gênes (1922) comprenaient une recommandation favorable à ce programme.

Je développerai plus loin (Chap. V.) une proposition tendant à ce que la Banque d'Angleterre renforce son contrôle en fixant chaque Jeudi les prix de l'or au comptant et à terme, exactement comme elle fixe actuellement le taux de son escompte. Mais d'autres Banques Centrales augmenteraient également leur contrôle sur les variations des changes si elles adoptaient le projet de coter le change à terme en le mesurant par rapport au change au comptant. En faisant varier ces cours, elles pourraient, en effet, modifier l'intérêt offert aux capitaux *étrangers*, ce qui serait une politique entièrement distincte de la politique du taux de l'escompte qui tend à régir l'intérêt offert aux disponibilités *nationales*.

2. Il n'est pas rare à l'heure actuelle que les banques entreprennent de distinguer les affaires de spéculation à terme sur les changes et celles qui tendent à limiter les risques d'une transaction commerciale. Elles s'efforcent de décourager les premières. Les réglementations officielles dans beaucoup de pays ont poursuivi le même but. Je crois que c'est là une erreur. Les banques

devraient prendre de strictes précautions pour s'assurer que leurs clients sont en état de faire face aux pertes éventuelles sans difficultés sérieuses. Mais, cela fait, il ne serait pas utile qu'elles se documentent davantage, pour les raisons suivantes.

D'abord, il est à peu près impossible d'éviter qu'on élude ces règlements; et si le commerce est poussé à user de méthodes d'évasion il tend à procurer des bénéfices excessifs à des intermédiaires et à tomber entre des mains peu recommandables.

Ce qui est plus important et moins encore remarqué, c'est que le spéculateur, s'il a des ressources peut rendre des services utiles et presque essentiels. Le volume total du commerce est réparti d'une manière inégale tout au long de l'année. Par suite, les fluctuations saisonnières, ainsi qu'il a été expliqué plus haut se produisent avec une intensité excessive si des éléments non commerciaux n'interviennent pas pour les modérer. Un marché à terme libre, duquel la spéculation ne serait pas exclue permettra au commerçant de ne pas spéculer, s'il ne le veut pas. Le commerce tout entier pourra bénéficier d'avantages tels que ceux qui sont procurés au trafic du coton ou l'on négocie à terme sur les marchés de New-York et de Liverpool. Là où le risque existe d'une manière inévitable, il est préférable qu'il soit supporté par ceux qui sont désireux de l'encourir, plutôt que par les négociants qui ne sont point qualifiés pour agir en spéculateurs, et dont l'esprit serait détourné de leurs réelles affaires. Les amples

fluctuations des principaux changes au cours des trois dernières années, abstraction faite de leur dépréciation constante, ont résulté non de l'existence de la spéculation, mais de son rapport trop faible avec le volume du commerce.

3. Faute d'analyse suffisante des relations entre les changes à terme et les changes au comptant, on peut parfois être amené à pratiquer une politique erronée du taux de l'escompte. L'argent cher, — c'est à dire, un taux élevé de l'intérêt pour des emprunts à court terme, — a deux effets. Le premier est indirect et progressif : il diminue le volume du crédit dans les banques. Il n'a guère changé. Il est désirable de le déclencher lorsque les prix s'élèvent et que les affaires tendent à se développer plus rapidement que les ressources de capital et la demande effective ne le peuvent permettre à la longue. Il est dangereux quand les prix baissent et que les affaires traversent une crise.

L'autre effet de l'argent cher, ou plutôt de l'argent plus cher sur une place que sur une autre tirait généralement l'or du marché où l'argent était le moins cher, pour lui donner des utilisations temporaires là où il était le plus cher. Mais, à présent, le seul effet est de produire une concordance nouvelle des cours à terme et au comptant des changes entre les deux places. Si l'argent devient plus cher à Londres, l'escompte sur les dollars à terme diminue ou est remplacé par une prime. Cette conséquence a été indiquée plus haut, au sujet de la diminution du prix de

l'argent à Londres dans le 2^e semestre de 1922 augmentant l'escompte sur les dollars à terme, et de l'élévation du taux de l'intérêt au milieu de 1923 diminuant cet escompte. Telles sont, dans les circonstances actuelles les principaux effets immédiats d'une différence modérée des taux de l'intérêt sur deux places, abstraction faite des conséquences indirectes à longue portée. Personne n'accepte de transférer momentanément de l'argent d'un marché à un autre, en courant les risques du change, pour profiter seulement d'une différence annuelle d'intérêt de 1/2 ou de 1 %. Par suite, l'effet direct des différences du prix de l'argent sur le niveau *absolu* des changes, — comparé à l'écart entre le terme et le comptant, — est minime. Il est limité à l'influence relativement faible que le rapport des cours du comptant et du terme exerce sur les spéculateurs (1). Les arbitragistes entre le terme et le comptant s'efforcent de profiter de la situation nouvelle, jusqu'à ce que les affaires de remises temporaires, distinctes de la spéculation sur le change proprement dite, ne soient pas plus lucratives qu'auparavant, et par suite ne se développent pas sur une échelle plus étendue. Il en résulte qu'il n'y a

(1) Si le taux de l'intérêt s'élève à Londres, l'escompte sur les dollars à terme diminuera ou sera remplacé par une prime. Cela peut avoir quelque conséquence, en encourageant les ventes spéculatives de dollars à terme (une semblable conséquence dépend de la proportion entre les cours au comptant et à terme et des fluctuations probables des cours au comptant, attendues par les spéculateurs). Ces ventes seront couvertes par les banques, ce qui entraînera le cours du change en faveur de Londres.

pas de répercussion nette sur le niveau absolu des cours au comptant.

Les raisons données en faveur du maintien de la concordance entre le taux de la Banque d'Angleterre et celui du Federal Reserve Board des États-Unis prêtent parfois à confusion. L'influence possible d'un taux d'escompte élevé sur la situation générale est incontestable. Mais c'est une erreur de croire qu'une différence minimale entre les taux d'intérêt à Londres et à New-York réagisse sur le change livre-dollar, comme sous un régime de convertibilité de la monnaie. Sa réaction directe se produit sur l'écart entre les dollars à terme et au comptant. Il ne peut guère affecter le niveau absolu du change au comptant que si les changements des taux relatifs de l'argent sont comparables en ampleur (comme jadis) aux variations éventuelles des changes.

CHAPITRE IV

LES ALTERNATIVES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Nos deux premiers chapitres sur les maux résultant de l'instabilité du pouvoir d'achat de la monnaie et sur le rôle des finances publiques ont indiqué à quel point le sujet que nous traitons importe au bien-être de la Société. Le troisième chapitre a été écrit pour fournir une base théorique sur laquelle on puisse fonder une politique de reconstruction. A présent et dans le chapitre qui suit, nous nous préoccupons des *remèdes*.

L'instabilité de la monnaie a été faite dans la plupart des pays, à part les États-Unis, de deux éléments : l'impossibilité de maintenir la stabilité des monnaies nationales par rapport à ce que l'on croyait être l'étalon des valeurs, l'or, — et l'impossibilité pour l'or lui-même de rester stable par rapport au pouvoir d'achat. L'attention a été surtout attirée (ce fut le cas du Comité Cunliffe) par le premier de ces deux facteurs. On suppose souvent que le rétablissement de l'étalon d'or, c'est à dire de la convertibilité de chaque monnaie en or à un cours déterminé doit être en tout cas notre but, et que la question essentielle est de savoir si le taux de conversion doit être fixé aux

cours d'avant-guerre ou bien à un chiffre plus faible, plus voisin de la valeur actuelle, ce qui revient à poser le problème : *Inflation* ou *déflation*.

Cette supposition est trop hâtive. Si nous jetons un coup d'œil sur la courbe des prix pendant les cinq dernières années, il est clair que les États-Unis, qui ont bénéficié constamment de l'étalon d'or ont souffert autant que beaucoup d'autres pays, qu'en Angleterre l'instabilité de l'or a été un facteur plus actif que celle du change, que la même vérité s'applique à la France, et presque aussi exactement à l'Italie. D'un autre côté, les Indes qui ont subi, nous le verrons plus loin des fluctuations extrêmement violentes des changes ont possédé cependant l'étalon de valeur le plus stable.

Par conséquent, en fixant les changes, nous ne nous débarrasserions pas des troubles monétaires. Il serait même possible que cette mesure affaiblisse notre contrôle. Le problème de la stabilisation a plusieurs faces qu'il importe de considérer une par une :

1. Dévaluation ou Déflation? Voulons-nous fixer l'étalon de la valeur, qu'il soit ou non l'or, aux environs de sa valeur actuelle? Ou bien voulons-nous le ramener à son taux d'avant-guerre?

2. Stabilité des Prix ou Stabilité des Changes? Est-il plus important que la valeur d'une monnaie nationale soit stable par rapport au pouvoir d'achat ou par rapport à certaines monnaies étrangères?

3. Le rétablissement d'un étalon d'or. A la clarté des réponses faites aux deux premières

questions, l'étalon d'or, si imparfait qu'il soit en théorie, paraît-il être le meilleur moyen pratique d'atteindre les fins que nous poursuivons ?

Lorsque nous aurons choisi entre ces diverses alternatives, nous pourrons dans le prochain chapitre passer aux suggestions pratiques.

1. *Dévaluation ou Déflation ?*

La politique qui consiste à réduire la quantité de la circulation nationale par rapport aux besoins de pouvoir d'achat du pays, de manière à faire monter le change de cette monnaie évaluée en or ou en marchandises, s'appelle la *déflation*.

La politique opposée qui consiste à stabiliser la valeur de la monnaie plus près de son cours actuel, sans que l'on tienne compte de sa valeur d'avant-guerre, s'appelle la *déévaluation*.

Jusqu'à la Conférence de Gênes, du mois d'Avril 1922, le public ne distinguait pas bien clairement ces deux politiques. Ce n'est que graduellement qu'est apparue l'opposition nette qui les sépare. Même à présent (Octobre 1923) à peine existe-t-il un pays en Europe où le Gouvernement ait indiqué clairement que sa politique tend à relever la valeur de la monnaie ou bien à la stabiliser. Les Conférences Internationales ont préconisé la stabilisation aux cours actuels et la valeur de beaucoup de monnaie tend à baisser plutôt qu'à se relever (1). Mais, à en juger par

(1) Tandis que la Conférence de Gênes (Avril 1922) affirmait cette doctrine, les représentants des pays les plus directement visés s'unissaient pour déclarer qu'elle ne pourrait

d'autres indications, l'idée de derrière la tête des Banques d'émission d'Europe, soit qu'elles en poursuivent la réalisation avec succès comme c'est le cas pour la Tchéco-Slovaquie, soit qu'elles n'y parviennent pas comme c'est le cas de la France, est de relever la valeur de leur monnaie. Ce n'est qu'en Autriche que l'on a pris des mesures pour stabiliser le change.

Les arguments simples contre la déflation sont de deux ordres.

En premier lieu, la déflation n'est pas *désirable*, parce que par voie de conséquence, elle produit ce qui est toujours regrettable, un changement de l'étalon des valeurs et procède à une nouvelle répartition de la richesse qui nuit au commerce et à la tranquillité sociale. La déflation, comme nous l'avons déjà vu, transfère la richesse de la communauté au profit de la classe des rentiers et aux possesseurs de créances. De même l'inflation implique le transfert réciproque. En particulier, la déflation cause un transfert d'argent de l'emprunteur commerçant, industriel, paysan au prêteur; des actifs aux inactifs.

s'appliquer à eux. M. Peano, M. Picard et M. Theunis, parlant au nom de l'Italie, de la France et de la Belgique annoncèrent chacun pour leur pays qu'ils n'avaient pas à s'occuper de la dévaluation et qu'ils étaient décidés à ramener leurs monnaies respectives à leur valeur d'avant-guerre. Il est peu probable que la réforme résulte d'une action simultanée. Les experts de Gênes s'en rendirent compte lorsqu'ils « se risquèrent à suggérer » qu'un « service considérable serait rendu par la nation qui déciderait la première franchement de donner l'exemple de la stabilisation immédiate par rapport à l'or » par la dévaluation.

Mais, tandis que l'écrasement du contribuable au bénéfice du rentier est le principal résultat durable, il se produit pendant la période de transition un autre trouble, plus violent. La politique qui élève progressivement la valeur d'une monnaie de 100 % par exemple au dessus de son cours effectif évalué en or, — je reprends ici la discussion du chapitre I, — fait savoir à tous les commerçants et à tous les industriels que pendant un certain temps leurs stocks et leurs matières premières se déprécieront rapidement entre leurs mains, et à tous ceux qui financent leurs affaires à l'aide d'argent emprunté, qu'ils auront tôt ou tard perdu 100 % de leur dette, puisqu'ils auront à rembourser une somme évaluée en marchandises double de celle qu'ils auront reçue. Le commerce moderne qui vit principalement de crédit doit nécessairement être paralysé par une telle politique. Ce sera l'intérêt de tous les commerçants d'interrompre leurs affaires pendant un certain temps et de tous ceux qui prévoient qu'ils auront des dépenses à effectuer de retarder leurs ordres aussi longtemps que possible. Le sage sera celui qui convertira ses capitaux en argent liquide, qui évitera les risques et les pertes que comporteront des fonctions actives et attendra à la campagne la rapide appréciation de son argent. L'éventualité de la Déflation est néfaste. La certitude que la déflation va se produire est désastreuse. En effet, le mécanisme du monde commercial moderne est encore moins adapté aux fluctuations de la valeur de la monnaie en hausse qu'en baisse.

En second lieu, dans beaucoup de pays, la Déflation, même si elle est désirable n'est pas possible. En d'autres termes, il n'est pas possible de pousser la déflation à un point suffisant pour ramener la monnaie à sa valeur d'avant-guerre. En effet, le fardeau qu'elle imposerait au contribuable serait intolérable. Je n'ai rien à ajouter ici à ce que j'ai écrit sur ce sujet au second chapitre. Cette impossibilité pratique aurait pu amener à une politique inoffensive, si barrant le chemin à l'autre alternative elle ne prolongeait la période de doute, de fluctuations saisonnières considérables, et même ne pouvait être avancée assez loin dans certains cas pour troubler considérablement le commerce. Le fait que le retour de la monnaie à sa parité d'avant-guerre est toujours la politique officielle des gouvernements français et italien empêche dans ces pays toute discussion sérieuse de la réforme monétaire. Tous ceux, — ils sont nombreux dans les milieux financiers, — qui ont des raisons de vouloir paraître « orthodoxes » sont forcés de dire des sottises. En Italie, pays qui paraît mur pour la réforme monétaire et où les opinions économiques saines ont beaucoup d'influence, M. Mussolini a menacé de ramener la lire à sa valeur d'avant-guerre. Heureusement pour le contribuable Italien et pour les commerçants, la lire n'obéit pas, même à un tel dictateur, et n'est pas sensible à l'huile de ricin. Mais de telles paroles peuvent retarder la réforme réaliste. On peut cependant se demander si un si habile politicien même dans un mouvement de fanfar-

ronade et d'exubérance, aurait proposé une telle politique s'il avait compris qu'exprimée en d'autres termes elle se ramenait à ceci : « Ma politique tend à diminuer de moitié les salaires, à doubler le fardeau de la dette publique et à réduire de 50 % les bénéfices que la Sicile peut tirer de ses exportations d'oranges et de citrons ». Un seul pays, la Tchéco-Slovaquie a fait l'expérience de la déflation sur une petite échelle qui parut cependant suffisante. Relativement libre du fardeau de la dette intérieure et du déficit budgétaire, elle put dans le courant de 1922, poursuivant la politique financière du Dr Alois Rasin, employer le produit de certains emprunts extérieurs à améliorer le change de la couronne Tchèque et à l'amener à un niveau trois fois supérieur à celui auquel elle se trouvait l'année précédente. Cette politique lui a procuré une crise industrielle et un sérieux chômage. A quelles fins ? Je l'ignore. Même à présent la couronne tchèque ne vaut qu'un sixième de sa valeur d'avant-guerre. Elle reste instable, flottant aux souffles des saisons et des vents de la politique. La hausse devra-t-elle continuer indéfiniment ? La Tchéco-Slovaquie était mieux placée qu'aucun autre pays en Europe pour fonder sa vie économique sur une monnaie saine et stable. Ses finances publiques étaient en équilibre, son crédit était satisfaisant, ses ressources extérieures assez abondantes, et nul ne l'aurait blâmée d'avoir pratiqué la dévaluation sur la couronne, ruinée sans qu'elle eut été responsable de sa chute, imputable seulement à la monarchie dualiste. Pour-

suivant une politique erronée inspirée d'un esprit de vertu farouche, elle préféra la stagnation de son industrie et un étalon instable. (1)

Si le retour de nombreuses monnaies d'Europe à leur parité d'avant-guerre n'est ni désirable ni possible, quelles sont les raisons qui ont fait de cette impossibilité peu souhaitable la politique avouée de la plupart des pays ? Voici les principales :

1. *Laisser la valeur-or de la monnaie nationale au niveau bas auquel la guerre l'a amenée est une injustice pour les rentiers, pour tous ceux dont le revenu est fixé en monnaie et pratiquement une violation de contrat ; tandis que la ramener à sa valeur d'avant-guerre serait faire face à une dette d'honneur.*

Le dommage causé aux rentiers d'avant-guerre est hors de discussion. Mais la justice véritable demanderait le retour à la parité du pouvoir d'achat et non seulement à la valeur or de leurs revenus monétaires. Nul ne propose cependant

(1) Je ne peux pas critiquer l'ouvrage accompli à la fin de ses fonctions par le Dr Rasin, tombé sous la main d'un assassin, sans rappeler la grande tâche qu'il a accomplie en 1919, lorsqu'il sauva la monnaie de son pays de la catastrophe environnante. L'estampillage des billets autrichiens et la perception d'un impôt frappant les détenteurs qui s'y soumettaient fut la seule mesure financière énergique, courageuse et heureuse accomplie en Europe à cette époque. On en peut trouver l'histoire sous la plume du Dr Rasin dans *La politique financière de la Tchéco-Slovaquie*. Avant qu'il eut achevé d'autres influences agissaient. Mais quand en 1922 ce ministre austère et désintéressé revint au pouvoir, il manqua à mon sens une occasion. Il aurait pu compléter sa tâche en fondant la monnaie sur une base fixe et stable, tandis qu'il employa sa vaste autorité à désorganiser le commerce par les procédés futiles de la déflation.

cette mesure. D'autre part la justice nominale n'a pas été violée puisque ces placements étaient faits non en lingots d'or, mais en monnaie ayant cours légal. Néanmoins, si cette classe de capitalistes pouvait être envisagée isolément les considérations d'équité et l'utilité de donner satisfaction à des espérances raisonnables fourniraient de bons arguments.

Mais telle n'est pas la situation actuelle. Les grands emprunts de guerre ont détruit les économies d'avant-guerre placées à intérêt fixe et la société dans son ensemble s'est adaptée à la situation nouvelle. Restaurer la valeur d'avant-guerre des emprunts par la déflation signifie augmenter en même temps la valeur des rentes de guerre et d'après guerre, et par là porter les revendications totales des rentiers non seulement à un point qui dépasse ce à quoi ils ont droit mais qui est hors de toute proportion avec le revenu total de la communauté. En effet la justice, si on la comprend bien, intervient aussi dans l'autre sens. Une bien plus grande proportion de contrats monétaires furent conclus lorsque la monnaie était voisine de sa valeur actuelle que lorsqu'elle était proche de son cours de 1913. Ainsi, pour être juste vis-à-vis d'une minorité de créanciers, on causerait une bien plus grande injustice à une importante majorité de débiteurs.

Cet aspect de la question a été remarquablement discuté par le Professeur Irving Fisher (1). Nous

(1) Voir son article *Dévaluation contre Déflation* dans le 11^e supplément économique du *Manchester Guardian* (7 Dec. 1922).

oublions, dit-il, que tous les contrats demandent le même traitement, si l'on veut assurer la justice, et que tandis que nous nous demandons si nous devons procéder à la déflation pour assurer une justice idéale à ceux qui ont passé des contrats sur la base des anciens prix, on contracte constamment sur les bases des prix actuels. Une statistique de la masse des contrats subsistant à l'heure actuelle classés suivant leurs dates de conclusion montreraient que si quelques contrats ne datent que d'un jour, si plusieurs datent d'un mois, si certains ont un an, d'autres dix ans, et parfois même un siècle, l'immense majorité cependant a une origine très récente. Par conséquent, la moyenne et le centre de gravité de la dette totale existante sont assez voisins de l'époque actuelle. Avant la guerre, le Professeur Irving Fisher estimait en bloc que la moyenne des contrats aux États-Unis datait d'un an.

Quand la dépréciation de la monnaie a duré assez longtemps pour que la Société se soit adaptée aux nouvelles valeurs, la Déflation est encore pire que l'Inflation. Toutes deux sont « injustes » et trompent les espérances les plus raisonnables. Mais, tandis que l'Inflation, allégeant le fardeau de la dette publique et stimulant les entrepreneurs, a peu de choses à jeter dans l'autre plateau de la balance, la Déflation n'a rien du tout à offrir.

2. Le retour de la monnaie à sa valeur d'avant-guerre renforce le prestige financier d'un pays et engendre la confiance en son avenir.

Lorsqu'un pays peut espérer ramener rapide-

ment sa monnaie à sa valeur d'avant-guerre, cet argument ne peut pas être négligé. Tel est le cas de l'Angleterre, de la Hollande, de la Suède, de la Suisse et peut-être de l'Espagne. Mais l'argument ne peut pas être étendu aux pays qui, même s'ils peuvent relever quelque peu le cours de leur monnaie ne pourraient cependant pas lui rendre sa valeur passée. L'essentiel de l'argument c'est que le cours doit atteindre l'*exacte* parité d'avant-guerre. Il est à peu près indifférent au prestige financier de l'Italie que la livre soit stabilisée par rapport à la livre à 60 plutôt qu'à 100. Il serait même préférable qu'elle restât définitivement à 100 plutôt que de varier entre 60 et 100.

L'argument est donc limité aux pays dont la valeur-or de la monnaie est seulement de 5 à 10 % au dessous de l'ancienne valeur. Son importance dépend dans ce cas de la réponse qui sera donnée au problème discuté plus loin de savoir si nous devons dans l'avenir, comme dans le passé nous attacher à un étalon d'or illusoire. Si nous préférons un tel étalon à tout autre critérium possible, et si notre confiance dans l'avenir doit dépendre non de la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie mais de la fixité de sa valeur-or, alors il peut être bon de pratiquer une déflation de 5 à 10 %. Cette opinion est conforme à celle qu'exprimait Ricardo il y a un siècle (1). Mais si nous décidons de tendre à l'avenir davantage

(1) Voir plus bas, page 178.

à la stabilisation du niveau des prix qu'à une parité déterminée avec l'or, dans cette alternative, *cadit quaestio*.

En tout cas, cet argument n'atteint pas nos conclusions principales, à savoir que la saine politique pour les pays qui ont subi une dépréciation prolongée et profonde est de pratiquer la dévaluation et de fixer la valeur de leur monnaie à un chiffre voisin de sa valeur actuelle à laquelle le commerce et les salaires se sont adaptés.

3. *Si la valeur-or de la monnaie d'un pays peut être relevée, les travailleurs bénéficieront d'une réduction du prix de la vie, les marchandises étrangères seront moins coûteuses et la dette extérieure fixée en or (par exemple la dette envers les États-Unis) sera payée avec de moindres difficultés.*

Cet argument qui n'est qu'un leurre, exerce autant d'influence que les deux précédents. Si le franc vaut plus cher, dit-on, les salaires qui sont payés en francs achèteront davantage et les importations qui sont payées en francs coûteront moins cher. Non. Si les francs valent davantage ils achèteront plus de travail de même qu'ils achèteront plus de marchandises, — ce qui revient à dire que les salaires diminueront, et les exportations françaises qui payent les importations diminueront de valeur évaluées en francs dans la même proportion que les importations. Et à la longue il n'y aura pas de grande différence dans la quantité de marchandises dont l'Angleterre devra transférer la valeur en Amérique pour payer sa dette en dollars, que la livre tombe au cours de 4 dollars

pour une livre, ou qu'elle recouvre son cours d'avant-guerre. Le fardeau de la dette dépend de la valeur de l'or, puisqu'elle a été fixée en or, et non de la valeur de la livre. Il est difficile, semble-t-il pour les hommes de comprendre que leur monnaie n'est qu'un intermédiaire sans signification en lui-même qui passe d'une main à l'autre et disparaît, lorsque son rôle est joué, de la masse de la richesse de la nation.

En terminant cette section, je voudrais, à propos de la déflation et de la dévaluation citer deux autorités classiques, Gibbon et Ricardo. L'un représente la sagesse imposante mais fausse de l'homme d'état officiel. L'autre exprime clairement la voix de la raison éclairée.

Dans le onzième chapitre de *The Decline and Fall*, Gibbon déclare incroyable l'histoire selon laquelle en l'an 274 la politique de déflation intense exercée par Aurélien pour restaurer la valeur intégrale de la monnaie fut cause d'une insurrection qui entraîna la mort de 7.000 soldats. « Nous aurions naturellement pu attendre, écrit-il, que la réforme monétaire fût une mesure aussi populaire que la destruction des vieilles dettes brûlées par ordre de l'empereur sur le Forum de Trajan. A une époque où l'on comprenait si mal les principes du commerce, les solutions les plus désirables devaient être atteintes par les voies les plus dures et les moins opportunes. Mais des maux temporaires de cette nature n'auraient pas du exciter et entretenir une sérieuse guerre civile.

La perception d'impôts insupportables sur la terre ou les choses les plus nécessaires peut à la fin exaspérer ceux qui ne veulent ou ne peuvent pas quitter leur pays. Mais telle n'est pas la situation quand des mesures quelles qu'elles soient rétablissent la juste valeur de la monnaie ».

Il est possible que Rome n'ait pas parfaitement compris les principes du commerce au troisième siècle et même au vingtième, mais cela n'empêchait pas les citoyens d'en expérimenter les applications. M. Mussolini aurait intérêt à parcourir les annales d'Aurélien qui, « ignorant les contraintes des institutions civiles qu'il supportait impatiemment » tomba de la main d'un assassin un an après sa politique de déflation, « regretté de l'armée, haï du Sénat, mais universellement considéré comme un prince glorieux et fortuné, réformateur sévère mais utile d'un état dégénéré. » Peut-être même M. Poincaré a-t-il maintenant acquis une notion juste des changes étrangers : celui qui veut les relever, tombe lui-même ; espérer tirer un profit politique de la déflation est une erreur éternelle.

Le 12 Juin 1822, (1) Ricardo s'exprimait ainsi qu'il suit à la Chambre des Communes : « Si en

(1) Le grand débat des 11 et 12 juin 1922 sur la motion de M. Western concernant la reprise du paiement à caisse ouverte illustre bien, en particulier par les discours de M. Western et de son opposant, M. Huskisson, la régularité des maux qui suivent la hausse monétaire résultant de la déflation, et l'antithèse permanente qui distingue le tempérament des partisans de la déflation et celui de la dévaluation. Je me demande cependant si aucun des déflationnistes d'à présent serait capable d'un discours aussi remarquable que celui de M. Huskisson.

1819 la valeur de la monnaie s'était fixée au cours de 14 shillings pour un billet d'une livre, ce qui était le cas en 1813, j'aurais pensé qu'en faisant la balance de tous les avantages et de tous les inconvénients de la situation, il aurait convenu de stabiliser la monnaie à cette valeur qui avait servi de base à la plupart des contrats. Mais quand la monnaie se trouve à 5 % de son ancienne valeur, le mieux est de retourner aux anciens cours ».

On trouve la même idée dans *Protection to Agriculture* (œuvres de Ricardo, page 408). Il approuve que l'on rétablisse l'ancien étalon si l'once d'or vaut £4:2 s, mais il ajoute que si elle avait valu £5:10 s, « aucune mesure n'aurait pu être plus inopportune que de bouleverser aussi violemment tous les engagements existants ».

2. *Stabilité des Prix ou Stabilité des Changes ?*

Sous réserve de ce qui a été dit au chapitre III, le taux du change d'un pays par rapport avec le change du reste du monde (on suppose pour plus de simplicité qu'il n'y a qu'une monnaie étrangère) dépend du rapport entre le niveau des prix internes et externes. Il s'ensuit que le change ne peut pas être stable, à moins qu'*à la fois* les prix intérieurs et les prix extérieurs restent stables. Si donc les prix extérieurs ne sont point placés sous notre contrôle nous devons admettre que soit nos prix intérieurs, soit notre change dépende d'influences extérieures. Si le niveau des prix externes est instable, nous ne pouvons stabiliser *à la fois* nos

prix internes et notre change. Nous sommes obligés de choisir.

Avant la guerre, quand le monde presque dans sa totalité était régi par l'étalon d'or nous nous étions tous prononcés en faveur de la stabilité du change contre la stabilité des prix, et nous étions prêts à nous soumettre aux conséquences sociales d'un changement des prix résultant de motifs indépendants de notre volonté, telles que la découverte de nouvelles mines d'or dans des pays étrangers, ou des modifications de la politique bancaire à l'extérieur. Mais nous agissions ainsi parce que d'une part nous n'osions pas adopter une politique moins automatique bien que plus raisonnée et que d'autre part les différences de prix dont nous avons fait l'expérience, étaient modérées. Néanmoins, il existait des avocats éloquents de l'autre politique. En particulier les propositions du Professeur Irving Fisher relatives à un dollar « équilibré » revenaient, à moins que toutes les nations n'adoptassent le même plan, à préférer la stabilité des prix intérieurs à celle du change.

Le choix n'est pas nécessairement le même pour tous les pays. Il dépend en partie de l'importance relative du commerce extérieur dans la vie économique nationale. Néanmoins, il semble qu'il y ait dans tous les cas une présomption en faveur de la stabilité des prix, si elle peut être atteinte. La stabilité du change est un avantage qui augmente l'activité et la prospérité de ceux qui sont engagés dans des opérations de commerce extérieur.

La stabilité des prix d'autre part est essentielle pour écarter les différents inconvénients décrits au chapitre I. Les contrats et les prévisions commerciales qui supposent un change stable sont bien moins nombreux même dans un pays aussi commerçant que l'Angleterre que ceux qui présument un niveau constant des prix intérieurs. Le principal argument contraire c'est que la stabilité des changes est bien plus facile à réaliser, puisqu'elle ne nécessite que l'adoption du même étalon des valeurs à l'intérieur et à l'extérieur, tandis qu'un étalon interne qui maintienne la stabilité des nombres indicateurs constitue une innovation scientifique qui n'a jamais encore été réalisée.

Un pays, par hasard sans doute plutôt qu'à dessein, a dernièrement fourni un exemple intéressant des avantages procurés par la stabilité des prix intérieurs obtenue au prix des fluctuations du change. C'est l'Inde. L'attention générale est si nettement fixée sur les changes considérés comme la pierre de touche de la politique financière que le Gouvernement de l'Inde, rudement attaqué ne s'est pas défendu aussi énergiquement qu'il aurait pu. Pendant la période prospère de 1919-20, lorsque les prix mondiaux s'élevaient, on permit au change de la roupie de s'élever progressivement. Il en résulta que le niveau le plus haut atteint par les nombres indicateurs de l'Inde en 1920 n'était supérieur que de 12 % à la moyenne de 1919 tandis qu'en Angleterre la hausse était de 29 %. Le rapport du Comité des Finances de l'Inde que le Gouvernement de l'Inde employa assez

maladroitement, sans tenir suffisamment compte des changements rapides de la situation, était évidemment sous l'influence de l'importance qu'il y a dans un pays tel que l'Inde, et en particulier dans la situation politique où il se trouvait, d'éviter un rapide mouvement de hausse des prix internes. La critique la plus juste que l'on puisse adresser au Gouvernement de l'Inde, à la lumière des événements qui ont suivi, c'est qu'il a été trop loin en tentant d'élever la roupie jusqu'au cours de 2s 8d, cours qui n'était pas prévu dans le rapport. Les prix à l'extérieur de l'Inde ne s'élevèrent jamais assez pour justifier un cours de la roupie supérieur à 2s 3d, si l'on voulait stabiliser les prix au niveau de 1919. D'autre part, quand les prix mondiaux baissèrent, on laissa le cours de la roupie s'effondrer avec eux. Il en résulta que le point le plus bas atteint par les nombres indicateurs de l'Inde n'était que de 16 % inférieur à la moyenne de 1920, tandis qu'en Angleterre il l'était de 50 %. Le tableau suivant donne des détails précis :

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

	Prix indiens	Prix anglais	Valeur de la roupie en Livres	
			Parité du pouvoir d'achat	Cours réel du change
Moyenne de 1919	100	100	100	100
Plus haut cours de 1920	112	129	115	152
Plus bas cours de 1921	95	65	69	72
Moyenne de 1922	90	64	71	74

Si le gouvernement de l'Inde avait réussi à stabiliser le change de la roupie par rapport à la livre, il aurait été obligé de soumettre le pays à de désastreuses fluctuations des prix, comparables à celles qui ont été supportées par l'Angleterre. Ainsi, la présomption instinctive en faveur de la stabilisation des changes considérée comme le seul but auquel on doit tendre demande davantage d'attention et d'examen qu'elle n'en reçoit généralement.

Telle est la situation en particulier lorsque l'on ne peut envisager que dans un avenir lointain l'adoption par la majorité des nations d'un même étalon. Lorsqu'en adoptant l'étalon or nous obtenions la stabilité du change avec le monde presque dans sa totalité, alors que tout autre étalon eut semblé une pure excentricité, divers avantages de certitude et de commodité justifiaient

le goût conservateur que l'on avait pour l'or. Cependant, même dans ce cas, la commodité des commerçants et l'ancestral attachement au métal précieux n'auraient point suffi, je crois, à défendre le trône de l'or, s'il n'avait eu un autre appui : depuis de longues années, l'or avait procuré non seulement un change stable, mais encore un niveau constant des prix. En fait, le choix entre la stabilité du change et la stabilité des prix ne s'était pas encore présenté comme un pressant dilemme. Et lorsque, avant le développement des mines Sud-Africaines, nous nous trouvions en présence d'une baisse constante des prix, l'âpreté de la discussion sur le bimétallisme témoignait du mécontentement qui naissait, sitôt que l'étalon employé semblait incompatible avec la stabilité des prix.

En effet, on peut se demander si le système d'avant-guerre de réglementation internationale de la circulation de l'or aurait été capable de régir des différences aussi considérables et aussi soudaines entre les prix des divers pays que celles qui se sont produites ces derniers temps. Le défaut du régime d'avant-guerre sous lequel le cours du change entre un pays et le reste du monde était fixé et où le niveau des prix avait besoin de s'adapter de lui-même à ce cours (il était régi principalement par des influences extérieures) était qu'il procédait trop lentement et n'était pas assez sensible. Le défaut du régime d'après-guerre, sous lequel le niveau des prix dépend principalement d'influences internes (la circulation interne et la politique de crédit) et où le cours du change doit s'adapter à

ce niveau est qu'il a des effets trop brusques et qu'il est trop sensible. Il en résulte que des causes très transitoires peuvent avoir des répercussions très violentes. Néanmoins, lorsque les fluctuations sont vastes et soudaines, une réaction rapide est nécessaire pour rétablir l'équilibre. C'est la nécessité des réactions rapides qui a rendu les méthodes d'avant-guerre inapplicables à la situation d'après-guerre, et a fait naître en chacun le désir de la fixation définitive du change.

Nous connaissons bien la chaîne le long de laquelle les méthodes d'avant-guerre parvenaient à leur résultat. Si l'or sortait des réserves centrales d'un pays, cela modifiait la politique d'escompte et l'octroi du crédit. Il en résultait des modifications de la demande et par suite du prix des marchandises les plus sensibles aux facilités de crédit. Progressivement, par l'intermédiaire de ces marchandises, le mouvement se répandait sur le prix des marchandises en général, y compris celles qui font partie du commerce international, jusqu'à ce que sur les bases du nouveau niveau des prix les marchandises étrangères parussent cher à l'intérieur et les marchandises nationales bon marché à l'étranger et que la balance adverse fut rétablie. Mais ces événements pouvaient prendre des mois pour se dérouler. De plus, les mouvements de hausse ou de baisse du taux de l'escompte pouvaient davantage attirer les capitaux étrangers ou encourager les placements à l'extérieur qu'influencer les prix internes des marchandises. Là où les fluctuations étaient purement saisonnières,

c'était un avantage indiscutable : il était bien préférable de voir les fonds étrangers affluer et se retirer suivant les saisons que les prix monter ou descendre. Mais là où les fluctuations avaient des causes permanentes même avant la guerre, l'adaptation était imparfaite : l'attrait offert aux emprunts extérieurs, tandis qu'il rétablissait momentanément la balance pouvait bien cacher la gravité de la situation, et permettre à un pays de vivre sur une base bien supérieure à ses ressources au risque d'un échec final.

Comparons à cela les effets instantanés des méthodes d'après-guerre. Si au cours pratiqué, la quantité de livres offertes sur le marché pendant la matinée dépasse l'offre de dollars, il n'y a pas d'or disponible pour être exporté à un prix déterminé et combler la différence. Par conséquent, le cours du dollar doit se déplacer jusqu'à ce qu'au nouveau prix l'offre des deux monnaies se balance exactement. Mais la conséquence inévitable de cet état de choses est qu'en une demi-heure, le prix relatif des marchandises qui font partie du trafic anglo-américain, telles que le coton ou le cuivre, s'est adapté en conséquence. A moins que les prix américains se déplacent pour les rencontrer, les prix anglais s'élèvent d'une manière correspondante au mouvement du change.

Cela signifie que les prix relatifs peuvent être soumis aux influences les plus transitoires de la politique et des sentiments, aussi bien qu'à la pression saisonnière du commerce. Cela signifie également que les méthodes d'après-guerre sont

un correctif rapide et puissant du déséquilibre réel qui se produit dans la balance des paiements internationaux, quelles que soient les causes, et un préventif étonnant pour les nations qui seraient tentées de dépenser au dehors plus que ne leur permettent leurs ressources.

Ainsi, lorsque se produisent des chocs violents qui ébranlent l'équilibre établi entre les niveaux interne et externe des prix, les méthodes d'avant-guerre échouent en pratique pour la seule raison qu'elles ne peuvent pas établir l'adaptation des prix internes *assez rapidement*. Théoriquement, bien entendu, les méthodes d'avant-guerre doivent devenir effectives tôt ou tard, pourvu que les déplacements de l'or se puissent produire sans restriction, jusqu'à ce que l'inflation ou la déflation aient été développées à un point suffisant. Mais en fait il y a une limite au delà de laquelle ne peut plus circuler librement la monnaie ou le métal qui lui sert de réserve. Si les ressources de monnaie ou de crédit sont réduites plus rapidement que les prix ne tombent suivant les nécessités sociales ou commerciales, il en résulte des inconvénients insupportables. Sans doute quelques-uns des incidents des falsifications monétaires qui parsèment l'histoire du moyen-âge sont-ils dus réellement à une cause similaire. Avant la découverte du Nouveau-Monde, pendant une longue période, les métaux précieux devenaient de plus en plus rares en Europe, par suite de leur usure en l'absence de nouvelles ressources naturelles. Il en résultait que de temps en temps, le niveau

des prix, en Angleterre par exemple, était trop élevé par rapport aux prix européens. La tendance qu'avait l'argent à s'enfuir à l'étranger, tendance accentuée probablement par quelque cause temporaire, amenait le public à se plaindre de « la rareté de la monnaie », ce qui signifiait simplement que l'argent s'enfuyait plus rapidement que ne baissaient les prix suivant l'organisation sociale. Nul doute que certaines des falsifications ne fussent favorisées par ce fait qu'elles servaient accidentellement un Trésor besogneux. Cependant, elles pouvaient être le meilleur expédient pour résoudre le problème financier (1). Nous considérerons les falsifications d'Edouard III d'un œil plus favorable si nous les envisageons comme une méthode indiquant une préférence pour la stabilité des prix internes sur la stabilité du change et faisant de ce souverain un précurseur illuminé du Professeur Irving Fisher dans ses thèses relatives au « dollar équilibré » mais plus heureux que ce dernier quant à la mise en application de ses théories.

Le lecteur doit remarquer en outre le rôle joué par le taux de l'escompte sous l'un et l'autre régimes. Avec les méthodes d'avant-guerre, la politique de l'escompte est une partie essentielle des procédés employés pour rétablir l'équilibre entre les prix intérieurs et extérieurs. Avec les méthodes d'après-guerre, elle n'est pas aussi indispensable, puisque les fluctuations du change

(1) Cf. Hawtrey, *Currency and Credit*, chap. xvii.

peuvent créer cet équilibre sans son intervention. Elle reste cependant un instrument utile pour agir sur le niveau interne des prix et par là sur le change, si nous désirons établir les prix ou le change à un niveau différent de celui qu'ils atteindraient sans cela.

3. *Le rétablissement de l'Étalon d'Or.*

Nos conclusions, au point où nous sommes parvenus sont donc que lorsque la stabilité des prix internes est incompatible avec la stabilité du change, c'est la première qui est en général préférable et que, dans les cas où le dilemne est pressant, le maintien de la première au prix du sacrifice de la seconde est la conduite la moins dangereuse.

Le rétablissement de l'étalon d'or (soit à la parité d'avant-guerre soit à tout autre cours) ne nous procurera certainement pas la stabilité absolue des prix intérieurs. Il ne pourra que nous donner la stabilité du change si toutes les autres nations pratiquent la même politique. L'utilité de ce rétablissement dépend donc de la question de savoir si c'est lui qui peut nous faire bénéficier du meilleur compromis entre deux idéals.

Les avocats de l'or, quand ils plaident contre un autre étalon plus scientifique, fondent leur cause sur la double articulation qu'en fait l'or a procuré et procurera un étalon suffisamment stable de la valeur et qu'en pratique, comme les gouvernements sont tantôt sages et tantôt fous,

une monnaie artificielle tôt ou tard causera des inconvénients quelconques. Le conservatisme et le scepticisme luttent ainsi de concert, comme il leur arrive souvent. Les superstitions interviennent sans doute également, car l'or jouit encore du prestige de son parfum et de sa couleur.

Le succès extraordinaire avec lequel l'or conserva la constance de sa valeur dans le monde changeant du XIX^e siècle est évidemment remarquable. Je l'ai salué comme il convenait dans le premier chapitre de ce livre. Après la découverte des mines de l'Australie et de la Californie, l'or se déprécia dangereusement, puis, avant que les mines de l'Afrique du Sud fussent exploitées, il subit une hausse également dangereuse. Mais dans l'un et l'autre cas, il se rétablit lui-même et mérita la réputation qu'il conserva.

Mais les conditions de l'avenir ne sont pas celles du passé. Nous n'avons plus la base sur laquelle reposaient avant la guerre les conditions qui permettaient une sorte d'équilibre. Quelles sont les causes finales qui expliquent la bonne tenue de l'or au XIX^e siècle ?

En premier lieu, la découverte de mines d'or nouvelles marcha de pair avec des progrès qui se produisaient dans d'autres directions. Cette concordance n'était pas seulement un fait du hasard, parce que le progrès à cette époque, caractérisé par la découverte et l'exploitation de la surface du monde, amenait assez naturellement au jour les dépôts d'or les plus éloignés. Mais cette phase de l'histoire est à peu près terminée.

Un quart de siècle s'est écoulé depuis la découverte du dernier gisement important. Le progrès matériel dépend davantage de la croissance des connaissances scientifiques et techniques, dont l'application à la recherche de l'or ne peut être qu'intermittente. Des années peuvent passer sans apporter de grandes améliorations aux méthodes d'extraction de l'or. Alors un chimiste pourra réaliser peut-être les rêves passés et les prophéties oubliées, changeant en métal précieux les métaux les plus vils, comme un sorcier, et tirant l'or de l'eau de la mer. L'or peut aussi bien devenir trop cher ou trop bon marché. Dans l'un et l'autre cas, c'est beaucoup trop espérer que de croire qu'une succession d'incidents pourra maintenir la stabilité du métal.

Mais il y avait une autre sorte d'influence qui aidait à la stabilité. La valeur de l'or ne dépendait pas de la politique ou des décisions d'un petit nombre d'individus. Une quantité suffisante d'or avait pu être absorbée, sans envahir le marché, par les Arts ou les Trésors de l'Asie, pour que sa valeur marginale pût être régie par une estimation constante du rapport du métal avec les autres marchandises. C'est cela qu'on exprime quand on dit que l'or possède une « valeur intrinsèque » et qu'il est libre des dangers qui menacent une monnaie « artificielle ». La *variété indépendante* des influences qui déterminent la valeur de l'or a été en elle-même un facteur stabilisateur. Le caractère variable et essentiellement arbitraire du rapport entre les réserves d'or et les dettes des

banques d'émission du monde, loin de créer un élément impondérable a eu une action modératrice. En effet, lorsque l'or était relativement abondant et qu'il affluait à leurs caisses, il était absorbé par leur pouvoir d'élever leurs réserves; quand il était relativement rare, le fait qu'aucune d'elles n'avait jamais eu l'intention de consacrer son encaisse-or à des fins pratiques leur permettait d'en envisager avec sérénité une légère baisse du niveau. Une grande partie de l'or Sud-Africain, depuis la guerre des Boers, jusqu'à 1914 trouva son emploi dans les caisses des banques d'émission d'Europe et des autres continents, sans que cela influençât sensiblement les prix.

Mais la guerre a introduit de grands changements. L'or lui-même est devenu une monnaie « artificielle ». L'Occident aussi bien que l'Orient a appris à thésauriser l'or, mais les raisons qui poussent les États-Unis à agir ainsi ne sont pas les mêmes que celles qui dirigent l'Inde. Maintenant que la plupart des pays ont abandonné l'étalon d'or, la production de ce métal, si ceux qui en font usage limitaient son emploi à leurs besoins, serait largement suffisante. Les États-Unis n'ont pas été capables de laisser l'or tomber à sa valeur « naturelle » parce qu'ils ne pouvaient pas faire face à la dépréciation de leur étalon qui l'aurait accompagnée. Ils ont été par suite amenés à pratiquer la politique coûteuse qui consiste à enterrer dans les caves de Washington ce que les mineurs du Rand ont péniblement amené à la surface. Par conséquent l'or possède actuellement

une valeur « artificielle », dont l'avenir dépend presque complètement de la politique du Federal Reserve Board des États-Unis. La valeur de l'or n'est plus la résultante du jugement d'autorités et d'individus nombreux agissant indépendamment ni des dons de la Nature. Même si les autres pays reviennent à l'étalon d'or, la situation n'en sera pas considérablement modifiée. La tendance des États à employer quelque variante de l'étalon d'or des échanges, la disparition de l'or des poches des individus signifieront sans doute que les réserves or *nécessaires* des Banques Centrales des pays à étalon d'or ne correspondront aucunement aux ressources disponibles. La valeur réelle de l'or dépendra donc de la politique de trois ou quatre des plus puissantes banques d'émission, qu'elles agissent indépendamment ou de concert. Si, d'autre part, on devait rétablir les conventions d'avant-guerre relativement à la circulation et à la mise en réserve de l'or, — ce qui est à mon sens très peu probable, — il pourrait se produire, conformément à la prévision du Professeur Cassel, une pénurie d'or amenant à une hausse progressive de sa valeur.

Il ne faut pas que nous négligions la possibilité d'une démonétisation partielle de l'or par les États-Unis, refusant la frappe libre à l'or. La politique actuelle des États-Unis, qui acceptent les importations d'or sans aucune limite peut être défendue en tant que mesure provisoire tendant à conserver les traditions et à maintenir la confiance durant une période de transition. Mais,

considérée comme une disposition législative permanente, elle pourrait difficilement être envisagée autrement que comme une dépense folle. Si le Federal Reserve Board entend maintenir le dollar à un niveau indépendant de l'afflux ou de la fuite de l'or, pourquoi continue-t-il à recevoir à la Monnaie de l'or qu'elle ne demande pas et qui est cependant coûteux ? Si la frappe libre de l'or devait être interdite aux États-Unis, toutes choses, sauf le prix du métal, se maintiendraient comme devant.

Par conséquent, la confiance que l'on peut avoir dans la stabilité future de l'or dépend de la question de savoir si les États-Unis seront assez fous pour continuer à recevoir de l'or dont ils ne veulent pas, et assez sages pour le maintenir à une valeur déterminée une fois qu'ils l'auront accepté. Cette double éventualité pourra se réaliser par la collaboration d'un public ignorant et d'un Federal Reserve Board savant. Mais la situation est difficile et peu attrayante pour une nation qui aurait encore la possibilité de choisir son futur étalon.

La discussion sur l'avenir de la stabilité de l'or a en partie répondu par avance au second argument essentiel invoqué en faveur du rétablissement d'un étalon d'or absolu. Cet argument consiste à affirmer qu'une telle politique écarte les inconvénients d'un étalon « artificiel ».

Il est naturel, après les expériences dont nous avons fait les frais que les peuples désirent avoir une mesure de la valeur qui soit indépendante des ministres des finances et des banques d'État.

La situation actuelle a permis à l'ignorance et à la légèreté des hommes d'État de produire des conséquences ruineuses dans le domaine économique. On se rend compte que le niveau des connaissances économiques et financières des hommes politiques et des banquiers rend difficilement réalisables avec quelque sécurité les innovations et qu'en fait un des objets de la stabilisation des changes est de débarquer les ministres des finances.

On peut raisonnablement hésiter. Mais les causes de notre hésitation ne rendent point justice aux capacités des hommes d'État et des banquiers. Les étalons non-métalliques que nous avons employés n'ont été aucunement une expérience scientifique froidement pratiquée. Elles ont été une dernière ressource adoptée involontairement, conséquence de la guerre ou de l'inflation, alors que les Finances étaient déjà désorganisées et la situation perdue. Dans de pareilles conditions, de telles mesures ont annoncé ou accompagné le désastre. Nous n'en pouvons pas déduire qu'il ne serait pas possible d'agir autrement dans une situation normale. Je ne crois pas que la réglementation de l'étalon des valeurs soit sensiblement plus difficile qu'aucune autre matière de moindre utilité sociale et qu'on réalise avec succès.

Si en effet une providence veillait sur l'or, ou si la Nature nous avait accordé un étalon stable tout-fait, je ne confierais pas, dans l'espérance d'une légère amélioration, l'organisation monétaire à l'ignorance possible ou à la faiblesse des Ministres

et des Gouvernements. Mais telle n'est pas la situation. Nous ne possédons pas d'étalon stable tout prêt. L'expérience a montré que dans les situations difficiles les ministres des finances ne peuvent pas être supprimés. Et, c'est le plus important, dans le monde actuel de la circulation de papier et du crédit bancaire, on ne peut pas éviter l'emploi d'un étalon artificiel, qu'on le désire ou non. La convertibilité du papier en or ne changera pas ce fait que la valeur de l'or dépend de la politique des Banques d'émission.

Il faut nous arrêter un instant sur cette dernière phrase. Elle diffère d'une manière significative de la doctrine des réserves métalliques que nous avons apprise et enseignée avant la guerre. Nous avons l'habitude de supposer qu'aucune banque d'émission ne serait assez extravagante pour conserver de l'or au delà de ses besoins ou assez imprudente pour en garder moins. De temps à autre l'or sortait des caisses pour entrer en circulation ou passer à l'étranger; l'expérience montrait que les quantités nécessaires en ces occasions étaient en rapport avec les disponibilités de la Banque; une proportion bien plus élevée que ce chiffre était généralement établie, pour faire face aux nécessités urgentes et inspirer confiance; la création du crédit était très largement régie par le maintien de cette proportion. Par exemple, la Banque d'Angleterre se laissait diriger par les marées de l'or, permettant au flux et au reflux du métal de produire leurs conséquences « naturelles », sans leur faire échec en restreignant leur effet sur les prix. Dès avant la

guerre, le système devenait précaire en raison de son caractère artificiel. La « proportion » avec le temps, était sans rapport avec les faits et devenait largement conventionnelle. D'autres chiffres moindres ou supérieurs auraient aussi bien fait l'affaire (1). La guerre mit à néant la convention. Le retrait de l'or de la circulation effective supprima un des éléments de réalité sur lesquels elle reposait et la suspension de la convertibilité en or détruisit l'autre. Il eut été absurde de régler le fonctionnement de la Banque par rapport à une « proportion » qui avait perdu toute signification. Au cours des dix dernières années, on a pratiqué une autre politique. Le taux de la Banque est maintenant utilisé, encore qu'imparfaitement et empiriquement, à régler le développement et la restriction du crédit dans l'intérêt de la stabilité du commerce et de la régularité des prix. Pour autant qu'il est consacré à maintenir la stabilité du change de la livre par rapport avec le dollar, lorsqu'elle est en opposition avec la stabilité des prix internes, il constitue une relique, un vestige de la période d'avant-guerre et un compromis entre des fins différentes.

Ceux qui préconisent le retour à l'étalon d'or ne se rendent pas toujours compte que nos pratiques actuelles nous ont entraînés sur des voies bien différentes. Si nous rétablissons l'étalon d'or, reviendrons-nous aussi à la conception d'avant-guerre du taux de la banque, permettant aux

(1) Voir ce que j'écrivais dans *l'Economic Journal*, xxiv, p. 621 en 1914 sur ce sujet.

marées de l'or de se jouer à leur guise du niveau des prix internes, et abandonnant toute tentative de limiter les influences désastreuses du cycle du crédit sur la stabilité des prix et la sécurité du travail? Ou bien continuerons-nous à développer les innovations empiriques de notre politique actuelle, ignorant la « réserve proportionnelle », et autorisant, si cela est nécessaire, l'amoncellement de l'or bien au delà de nos besoins ou son retrait bien au dessous?

En vérité, l'étalon d'or est déjà une relique barbare. Tous, depuis le Gouverneur de la Banque d'Angleterre, nous sommes intéressés au maintien de la stabilité du commerce, des prix et du travail. Nous sommes peu disposés, si nous devons choisir, à sacrifier des avantages sociaux au dogme désuet qui eut jadis sa valeur de £3:17:10½ par once. Les défenseurs de l'ancien étalon ne remarquent pas combien il est maintenant éloigné de l'esprit et des besoins des temps nouveaux. Un étalon non métallique réglementé a passé inaperçu. *Il existe.* Tandis que les économistes sommeillaient, le rêve séculaire, dépouillant son manteau, vêtu de haillons de papier, s'est précipité dans le monde réel, par l'entremise des mauvaises fées, toujours plus puissantes que les bonnes, que sont les ministres des finances.

Pour ces raisons, les avocats les plus intelligents du rétablissement de l'or, tels que M. Hawtrey ne le saluent pas comme un retour à une monnaie « naturelle », et manifestent avec assez de franchise qu'il sera une monnaie « artificielle ». Ils ne l'ac-

cueillent que comme un monarque constitutionnel, dépouillé de sa puissance despotique passée et obligé d'accepter les conseils des Parlements et des Banques. L'adoption des idées qui ont amené la rédaction des Résolutions de Gênes sur la Circulation monétaire est la condition essentielle de l'adhésion de M. Hawtrey au retour à l'étalon d'or. Il attend beaucoup « de la pratique d'une coopération constante entre les Banques d'émission » (Res. 3) et d'une convention internationale fondée sur un étalon d'or des changes, établie « afin de prévenir les fluctuations anormales du pouvoir d'achat de l'or » (Res II) (1). Mais il n'est pas favorable au rétablissement de l'étalon d'or si l'on ne s'inquiète pas « d'avoir pris des dispositions concernant les difficultés du futur pouvoir d'achat de l'or ». « Il n'est pas facile, admet-il, de mettre en mouvement l'action internationale. Si l'on échouait, le plus sage, pour le présent, serait de s'attacher à la stabilisation de la monnaie évaluée en marchandises, plutôt que de lier la monnaie à un métal dont les fluctuations ne sont pas prévues ».

Il est naturel en présence d'une pareille défense de se demander s'il est le moins du monde utile de s'occuper de l'or. M. Hawtrey ne refuse pas le secours évident qu'apporte à sa thèse la force des traditions et des sentiments qui font que les Anglais préfèrent priver un souverain de sa puissance que de sa tête. Mais il produit trois autres

(1) *Monetary Reconstruction*, p. 132.

arguments : 1) L'or est, nécessaire comme réserve liquide pour le règlement de la balance des comptes ; 2) Il permet de tenter une expérience sans que l'on soit obligé de se séparer brutalement de l'ancien système ; 3) Les intérêts des producteurs d'or doivent être pris en considération. Ces propositions sont si nettement atteintes par mes propres suggestions dans le chapitre suivant que je n'ai pas besoin de m'y arrêter.

D'autre part, je vois de graves objections au rétablissement de l'or, dans la pieuse espérance que la coopération internationale assurera la bonne marche des choses. Étant donné la répartition actuelle de l'or dans le monde, le rétablissement de l'étalon d'or signifie nécessairement que nous remettons le soin de la réglementation des prix, la direction du cycle du crédit entre les mains du Federal Reserve Board des États-Unis. Même si s'établissait la coopération la plus intime et la plus cordiale entre la Banque d'Angleterre et le Federal Reserve Board, la prépondérance appartiendrait encore à ce dernier organisme. La banque américaine sera dans une situation où elle pourra négliger la Banque d'Angleterre ; tandis que, si la Banque d'Angleterre négligeait le Federal Reserve Board, elle pourrait être inondée ou privée d'or suivant les cas. De plus, nous pouvons être certains *a priori* que les Américains se méfieront de toute tentative présumée de la part de l'Angleterre pour leur dicter leur politique ou pour influencer les taux de l'escompte aux États-Unis dans l'intérêt de la Grande-Bretagne. Nous

devons également être prêts à supporter une part des frais de la vaine dépense qui sera nécessité si l'on veut mettre sous clé l'or mondial en excédent.

Il serait téméraire dans les conditions actuelles de livrer notre liberté au Federal Reserve Board des États-Unis. Nous ne connaissons pas suffisamment ses capacités, son courage et son indépendance dans une période difficile. Le Federal Reserve Board s'efforce de se libérer de la pression des intérêts particuliers. Nous ne sommes pas assuré qu'il y parviendra parfaitement. Il peut être submergé par la force impétueuse d'une campagne pour l'argent à bon marché. Si l'on soupçonnait une influence britannique, loin de renforcer le Board, cela diminuerait sa résistance contre la clameur populaire. Il n'est pas certain que, même abstraction faite des erreurs et des hésitations possibles, l'application simultanée d'une même politique serve toujours les intérêts des deux pays. Le développement du cycle du crédit et la situation des affaires peuvent parfois sensiblement différer des deux côtés de l'Atlantique.

Par conséquent, considérant que la stabilité des prix, du crédit et du travail a une importance essentielle, n'ayant point de confiance dans un étalon désuet pour donner même le minimum de stabilité qu'il procurait jadis, je repousse la politique du rétablissement de l'étalon d'or sur les bases d'avant guerre. En même temps, je doute qu'il soit sage d'essayer d'un étalon « artificiel » d'or d'accord avec les États-Unis suivant le plan de M. Hawtrey, parce qu'il conserve beaucoup des

==== LA RÉFORME MONÉTAIRE ====

inconvenients du vieux système, sans en avoir les avantages, et parce qu'il nous mettrait sous la trop complète dépendance de la politique et des désirs du Federal Reserve Board.

CHAPITRE V.

PROPOSITIONS POSITIVES EN VUE DE LA RÉGLEMENTATION FUTURE DE LA MONNAIE

Un plan constructif sain doit fournir, s'il répond aux arguments et aux thèses de cet ouvrage :

1. Une méthode pour régler les ressources de monnaie et de crédit, en vue de maintenir autant qu'il est possible la stabilité du niveau intérieur des prix;

2. Une méthode pour régler les ressources de devises étrangères, pour éviter les fluctuations purement temporaires, causées par les influences saisonnières et autres, sans résulter d'une différence durable entre les prix internes et externes.

Je crois qu'en Grande-Bretagne le système idéal peut être atteint avec un maximum de rapidité et de facilité par l'adaptation et la correction du système actuel qui s'est développé empiriquement depuis la guerre. Une fois que l'idée générale aura été démontrée par son application en détail au cas de l'Angleterre, il suffira de traiter rapidement des modifications nécessitées par la situation des autres pays.

I. GRANDE-BRETAGNE

Le système qui fonctionne actuellement présente les grandes lignes suivantes :

1) Le niveau des prix internes est déterminé principalement par la quantité de crédit accordée par les banques, et principalement par les Cinq Grandes Banques (Big Five). Même dans une période de dépression, lorsque le public augmente ses balances réelles, une quantité de crédit supérieure à celle qui est nécessaire dans une période prospère alors que le public diminue ses disponibilités, doit être créée, pour soutenir des prix déterminés conformément à la théorie expliquée plus haut (Chapitre III, p. 103).

La quantité de crédit ainsi créée a pour mesure générale a son tour le volume des dépôts en banques puisque les variations de cette quantité de crédit doivent correspondre en leur total aux variations des placements, des traites et des avances. Il n'y a aucune raison nécessaire a priori pour que la proportion des dépôts en banque et des espèces en mains et à la banque d'Angleterre ne varie pas dans des limites très larges suivant les circonstances. Mais en fait, les banques agissent avec doigté et ne se séparent guère des proportions préconçues. (1) Au cours de ces derniers temps,

(1) Les banques par action ont publié les rentrées mensuelles depuis Janvier 1921. En général les fluctuations ont été de 11,0 à 11,9, proportion entre l'argent liquide et les dépôts et de 41, 1 % à 50,1 % proportion entre les avances et les dépôts. Ces chiffres se rapportent à deux ans et demi de

les dépôts totaux ont été toujours environ neuf fois supérieurs à l'argent liquide. Comme on considère généralement ce chiffre comme une proportion « sûre », il est mauvais pour une banque qui tient à sa réputation de descendre au dessous, tandis qu'il est mauvais si elle tient à ses bénéfices de s'élever au dessus. Ainsi, d'une manière ou d'une autre, les banques en général adaptent le crédit total qu'elles créent sous quelque forme que ce soit (placements, billets ou avances) à leur capacité mesurée par le critérium ci-dessus. Il s'ensuit que le volume de leur argent liquide sous forme de billets et de dépôts à la Banque d'Angleterre détermine le volume du crédit qu'elles créent.

Pour suivre encore plus loin l'ordre des causes, il nous faut donc considérer ce qui détermine la quantité d'espèces liquides. Elle ne peut être modifiée que de trois manières : a) le public demande à avoir davantage ou moins de billets en circulation ; b) le Trésor peut emprunter plus ou moins à la Réserve des « Currency notes » (Billets du Trésor) ; c) la Banque d'Angleterre peut augmenter ou réduire son actif (1).

Pour compléter notre argumentation, faisons intervenir un autre facteur dont il n'a pas encore

fluctuations considérables. Les « Proportions » varient entre les diverses banques et le chiffre ci-dessus est une moyenne, dont la modération est renforcée par ce fait que chaque grande banque se tient fermement à sa politique.

(1) La totalité de ses obligations sous formes de dépôts et de billets en circulation dépend automatiquement du volume de son actif.

été fait état, à savoir (d) la proportion des réserves de seconde ligne des Banques sous forme de bons du Trésor, qui peuvent être considérés comme espèces liquides à terme. En déterminant une saine proportion d'espèces liquides les banques tiennent compte de la quantité de Bons du Trésor qu'elles possèdent, puisqu'en réduisant cette quantité elles peuvent immédiatement augmenter leurs disponibilités liquides et obliger le Trésor à emprunter davantage à la Réserve des Billets ou à la Banque d'Angleterre. La proportion de *un à neuf* mentionnée plus haut suppose la détention d'un certain minimum de bons du Trésor. Cette proportion aurait du être différente si une certaine quantité de ces bons n'était pas disponibles. Ce facteur (d) est également important parce que les banques à leur tour peuvent faire pression sur le Trésor chaque fois qu'il attire à lui les ressources des déposants, soit par l'impôt, soit en leur offrant des emprunts à terme plus éloignés, et les habitue à rembourser sinon les avances consenties par la Banque d'Angleterre (Voies et Moyens) ce qui réduit la première réserve liquide des banques, mais les Bons du Trésor (ce qui diminue leur réserve de seconde ligne).

Par conséquent, les chapitres (a), (b), (c), (d) résolvent plus ou moins la question. Pour la clarté du débat, nous n'aurons pas besoin d'attacher beaucoup d'attention à (a) ni à (b), dont les conséquences se reflètent en (c) et en (d). (a) dépend en partie du volume des affaires mais surtout du niveau des prix lui-même, et en fait, les fluctua-

tions de (a) n'affectent pas *directement* l'argent liquide des banques. Si en effet davantage de billets sont nécessaires, davantage de billets sont émis, le Trésor empruntant un total correspondant à la Réserve de la Circulation des Billets. Dans ce cas, ou bien le Trésor rembourse la Banque d'Angleterre, ce qui diminue l'actif de la Banque et par conséquent les disponibilités des autres banques, ou bien il retire une quantité équivalente de Bons du Trésor ce qui diminue la réserve de seconde ligne des autres banques. En d'autres termes, une modification de (a) agit sur les ressources des banques par l'intermédiaire de (c) et de (d). En ce qui concerne (b) un changement du montant des emprunts du Trésor à la Réserve de la Circulation des Billets est reflété par un changement en sens inverse correspondant de ce qu'il emprunte en Voies et Moyens et Bons du Trésor.

Nous pouvons maintenant concentrer notre attention sur (c) et sur (d), facteurs déterminants essentiels du prix de la vie.

(C), à savoir l'actif de la Banque d'Angleterre, consiste, pour son élément variable, dans les postes suivants :

- (i) Avances pour « Ways and Means » au Trésor;
- (ii) Placements de divers ordres;
- (iii) Avances aux clients et lettres de change;
- (iv) Or.

Une augmentation de l'un quelconque de ces articles tend donc à augmenter l'argent liquide des autres banques, par là, à stimuler le crédit et à hausser le niveau des prix et vice-versa.

(D), à savoir la détention par les banques de Bons du Trésor, dépend de l'excédent des dépenses du Trésor au delà de ce qu'il obtient (i) du public par l'emprunt et les impôts, (ii) de la Banque par avances pour « Ways and Means » et (iii) de la Réserve de la Circulation de Billets.

Il s'ensuit que la capacité de Crédit des Banques est sous la dépendance de la politique et des décisions de la Banque et du Trésor, qui déterminent (a), (b), (c), et (d).

Jusqu'à quel point ces deux pouvoirs peuvent-ils contrôler leur propre action et doivent-ils rester des agents passifs ? A mon sens, le contrôle, s'ils décident de l'exercer, repose dans leurs propres mains. En ce qui concerne le Trésor, le point auquel il peut obtenir de l'argent du public pour rembourser la dette flottante dépend évidemment du taux de l'intérêt et du type de l'emprunt qu'il est disposé à émettre. Il peut arriver un stade où il ne peut plus trouver aucun fonds à des conditions raisonnables. Mais entre des limites extrêmement larges, la politique du Trésor peut être telle que la décideront le Chancelier de l'Échiquier et la Chambre des Communes. Dans des limites assez larges, la Banque d'Angleterre est également libre de ses décisions, si elle agit d'accord avec le Trésor. Elle peut augmenter ou diminuer ses placements ou sa réserve d'or en vendant ou en achetant l'un ou l'autre de ces éléments. En ce qui concerne les avances et les traites, leur masse ne peut pas être aussi directement ni aussi facilement contrôlée mais là aussi une surveillance

adéquate peut être établie, par les modifications des prix imposés c'est à dire du taux de la banque (1).

Par conséquent, il est généralement juste de dire que le niveau des prix et par suite le niveau des changes dépend en dernier ressort de la politique de la Banque d'Angleterre et du Trésor, par rapport aux faits ci-dessus. Cependant les autres banques si elles s'opposaient énergiquement à la politique officielle pourraient sinon lui faire échec du moins la retarder jusqu'à un certain point, à condition d'abandonner les proportions qu'elles adoptent habituellement.

(2) L'argent liquide, sous forme de billets de banque est fourni *ad libitum*, c'est à dire en quantités correspondant au crédit créé et au niveau des prix établi selon le paragraphe I. Il ne faut

(1) On suppose parfois que le taux de la Banque est le *seul* facteur, mais le taux de la Banque ne peut être effectif que par sa réaction sur (c), à savoir sur les actifs de la Banque. Jadis, il agissait assez directement sur les deux composants de (c), (iii) et (iv) à savoir les avances aux clients et les lettres de change d'une part et l'or d'autre part. Maintenant il n'affecte plus que (c) (iii). Mais des modifications de (c) (i) et de (c) (ii), avances de la Banque au Trésor et placements de la Banque, peuvent avoir également des effets puissants sur la création du crédit. Ainsi un taux peu élevé de l'escompte peut être neutralisé en grande partie par une réduction simultanée de (c) (i) et de (c) (ii) et un taux élevé par une augmentation de ces facteurs. En effet, la Banque d'Angleterre peut agir d'une manière plus décisive sur le marché de l'argent en vendant ou en achetant des valeurs que par aucune autre manière. L'utilité du taux de l'escompte agissant par lui-même sans l'appui des variations volontaires de (c) (ii) est diminuée par les diverses limitations apportées en fait à sa liberté de mouvement. Il ne peut pas se déplacer au delà de certaines limites, en hausse ou en baisse.

entendre que cette affirmation en fait, car en théorie une limite a été apportée à l'émission des billets, à savoir le maximum de l'émission fiduciaire atteint au cours de l'année civile précédente.

Depuis que ce maximum théorique a été établi il n'a jamais opéré en pratique et comme la règle qu'il prescrit résulte d'une doctrine désuète et sans rapport avec l'opinion raisonnable, il est probable que s'il était mis en action, il serait abandonné. C'est là un sujet où les recommandations de Lord Cunliffe exigent de grands changements, à moins que nous voulions poursuivre délibérément la politique de Déflation. Un point doit venir où, une année de commerce et de travail actifs suivant une période de crise, il y aura une demande accrue de monnaie, à laquelle il faudra faire face si l'on ne veut pas paralyser le relèvement.

Ainsi, la tendance actuelle, — à juste titre, à mon sens, — est de surveiller et de contrôler la création du crédit et de laisser la création de la monnaie en dépendre.

(3) L'or de la Banque d'Angleterre est immobilisé. On ne le vend ni ne l'achète. Il ne joue aucun rôle dans notre système. Par accident, cependant, la Banque peut embarquer un gage à destination des États-Unis, pour aider le Trésor à faire face à ses obligations. L'or de l'Afrique du Sud et de toutes autres provenances qui arrive à Londres y parvient comme une marchandise dans un centre commode d'*entrepôt* et ne tarde pas à être réexporté.

(4) Les changes étrangers ne sont pas régle-

mentés. Ils sont laissés à leur sort. Jour après jour, ils varient suivant les saisons et sous d'autres influences plus irrégulières. Pour de longues périodes ils dépendent, nous l'avons vu, des niveaux des prix relatifs établis ici et à l'étranger par les politiques de crédit relatives adoptées ici et à l'étranger. Mais, si telle est la situation actuelle réelle, telle n'est pas la politique avouée des autorités responsables. La fixité du change du dollar à la parité d'avant-guerre demeure leur but. Il peut très bien se produire que le taux de l'escompte soit élevé pour influencer le change à un moment où les considérations relatives au niveau interne du prix de la vie et à la politique du crédit exigeraient une autre conduite.

Telle est, — je m'excuse auprès du lecteur d'avoir résumé à ce point mon argumentation, — la situation actuelle. Elle diffère essentiellement du système d'avant-guerre. On remarquera qu'en fait nous nous sommes beaucoup rapprochés de l'idéal qui consiste à régir le taux de l'escompte et la politique du crédit par rapport au niveau interne des prix et à d'autres symptômes de développement ou de restriction du crédit interne, plutôt que par rapport aux criteria d'avant-guerre de l'argent en circulation (ou de l'or en réserve) ou du niveau du change du dollar.

1. Par conséquent, dans un plan constructif, ma première demande peut être satisfaite par le développement des dispositions actuelles suivant des modalités mieux raisonnées. Jusqu'à présent,

le Trésor et la Banque d'Angleterre ont considéré la stabilité du change en dollars (si possible à la parité d'avant-guerre) comme leur objectif. On ne voit pas bien clairement s'ils ont l'intention de s'en tenir à cette politique, sans tenir compte des fluctuations de la valeur du dollar (ou de l'or), c'est à dire s'ils sacrifieraient la stabilité des prix en livres sterling à la stabilité du change en dollars, s'il apparaissait que ces deux stabilités soient incompatibles. En tout cas, mon plan tend à ce qu'ils adoptent la stabilité des prix en livres comme leur objectif *essentiel*, — ce qui ne les empêcherait pas de rechercher comme un but secondaire la stabilité du change, par une collaboration étroite avec le Federal Reserve Board. Tant que le Federal Reserve Board parviendrait à maintenir stables les prix en dollars l'objectif qui consisterait à maintenir la stabilité des prix en livres se confondrait avec celui qui tendrait à conserver la stabilité du change en dollars. Mon plan demande seulement que, dans le cas où le Federal Reserve Board ne parviendrait pas à conserver la stabilité des prix en dollars, les prix en livres ne soient pas entraînés avec eux, par la seule préoccupation de maintenir une parité déterminée.

Si la Banque d'Angleterre, le Trésor et les Cinq Grandes Banques devaient adopter cette politique, à quels criteria devraient-elles se tenir pour régler respectivement le taux de l'escompte, les avances au Gouvernement et les avances commerciales? La première question est

de savoir si le criterium devrait être une formule précise, arithmétique, ou s'il devrait être recherché dans une appréciation générale de la situation fondée sur des données valables. Le défenseur attiré de la stabilité des prix contre la stabilité des changes, le Professeur Irving Fisher, préconisait le premier criterium sous la forme du « dollar compensé », qui devait s'adapter automatiquement à un nombre indicateur des prix sans aucune intervention du jugement et sans réserves. Peut-être a-t-il été influencé par les avantages qui s'attachent à une méthode qui pourrait être greffée aussi facilement que possible sur les systèmes d'avant-guerre des réserves d'or proportionnelles. En tout cas je mets en doute la sagesse et les possibilités de réalisation d'un système aussi tranché et aussi net. Si nous attendons qu'un mouvement de prix soit réellement en train avant d'appliquer les remèdes, nous pouvons arriver trop tard. « Ce n'est pas la hausse des prix *passée* mais la hausse *future* qu'il faut combattre ». (1) C'est une des caractéristiques de l'impétuosité du cycle du crédit que les mouvements de prix tendent à s'amasser, chaque mouvement provoquant, jusqu'à un certain point un mouvement ultérieur dans la même direction. La méthode du Professeur Fisher peut s'adapter à des fluctuations à longue échéance de la valeur de l'or, mais non pas aux courtes oscillations souvent plus dangereuses du cycle du crédit. Néanmoins, s'il n'est pas désirable

(1) Hawtrey, *Monetary Reconstruction*, p. 105.

de retarder l'intervention publique jusqu'à ce qu'elle soit suscitée par un mouvement effectif des prix, on renforcerait la confiance et on donnerait un étalon objectif à la valeur si, un nombre indicateur officiel une fois établi de manière à enregistrer le prix d'une marchandise type composée, les autorités adoptaient cette marchandise composée comme leur étalon de valeur, en ce sens qu'elles consacraient toutes leurs ressources à empêcher son prix de varier dans l'une ou l'autre direction au delà de certaines limites normales, de même qu'avant la guerre elles employaient toutes leurs ressources à empêcher l'or de varier au delà d'un certain pourcentage. La nature même de la marchandise composée pourrait être modifiée de temps en temps, suivant les changements de l'importance économique relative de ses divers composants.

En ce qui concerne les criteria autres que les variations des prix, qui pourraient déterminer l'intervention des autorités, ce n'est pas la place dans ce volume de traiter, d'examiner et d'analyser le cycle du crédit. Plus profondément nous étudierons ce sujet, plus nettement nous comprendrons quelle est l'époque et la méthode où il convient de contrôler l'octroi du crédit par le taux de l'escompte ou toute autre méthode. Mais en même temps, nous possédons une expérience considérable et encore croissante sur laquelle ceux qui détiennent l'autorité peuvent fonder leur jugement. Les mouvements effectifs des prix doivent naturellement fournir l'élément le plus

important. Mais l'état du marché du travail, le volume de la production, la demande de crédit adressée aux banques, le taux de l'intérêt des valeurs de divers ordres, l'importance des nouvelles émissions, la masse d'argent liquide en circulation, les statistiques du commerce extérieur et le cours des changes, tout cela doit être pris en considération. Le point essentiel, est que l'*objectif* que les autorités doivent poursuivre avec tous les moyens dont elles disposent soit la stabilité des prix.

Il serait au moins possible d'éviter par exemple des mesures telles que celles qui ont été prises en Angleterre dernièrement lorsqu'il fut procédé à la réduction de la circulation tandis que les disponibilités réelles s'élevaient, — action qui ne fit qu'aggraver la dernière crise. Nous pourrions considérablement réduire l'amplitude des fluctuations si l'on comprenait que c'est au moment où les disponibilités réelles décroissent que l'on peut procéder à la déflation, c'est à dire lorsque les prix s'élèvent sans proportion avec l'augmentation du volume de l'argent liquide et que c'est lorsque les disponibilités réelles s'élèvent qu'il faut procéder à l'inflation, et non comme nous semblons le croire, en sens contraire.

II. Comment pouvons-nous combiner pour le mieux notre but essentiel avec un maximum de stabilité des changes ? Pouvons-nous réaliser ces deux idéals, — stabilité des prix et stabilité des changes, — pendant de courtes périodes ? C'est le grand avantage de l'étalon d'or de triompher de l'excessive sensibilité des changes aux influences tempo-

raires analysées au chapitre III. Notre but doit être de nous assurer de cet avantage, si nous le pouvons, sans nous astreindre cependant à suivre les grands mouvements de l'or lui-même.

Je crois que nous pouvons sensiblement nous approcher de cet idéal, si la Banque d'Angleterre assume la tâche de régler les prix de l'or exactement de même qu'elle régleme déjà le taux de l'escompte. « Réglementer », mais non « fixer ». La Banque d'Angleterre devrait avoir un prix d'achat et de vente de l'or, comme avant la guerre, et ce prix devrait demeurer invariable durant de longues périodes, comme le taux de l'escompte. Mais il ne devrait pas être fixé une fois pour toutes, pas plus que ne l'est le taux de l'escompte. Le prix de l'or de la Banque devrait être annoncé tous les Juedis matin, comme le taux de l'escompte, avec une différence entre le prix d'achat et de vente correspondant à la marge d'avant-guerre de £3:17:10 ½ à £3:17:9 par once. Mais pour éviter des changements trop fréquents du prix, la différence devrait être supérieure à 1 ½ d par once, — soit de 1/2 à 1 %. Si la Banque voulait acheter et vendre l'or à un cours fixe par périodes cela maintiendrait le change en dollars dans les mêmes limites; de telle sorte, le cours du change n'oscillerait pas à chaque souffle du vent, mais seulement quand la Banque serait arrivée à juger qu'une modification est nécessaire pour assurer la stabilité des prix.

Si le taux de l'escompte et le cours de l'or réunis, causaient un afflux ou une fuite excessif

de l'or, la Banque d'Angleterre devrait se demander si le mouvement de l'or résulte d'une instabilité interne ou externe. Pour fixer les idées, supposons que l'or sort d'Angleterre. Si ce fait semblait résulter d'une tendance de la livre à se déprécier en termes de marchandises, le remède convenable serait d'élever le taux de l'intérêt. Si au contraire, il résultait d'une tendance de l'or à monter en termes de marchandises, le remède convenable serait d'élever le cours de l'or (c'est à dire le prix d'achat de l'or). Si, cependant, le mouvement pouvait s'expliquer par des influences saisonnières et en tous cas passagères, on lui permettrait de se poursuivre, (à condition que les réserves d'or de la Banque suffisent au cas où il serait nécessaire de les employer) quitte à la réaction correspondante à le corriger.

On peut émettre deux suggestions subsidiaires pour renforcer le contrôle :

1) Le service de la Dette Anglaise vis-à-vis des États-Unis obligera le Trésor Britannique à acheter près de \$500.000 par jour, tous les jours. Il est clair que la méthode adoptée pour ces achats considérables affectera les fluctuations courtes du change. Je suggère que ces achats soient confiés à la Banque d'Angleterre pour qu'elle les accomplisse avec cette fin expresse de réduire au minimum les fluctuations du change qui résultent du flux et du reflux saisonnier des demandes commerciales journalières. En particulier la répartition convenable de ces achats sur toute l'année pourrait être faite de telle sorte qu'elle contrebalance à

un haut degré les fluctuations saisonnières normales discutées au chapitre III. Si les demandes commerciales sont concentrées sur une moitié de l'année, la demande du Trésor devrait être répartie sur l'autre semestre.

2) On réaliserait une amélioration de la technique du système proposé ici, sans modifier ses caractéristiques fondamentales, si la Banque d'Angleterre cotait un prix quotidien d'achat et de vente de l'or, non seulement au comptant, mais encore à terme de trois mois. La différence, s'il y en avait une, entre les cours au comptant et à terme représenterait soit un décompte soit une prime du second sur le premier, suivant que la Banque désirerait que le prix de l'or à Londres fut supérieur ou inférieur à son prix à New-York. L'existence d'une cotation à terme de la Banque d'Angleterre donnerait un fondement sérieux à un marché libre des changes à terme et faciliterait les mouvements de fonds entre Londres et New-York pour de courtes périodes, de la même manière qu'avant la guerre, tout en réduisant au minimum les transports effectifs de lingots d'une place à l'autre. Je n'ai pas besoin de développer davantage ce point de vue, qui n'est qu'une application de ce qui se trouve à la Section III du chapitre III.

Reste la question de la réglementation de la circulation fiduciaire. Mes propositions à cet égard pourront sembler choquantes jusqu'à ce que le lecteur ait compris qu'à part le mépris où elles tiennent les conventions, elles ne diffèrent pas essentiellement de la situation actuelle. Fixer une

quantité d'or pour servir de contre-partie à une émission de billets est établir un signal d'alarme qui ne peut pas être négligé facilement, lorsque la restriction du crédit et du pouvoir d'achat est rendue nécessaire pour maintenir la parité légale de la monnaie. Mais ce système, qui vaut mieux que l'absence de tout système, est primitif. En fait, il est une survivance des premiers âges du développement du crédit et de la circulation. Il offre deux inconvénients considérables. Pour autant que nous fixons une réserve minima d'or destinée à servir de garantie à la circulation de billets, nous immobilisons cette quantité d'or et réduisons ainsi le montant effectivement disponible pour faire face aux déficits temporaires et imprévus de la balance internationale des paiements du pays. Pour autant que nous considérons les mouvements qui se peuvent produire autour de ce minimum comme un baromètre qui nous indique qu'il faut restreindre ou encourager le crédit, nous faisons usage d'un critérium que la plupart des gens considèrent maintenant comme de second ordre, parce qu'il ne donne pas les avertissements *assez tôt*. Si des mouvements de l'or se produisent effectivement, cela indique que la désorganisation est déjà très avancée; et tandis que ce criterium peut nous pousser à temps à défendre la convertibilité d'une part ou à écarter un afflux excessif d'or d'autre part, il n'interviendra pas assez tôt pour empêcher une néfaste oscillation des prix. En effet, cette méthode appartient à une période où la défense de la convertibilité était la seule

préoccupation (et en fait la seule préoccupation que l'on dût avoir aussi longtemps que l'on s'en tenait à un étalon d'or libre), et avant que l'idée d'utiliser le taux de l'escompte comme un moyen de maintenir la stabilité des prix et du marché du travail fut devenue de politique pratique.

Nous nous rendons mal compte de l'évolution de nos idées durant les cinq dernières années. Mais si l'on relit le fameux rapport Cunliffe sur la Monnaie et les Changes Étrangers après la guerre, publié en 1918, on mesure toute la distance que l'on a parcourue depuis lors. Ce document fut publié trois mois avant l'armistice. Il avait été préparé longtemps avant que se produisissent les variations de la livre sterling et l'effondrement des changes européens en 1919, avant la hausse et le crack de 1920-21, avant l'accumulation de l'or mondial en Amérique, avant le début et le développement de la politique du Federal Reserve Board en 1922-23, enterrant cet or à Washington, le dépouillant de ses répercussions sur les prix et par là démonétisant le métal. Le rapport Cunliffe est une parfaite recommandation d'avant-guerre, — ce qui n'est pas surprenant, si l'on considère qu'il fut écrit après les quatre ans d'interrègne de la guerre, avant que la Paix fut en vue et avant que l'on put connaître les expériences révolutionnaires et imprévisibles des cinq dernières années.

La plus remarquable des omissions du Rapport Cunliffe est l'absence complète de toute allusion à la stabilité du niveau des prix. Il explique franchement comment le système d'avant-guerre qu'il

tend à restaurer parvenait à rétablir l'équilibre en causant délibérément « un ralentissement du travail ». Le rapport Cunliffe appartient à un ordre d'idées éteint et presque oublié. Peu de personnes acceptent de pareilles idées à présent. Cependant le Rapport demeure la déclaration autorisée de notre politique. Le Trésor et la Banque doivent toujours le considérer comme leur ordre de marche.

Revenons à la réglementation de l'émission des billets. Si nous admettons que l'or ne doit pas être employé dans la circulation et qu'il vaut mieux utiliser quelque autre critérium que la proportion de la réserve d'or par rapport à la circulation fiduciaire pour décider d'élever ou d'abaisser le taux de l'escompte, le seul emploi de l'or est (et c'est important) de devenir une réserve de valeur considérée comme un trésor de guerre pour faire face aux nécessités pressantes et comme un moyen de corriger rapidement l'influence d'une balance défavorable des paiements et de maintenir par conséquent la stabilité du change de la livre en dollars. Il est donc désirable que la totalité de la réserve soit placée sous le contrôle de l'autorité responsable de tout cela, c'est à dire, de la Banque d'Angleterre. Le volume du papier-monnaie, d'autre part, résulterait comme à présent de l'état du commerce et du marché du travail, de la politique de l'escompte et de celle des Bons du Trésor. Les éléments dominants du système seraient le taux de l'escompte et les Bons du Trésor; le but du gouvernement serait la stabilité du commerce,

des prix et du travail. Ce volume de la circulation de papier serait la conséquence, comme à présent, je le répète, du premier de ces éléments et l'instrument du second. Le niveau arithmétique de cette masse ne peut et ne doit pas être prévu. Et la quantité d'or qu'il serait prudent de garder en réserve pour faire face aux nécessités internationales et aux obligations momentanées n'aurait point de rapport mathématique ou logique avec le volume du papier-monnaie. Ces deux éléments ne sont point nécessairement liés l'un à l'autre. Par conséquent, je propose, — ce qui peut paraître choquant, mais ne l'est pas en réalité, — de séparer entièrement la réserve d'or et l'émission des billets. Une fois ce principe adopté, les réglementations ne sont plus que des questions de détail. Les réserves d'or du pays devraient être concentrées à la Banque d'Angleterre pour servir à amoindrir les fluctuations courtes du change. Les billets de Banque pourraient, puisque le Trésor doit en profiter, être émises par le Trésor, sans que le Trésor soit soumis à aucune réglementation formelle — inopérante ou dangereuse — quant au volume de l'émission. Sauf par sa forme, ce régime ne différerait pas matériellement de l'état actuel des choses.

Le lecteur observera que je laisse à l'or un rôle important dans ce système. Considéré comme une sauvegarde suprême et une réserve pour répondre aux besoins inattendus, il n'a pas son égal. Mais je soutiens qu'il est possible de conserver le bénéfice des avantages de l'or sans lier irrévo-

cablement à lui notre monnaie et sans suivre à l'aveuglette toutes ses fluctuations et les modifications futures et imprévisibles de son pouvoir réel d'achat.

II. LES ÉTATS-UNIS

Les propositions ci-dessus s'appliquent à la Grande Bretagne et leur détail a été adapté à certaines circonstances. Mais les principes sur lesquels elles reposent sont toujours bons de l'autre côté de l'Atlantique. Aux États-Unis, comme en Angleterre, les méthodes qui sont pratiquées à l'heure actuelle suivent à moitié volontairement et à moitié involontairement le plan que je recommande. En fait, le Federal Reserve Board ignore souvent la proportion qui existe entre son encaisse or et ses obligations. Il est influencé dans sa politique d'escompte par l'intention de maintenir la stabilité des prix, du commerce et du travail. Pour des raisons de convention, il accepte l'or. Pour des raisons de prudence et de compréhension, il l'enterre. En effet, les théories et les recherches sur le cycle du crédit ont été étudiées avec tellement plus d'enthousiasme et poussées tellement plus avant par les économistes des États-Unis que par ceux d'Angleterre qu'il serait encore plus difficile pour le Federal Reserve Board que pour la Banque d'Angleterre d'ignorer de telles idées et de ne pas se laisser à moitié inconsciemment influencer par elles.

La théorie sur laquelle le Federal Reserve Board

est censé fonder sa politique du taux de l'escompte par rapport au flux et au reflux de l'or et à la proportion entre l'or et le passif est aussi morte qu'on peut l'être. Elle a péri et a péri précisément aussitôt que le Federal Reserve Board commença à ignorer sa raison d'être et à accepter l'or sans lui permettre d'exercer toute son influence (1) pour la seule raison que le développement du crédit et la hausse des prix ne semblait pas désirable à ce moment. Depuis ce jour, l'or se trouva démonétisé par un des derniers États qui continuait à s'incliner devant lui, et un Étalon d'Or fut dressé sur le piédestal du Veau d'Or. Pendant les deux dernières années, les États-Unis, *ont prétendu* maintenir l'étalon d'or. *En fait*, ils ont établi un dollar-étalon, et au lieu de s'assurer que la valeur du dollar est conforme à celle de l'or ils prennent soin à grands frais que la valeur de l'or soit conforme à celle du dollar. C'est ainsi qu'un pays riche peut combiner la sagesse nouvelle et les anciens préjugés. Il peut profiter des dernières améliorations scientifiques élaborées dans le laboratoire économique de Harvard, tout en laissant le Congrès croire qu'on ne se séparera pas de la monnaie consistante consacrée par l'expérience et la sagesse de Dungi, de Darius, de

(1) On ne pouvait pas empêcher l'afflux de l'or d'avoir *quelque* effet inflationniste, parce que sa réception augmentait automatiquement la balance des banques adhérentes. Cet élément incontrôlable ne pourra pas être écarté aussi longtemps que les États-Unis seront obligés de recevoir de l'or. Mais l'or ne pouvait pas exercer l'influence multiple que le système d'avant-guerre laissait supposer.

Constantin, de lord Liverpool et du Sénateur Aldrich.

Sans aucun doute, ce résultat vaut la dépense, pour qui la peut supporter. Cette fiction coûte aux États-Unis plus de £100.000.000 par an et s'établirait à la longue autour d'une dépense moyenne de £50.000.000. Mais de telles fictions ne laissent point d'être instables. Lorsque l'accumulation de l'or s'élève au dessus d'un certain point le Congrès peut concevoir des soupçons. Nul ne peut être sûr que quelque Sénateur ne lira point ou ne comprendra point ce livre. Tôt ou tard, la fiction perdra sa valeur.

En fait il faut désirer qu'il en soit ainsi. Les méthodes nouvelles travailleront plus efficacement et plus économiquement lorsqu'elles pourront être poursuivies consciemment, volontairement et ouvertement. Les économistes de Harvard en savent plus long que ceux de Washington. Il sera convenable qu'en son temps leur victoire occulte se transforme en un triomphe public. En tout cas, ceux qui ont la responsabilité d'établir les principes et les règles de la circulation anglaise ne devraient pas négliger la possibilité qu'un jour prochain la Monnaie des États-Unis ferme sa porte à l'or demandant son admission a un prix déterminé en dollars.

La fermeture de l'Hôtel de la Monnaie à l'entrée obligatoire de l'or n'affecte en rien l'obligation existante de convertibilité. L'obligation de rembourser les billets en or subsiste. Théoriquement cela pourrait être considéré comme une ombre sur

la perfection du plan. Mais, du moins pour le présent, il est improbable qu'une telle disposition oblige les États-Unis à pratiquer la déflation, et c'est la possibilité de cette déflation qui constituait la seule objection théorique à ce plan. D'autre part, le maintien de la convertibilité serait une sauvegarde qui donnerait satisfaction aux esprits démodés. Il réduirait au minimum la nouvelle législation qui serait nécessaire pour effectuer le changement. Beaucoup de gens accepteraient de relever la Monnaie de l'obligation d'accepter l'or dont personne ne veut, qui seraient affolés de toute atteinte portée à la convertibilité. De plus, dans des circonstances qui pourraient très bien se produire, la convertibilité pourrait être une sauvegarde contre l'inflation, causée par la pression politique contraire aux opinions du Federal Reserve Board; — nous ne connaissons en effet pas encore suffisamment l'indépendance du Federal Reserve Board vis-à-vis des fermiers ou d'autres groupements puissants possédant une influence politique.

M. Hoover et beaucoup de personnalités bancaires en Angleterre et aux États-Unis qui se préoccupent de la répartition à travers le monde d'une proportion raisonnable de l'or de Washington, par l'opération du commerce et des placements, et la considèrent comme un développement désirable et probable, interprètent très mal la situation. A présent, les États-Unis reçoivent l'or à un prix supérieur à sa valeur évaluée en marchandises (supérieur à la valeur qu'il aurait

s'il pouvait affecter le crédit, et, par l'intermédiaire du crédit, les prix suivant la méthode orthodoxe d'avant-guerre). Aussi longtemps qu'il en sera ainsi, l'or continuera à affluer aux États-Unis. Le courant ne peut être arrêté que de deux manières (en laissant la valeur-or du dollar hors de la question) : soit par une baisse de la valeur du dollar, soit par une augmentation de la valeur de l'or dans le monde extérieur. La première de ces alternatives, à savoir la dépréciation du dollar par l'inflation aux États-Unis est celle sur laquelle beaucoup de personnalités anglaises ont fondé leurs espérances. Mais elle ne pourrait être réalisée que par un renversement ou un échec de la politique actuelle du Federal Reserve Board. De plus, le volume de l'or en excédant est si considérable et la capacité d'absorption du reste du monde si réduite qu'il serait nécessaire que l'inflation fut prolongée longtemps pour produire le résultat attendu. Les prix en dollars devraient s'élever bien haut avant que les clients appauvris de l'Amérique, privés de biens réels et n'ayant point l'emploi d'un métal stérile préférassent prendre de l'or jusqu'à concurrence de £200.000.000 d'or, la libérant ainsi de cette tâche, plutôt que de prendre des marchandises. Les autorités bancaires des États-Unis s'apercevraient sans doute à temps que si l'or n'est pas désiré, que s'il faut s'en débarrasser, il serait bien plus simple de réduire le prix de l'or en dollars. Le seul moyen de vendre des stocks excessifs de quoi que ce soit, or, cuivre ou blé est d'en réduire le prix.

L'autre alternative, à savoir l'augmentation de la valeur de l'or dans le monde extérieur pourrait difficilement se produire à moins qu'une autre nation entreprît la tâche de relever les États-Unis de leur obligation d'enterrer l'or dont on ne veut plus. La Grande-Bretagne, la France, l'Italie, la Hollande, la Suède, l'Argentine, le Japon et beaucoup d'autres nations ont leur suffisance d'or pour faire face à la constitution d'un stock pour les nécessités urgentes. Rien peut-il les empêcher d'acheter de l'or si elles préfèrent l'or à toute autre chose ?

La notion suivant laquelle l'Amérique peut se débarrasser de son or en se montrant davantage prête à consentir des prêts aux pays étrangers est incomplète. Ce résultat désiré ne se produirait que si ces prêts procédaient de l'inflation et que s'il n'y était pas pourvu par des réductions de dépenses ou de placements. Les placements constitués à l'étranger à l'aide d'épargnes réelles ne priveraient pas plus les États-Unis de leur or qu'ils n'en ont privé l'Angleterre. Mais si les États-Unis plaçaient une grande quantité de pouvoir d'achat de dollars entre les mains des étrangers, comme addition au pouvoir d'achat antérieurement détenu par leurs nationaux, alors, sans aucun doute, les prix monteraient et nous en reviendrions aux méthodes de dépréciation du dollar par des procédés inflationnistes. Ainsi l'invitation qui est faite aux États-Unis de traiter le problème de l'or en augmentant leurs placements à l'étranger ne peut être effective que si elle est considérée comme une invitation à l'inflation.

Je soutiens donc que la même politique est sage à la fois pour l'Angleterre et pour les États-Unis : il faut rechercher la stabilité de la valeur-marchandises du dollar plutôt que de sa valeur-or. Il faut à la rigueur atteindre ce premier résultat en modifiant la valeur-or du dollar.

Si l'Angleterre et les États-Unis suivaient tous deux cette politique avec succès, notre seconde fin, à savoir la stabilité du change livre-dollar s'ensuivrait par voie de conséquence. Je suis d'accord avec M. Hawtrey que l'état de chose idéal est une coopération étroite entre le Federal Reserve Board et la Banque d'Angleterre. La conséquence de cette opération serait à la fois la stabilité des prix et la stabilité du change. Mais il me semble qu'il est plus sage et plus pratique que de tels résultats résultent de l'expérience et du profit commun, sans que les deux organismes se lient l'un à l'autre. Si la Banque d'Angleterre tend essentiellement à la stabilité de la livre et le Federal Reserve Board à celle du dollar, chacune des deux institutions accordant à l'autre sa confiance autant qu'elle le peut, l'on obtiendra de meilleurs résultats que si la livre avait un cours en dollar immuablement fixé par la loi et que si l'influence de la Banque d'Angleterre devait se limiter à agir sur le Federal Reserve Board pour qu'il assure la stabilité de sa monnaie. Une collaboration qui n'est pas libre de part et d'autre risque de causer des dissentiments, surtout si la tâche de maintenir la stabilité du dollar implique

la dépense considérable que nécessite la thésaurisation de l'or que personne ne désire.

Nous en sommes parvenus à un stade de l'évolution de la monnaie où une monnaie « artificielle » est inévitable, mais nous n'en sommes pas encore au point où la création de l'étalon peut être confiée à une seule autorité. Le mieux que nous puissions faire est d'avoir *deux* monnaies artificielles, la livre et le dollar, avec une collaboration aussi étroite que possible entre les fins poursuivies et les méthodes employées dans leur organisation.

III. AUTRES PAYS

Dans cette hypothèse, que devraient faire les autres pays ? Il est nécessaire, pour commencer, de supposer que nous avons affaire à des pays qui n'ont pas perdu le contrôle de leur circulation. Il est vrai qu'un stade peut et doit être atteint avant longtemps où presque tous les pays auront rétabli leur contrôle. Pour cela, il suffit en Russie, en Pologne, en Allemagne, que le Gouvernement développe quelque autre source de revenu que la taxe résultant de l'inflation ou taxe sur l'usage de la monnaie discutée au chapitre II ; en France et en Italie, que l'on pratique sur le franc et la livre la dévaluation jusqu'à un niveau où le service de la dette publique interne n'excède pas la capacité du contribuable.

Le contrôle une fois rétabli, il n'y aura sans doute pas de pays autres que l'Angleterre et les États-Unis qui puissent être justifiés s'ils veulent

établir un étalon indépendant. Le mieux que les autres États puissent faire serait de fonder leur monnaie soit sur la livre, soit sur le dollar au moyen d'un étalon de change fixant leur change par rapport à l'une ou l'autre de ces devises (tout en leur permettant de varier dans l'hypothèse de divergences sérieuses entre la livre et le dollar), maintenant la stabilité en conservant des réserves d'or disponibles dans les banques et des actifs à Londres et à New-York, pour faire face aux fluctuations brèves, et en utilisant le taux de l'escompte et toutes autres méthodes pour régler le volume du pouvoir d'achat et maintenir par là la stabilité du niveau des prix pendant de longues périodes.

Sans doute l'Empire Britannique (sauf le Canada) et les nations européennes adopteraient-ils l'étalon de la livre. Sans doute le Canada et les autres nations des deux Amériques adopteraient-elles le dollar pour étalon. Mais chacun pourrait choisir librement jusqu'à ce que le progrès de la science et de l'intelligence ait créé une si parfaite harmonie entre les deux que le choix n'ait plus aucune importance.



TABLE DES MATIÈRES

PRÉFACE A L'ÉDITION FRANÇAISE	7
-------------------------------------	---

CHAPITRE I

LES CONSÉQUENCES SOCIALES DES FLUCTUATIONS MONÉTAIRES	19
I. Les changements de la valeur de la monnaie dans leurs rapports avec la Répartition	23
1. <i>La classe épargnante</i>	23
2. <i>La classe des affaires</i>	35
3. <i>Le salarié</i>	44
II. Les changements de la valeur de la monnaie dans leurs rapports avec la Production	50

CHAPITRE II

LES FINANCES PUBLIQUES ET LES CHANGEMENTS DE VALEUR DE LA MONNAIE	59
I. L'Inflation considérée comme un moyen d'imposition	59

TABLE DES MATIÈRES

II. La dépréciation de la monnaie contre
l'impôt sur le Capital 81

CHAPITRE III

LA THÉORIE DE LA MONNAIE ET LES CHANGES
ÉTRANGERS 93

I. La théorie quantitative de la monnaie 93

II. La théorie de la parité du pouvoir
d'achat 107

III. Les fluctuations saisonnières 129

IV. Le marché à terme des changes 137

CHAPITRE IV

LES ALTERNATIVES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE 165

I. Dévaluation ou Déflation? 167

II. Stabilité des prix ou stabilité des
changes? 179

III. Le rétablissement de l'Étalon d'or... 189

CHAPITRE V

PROPOSITIONS POSITIVES EN VUE DE LA RÈGLE-
MENTATION FUTURE DE LA MONNAIE 203

I. Grande-Bretagne 204

II. États-Unis 223

III. Autres pays 230

ACHEVÉ D'IMPRIMER LE VINGT-CINQ
JUN MIL NEUF CENT VINGT QUATRE
PAR L'IMPRIMERIE SAINTE-CATHERINE,
35, RUE DU TRAM, BRUGES, (BELGIQUE).

VERIFICAT
2007

OUVRAGES PARUS DANS CETTE SÉRIE :

- ANDRÉ GERMAIN. — Pèlerinages européens.
GUGLIELMO FERRERO. — Discours aux Sourds.

OUVRAGES À PARAÎTRE :

- ROMIER. — Nouvelles Aristocraties.
MAXIME GORKI. — Lénine, le Paysan russe.
FRITZ VON UNRUH. — Pamphlets politiques.
BERNARD FAÿ. — Panorama.
ANDRÉ BRETON. — Manifeste du Surréalisme.
LÉON PIERRE-QUINT. — Marcel Proust.