

*Yves-Guyot*

---

*Les*

*Problèmes*

*de la*

*Déflation*

---

LIBRAIRIE FÉLIX ALCAN



**LES PROBLÈMES  
DE LA DÉFLATION**

LIBRAIRIE FÉLIX ALCAN

---

DU MÊME AUTEUR

- Les garanties de la paix.** Deux vol. in-16. — 1<sup>re</sup> partie, *Les Leçons du passé.* — 2<sup>e</sup> partie. *Examen critique.*
- Les causes et les conséquences de la guerre,**  
1 vol. in-8 (422-xx), 2<sup>e</sup> éd.
- La gestion par l'Etat et les municipalités.** Un vol. in-16.
- Sophismes socialistes et faits Economiques.** Un vol. in-16.
- La grève des chemins de fer.** Un vol. in-16.
- L'A B C du libre-échange.** Un vol. in-32.
- Le libre-échange international.** Conférences de MM. YVES-GUYOT, G. SCHELLE, G. PATUREL, FRED. MATHEWS. Un vol. in-32.
- Les préjugés économiques** (*Bibliothèque utile.*)
- La question de l'alcool, allégation et réalités.**  
1 vol. in-16.
- Inflation et Déflation,** en collaboration avec ARTHUR RAFFALOVICH, 1 vol. in-16.
- 

- Dictionnaire du Commerce, de l'Industrie et de la Banque.** 2 vol. in-8 de 2988 p.
- Journal des Economistes.** *Revue mensuelle de la science Economique et de la statistique,* fondé en 1841 par GUILLAUMIN, dirigé par YVES-GUYOT.



YVES-GUYOT

---

# LES PROBLÈMES

DE LA

# DÉFLATION

---

PARIS

LIBRAIRIE FÉLIX ALCAN

108, BOULEVARD SAINT-GERMAIN, 108

---

1923

Tous droits de traduction, d'adaptation et de reproduction  
réservés pour tous pays.



## Préface

---

J'ai toujours considéré que la science économique a pour objet de déterminer les lois générales et invariables, conformément auxquelles se font les échanges et s'établissent les valeurs<sup>1</sup>.

Les hommes ont cherché de bonne heure à remplacer le troc par des équivalents pouvant servir de véhicule et de commun dénominateur à leurs échanges.

Ces équivalents ont reçu le nom de monnaie. Elle n'est qu'un instrument : d'après les conceptions bulionnistes, elle est un but.

Physiocrates et économistes du xviii<sup>e</sup> siècle ont rappelé qu'elle ne constituait pas la richesse. Cependant nous avons vu réapparaître, depuis moins d'un demi siècle, des préjugés qui prouvent la profonde ignorance économique de la plupart des hommes qui se chargent ou sont chargés de diriger les affaires des nations.

Les *silvermen* des Etats-Unis et du Mexique, alliés aux agrariens de tous les pays, ont voulu inonder le monde d'assignats d'argent. En 1896, de Molinari, Levasseur et moi, nous allâmes au Congrès agricole de Budapest, où les agrariens du monde entier

1. *La Science économique ses lois inductives* (Costes, éd.).

s'étaient donné rendez-vous, combattre les illusions avec lesquelles ils voulaient persuader aux populations de faire la cherté factice des objets d'alimentation, pour leur plus grand profit et celui des *silvermen*. Le succès fut pour nous.

Malgré tous leurs efforts, le bimétallisme aboutit à un échec définitif. Mais dès le lendemain de la guerre, le papier monnaie apparut. Au mois de janvier 1915, je publiais, dans la chronique du *Journal des Economistes*, un long paragraphe qui avait pour titre : *le danger de l'inflation*.

Il prit depuis des proportions qui ont dépassé toutes les prévisions. Au lendemain de la paix, on pouvait espérer qu'il serait conjuré. C'est le contraire qui s'est produit.

En France, nous n'avons plus que des inflationnistes honteux : mais ils agissent avec persévérance en dissimulant leurs projets sous des prétextes plus ou moins adroits.

Dans le *Journal des Economistes*, Arthur Raffalovich et moi nous n'avons cessé d'appeler l'attention sur leurs projets. D'accord avec Emmanuel Vidal, secrétaire perpétuel de la Société d'Economie politique, Raffalovich y dénonça l'inflation dans la séance de décembre 1917 que je présidai. Personne ne la défendit. Au mois de mars 1921, je fis à la Société de Statistiques une communication, reproduite en partie dans un supplément de l'*Agence économique et financière*, qui contribua à arrêter la campagne inflationniste, engagée pour combattre l'accord du Gouvernement et de la Banque de France du 29 décembre 1920.

Arthur Raffalovich et moi nous publiâmes ensuite le volume : *Inflation et Déflation* destiné à exposer les éléments de cette question.

Une campagne, entreprise sous les auspices du Professeur Keynes, a rallié spécialement des professeurs et quelques banquiers qui ont élaboré, entre

autres, le programme financier de la Conférence de Gênes. Ils ont imaginé de persuader à toutes les nations, sauf les Etats-Unis et peut être l'Angleterre et les Pays Scandinaves, de réduire le titre de leur étalon monétaire d'après le taux du change existant à la fin de 1921. Ils donnaient à cette dévaluation le nom de stabilisation, comme si ce taux du change devait être permanent.

Je considérai qu'il était utile de grouper dans un volume les divers projets de banqueroute mis en avant et d'en faire un examen d'ensemble. J'entrepris alors la composition du présent volume : *Les Problèmes de la Déflation*.

Je l'avais à peu près achevé quand je fus invité à la *Semaine de la Monnaie*, manifestation organisée par des partisans de la déflation, contre les tentatives des inflationnistes. Elle eut lieu du 6 au 11 juin. Personne n'osa faire l'apologie du régime monétaire de la Russie et de l'Autriche.

Mais nous vîmes, entre autres, des professeurs soutenir le système de la dévaluation et combattre la déflation sous toutes ses formes. Ils ne firent que répéter ce que M. Keynes et autres avaient déjà dit. Les partisans de la dévaluation parlent de la dépréciation de l'or. Par rapport à quoi? La valeur d'une marchandise se mesure au prix auquel on l'achète. Pour la Monnaie de Londres, le prix de l'once d'or fin est de 84 sh. 11.46 d., il s'est élevé jusqu'à 127 sh. en 1920; en 1921, il a été en moyenne de 112 et depuis plusieurs mois, il est d'environ 92 sh.<sup>1</sup> La valeur de l'or, existant en France ou dans tout autre pays, est égale au prix auquel il serait acheté à Londres. Donc il n'est déprécié nulle part.

Ce qui est déprécié, c'est le papier : ce n'est pas le mark or qui est au-dessous de sa valeur nominale en

1. *La monnaie, crédit et change* par Arnauné, p. 157 (6<sup>e</sup> éd.)

Allemagne, c'est le mark papier, et il en est de même dans tous les pays à inflation.

Quand les partisans de la dévaluation demandent la réduction de la valeur de l'étalon d'or, ils demandent la diminution de la valeur du métal en hausse, alors qu'il s'agit du papier en baisse. C'est là une transposition extraordinaire des valeurs : et cependant, pour le plus grand nombre des membres de conférences qualifiés experts, elle semble toute naturelle.

Par le système de dévaluation, qui n'est qu'un système de banqueroute, ils combattent la déflation à l'aide des arguments suivants :

— Nécessité d'empêcher la baisse des prix. C'est l'argument protectionniste, en vertu duquel les pouvoirs publics ont pour mission de faire la cherté, tout en promulguant des lois qui ont pour prétexte de l'empêcher !

— Péril de contractions monétaires, comme si avant la guerre les moyens de paiement faisaient défaut, alors qu'ils ne comptaient que pour quelques unités dans la richesse des nations, et comme s'il n'y avait que le papier monnaie capable de régler les échanges.

Enfin, certains financiers politiques invoquent la supériorité de l'émission du papier monnaie sur les emprunts : comme s'il n'était pas le pire des emprunts !

Ce volume a pour but d'examiner les arguments des inflationnistes, devenus dévaluationnistes, et d'en montrer le sophisme et le danger.

YVES-GUYOT.

Novembre 1922.

LIVRE PREMIER

**Les survivances bullionnistes**





## CHAPITRE I

### **L'Espagne et les trésors du Nouveau-Monde.**

Les Bullionnistes du bon vieux temps, s'imaginaient que les métaux précieux constituaient la richesse d'un peuple. De là la politique économique d'après laquelle un peuple devait dépouiller les autres de leur argent en leur vendant toujours et en n'en recevant jamais que leur argent.

Cependant ils avaient l'exemple de l'Espagne<sup>1</sup>. Après la découverte du nouveau-monde par Christophe Colomb en 1492, elle reçut les Trésors du nouveau-monde.

D'après Lexis, la production des métaux précieux au Mexique et dans l'Amérique du Sud a été, de 1493 à 1600, de 330.000 kilos d'or qui, à 3.444 francs le kilo d'or fin donnent 1.136 millions de francs et de 13.100.000 kilos d'argent qui, à 222 francs le kilo donnent 2.908 millions de francs. Ce serait donc une somme de 4 milliards de francs qui serait entrée en Espagne, soit un peu moins de 40 millions par an.

Cet afflux de métaux entraîna des hausses de prix, qui provoquaient des plaintes universelles, faisaient fixer un maximum sur le prix du blé, interdire la sortie des

1. V. Yves-Guyot. *L'évolution politique et sociale de l'Espagne*. Ch. V. La misère de l'Espagne.

objets manufacturés pour l'Amérique, la sortie des laines (1552); et ils s'écoulaient par l'intermédiaire des banquiers génois, des conseillers flamans et, pour les besoins de la politique impériale, dans les Pays-Bas et en Allemagne.

M. W. A. Shaw, dans l'*Histoire de la monnaie*, dit :<sup>1</sup>

Les dépouilles mal gagnées, souillées de sang qui arrivaient dans ses ports, servaient seulement à alimenter une vanité intraitable et à rendre la nation encore moins propre à la vie industrielle et commerciale. Cette influence désastreuse de l'Empire si court de l'Espagne s'est perpétuée pour elle qui est toujours aussi peu apte que jamais, par tempérament et par éducation, à la vie commerciale. C'est la pénalité que lui a valu sa dot d'or et d'argent du Nouveau Monde. Trouvant qu'elle pouvait tout acheter avec cet or et cet argent, elle se jeta dans la voie des conquêtes et laissa échapper le commerce.

Dès le début du règne de Charles-Quint, les Cortès ne cessent de gémir sur la misère de l'Espagne. Philippe II, après les victoires de Saint-Quentin et de Gravelotte, quoique vendant tout, est incapable de continuer la guerre faute de ressources. Le 20 novembre 1596, il leva toutes les assignations qu'il avait accordées à ses créanciers sur les revenus publics. C'était la banqueroute éhontée. Un Anglais contemporain définit l'Espagne : « Une fontaine d'orgueil dans une vallée de misère », et cela continua pendant les siècles suivants, malgré l'arrivée des galions.

1. Traduction d'Arthur Raffalovich, p. 80.

## CHAPITRE II

### Les économistes et la monnaie

L'honneur des économistes français du xviii<sup>e</sup> siècle est d'avoir combattu le préjugé que les métaux dits précieux faisaient la richesse.

J'ai déjà mentionné<sup>1</sup> le commencement de la communication de M. J. C. Stamp à la *Royal Statistical Society* sur *The Wealth and Income of Chief Powers*, mais je crois utile de le rappeler. Il citait le passage suivant d'Adam Smith qui, parlant des Physiocrates, disait :

Ils ont représenté la richesse des nations comme consistant, non dans une accumulation de monnaie, non consommable, mais dans des objets de consommation reproduits annuellement par le travail de la société. Leur doctrine paraît être sous tous les rapports aussi juste que généreuse et libérale... Ils ont, depuis quelques années, formé une secte considérable et sont connus dans la République des Lettres, sous le nom d'Economistes.

Jean-Baptiste Say, en émettant la loi des débouchés, donna la véritable caractéristique de la vie économique :

C'est la production qui ouvre des débouchés aux produits. Un produit terminé offre, dès cet instant, un débouché à d'autres produits pour tout le montant de sa valeur. Lorsque

1. *Inflation et Déflation.*

le producteur d'un produit l'a terminé, son plus grand désir est de le vendre, pour que la valeur de ce produit ne chôme pas entre ses mains; mais il n'est pas moins empressé de se défaire de la monnaie que lui procure sa vente, pour que la valeur de la monnaie ne chôme pas non plus. Or, on ne peut se défaire de monnaie qu'en achetant un produit quelconque. Une bonne récolte est favorable aux marchands de tous les autres produits. Ce qui favorise le débit d'une marchandise, c'est la production d'une autre. L'achat d'un produit ne peut être fait qu'avec la valeur d'un autre. La production constitue la substance avec laquelle seule on achète, c'est-à-dire la valeur. Telle est la loi des débouchés<sup>1</sup>.

J.-B. Say oublie de parler des services qui sont aussi des actes de production. Cette adjonction faite, nous considérons que ce sont des considérations que l'on devrait avoir toujours présentes à l'esprit.

Les Français ont si bien maintenu cette doctrine que M. H. T. Easton, dans son livre paru quelques mois avant la guerre : *Money, Exchange and Banking complete manual for Bank official*<sup>2</sup>, etc., n'a trouvé rien de mieux pour exposer le caractère de la monnaie que de citer Frédéric Bastiat (p. 12).

John Stuart Mill disait :

Pour ceux qui n'ont aucune habitude de ces sortes de questions, capital est synonyme d'argent, de numéraire. Nous avons déjà signalé cette grave erreur. Numéraire n'est pas plus synonyme de capital qu'il ne l'est de richesse.

Seulement John Stuart Mill allait trop loin quand il ajoutait<sup>3</sup> :

Le numéraire ne peut pas faire par lui-même office de capital, puisqu'il ne peut venir en aide à la production.

Le numéraire n'est pas tout le capital, toute la richesse : mais il fait partie du capital et, comme capital, il vient en

1. *Cours d'Economie politique.*

2. London, Sir Isaac Pitman, publisher.

3. *Principes d'Economie politique.*

aide à la production, ne serait-ce que par le paiement des salariés qui presque partout se fait encore sous la forme arriérée de paiements en espèces.

Excepté chez quelques thésauriseurs orientaux, les métaux précieux, susceptibles d'être monnayés ne représentent qu'une partie insignifiante de la fortune des particuliers. Il en est de même, pour l'ensemble de la population d'un pays. En France, avant la guerre, le numéraire représentait de 6 à 8 milliards d'or et 2 milliards d'argent; dans la Grande-Bretagne, il était évalué à £ 113 millions d'or et à £ 24 millions d'argent.

*La monnaie n'est pas le but définitif de l'échange. C'est un moyen.*

George Sand exprimait une grande vérité quand elle disait : — Ce que j'aime, ce n'est pas l'argent, c'est la dépense.

D'autres n'aiment pas plus l'argent qu'elle, ce qu'ils aiment, c'est l'épargne.

Mais ils ne la mettent pas dans la cassette d'Harpagor où elle ne rapporterait rien. Ils s'empressent de la placer en prêts, en achats d'immeubles ou de valeurs mobilières.

## CHAPITRE III

### Mauvais vocabulaire

Le vocabulaire maintient les erreurs relevées par Adam Smith et J.-B. Say. On se sert du terme « argent » dans le vocabulaire français. On dit « l'argent est cher ou bon marché » pour désigner des hausses et des baisses de valeurs et tout spécialement le taux de l'escompte. Or, le métal « argent » n'est plus qu'un métal déprécié, bon pour les pièces divisionnaires.

Quand on parle de « l'intérêt de l'argent », on substitue une notion fautive à celle du loyer ou du profit des autres capitaux.

Dans les journaux anglais, on donne le titre de *Money Market* aux Bulletins financiers, contenant surtout des renseignements sur les opérations de bourse, dans lesquelles la monnaie ne joue qu'un rôle très secondaire.

En 1870, Bonamy Price, le célèbre professeur d'Oxford, profitait de ces survivances pour dire :

La doctrine que l'or est une richesse, doctrine que M. Mill dénonce comme une absurdité si palpable que l'usage actuel la regarde comme incroyable, s'étale à chaque ligne des *city articles* de nos grands quotidiens. La théorie mercantile est la maîtresse de l'esprit de la Cité, inspire les *city articles* et règle le baromètre du commerce.

Bonamy Price exagérait.

## CHAPITRE IV

### Les prêts et le numéraire

Adam Smith avait contesté que la baisse de l'intérêt fût le résultat de l'augmentation de la quantité d'argent. Lui et J.-B. Say affirmaient que ce n'était pas l'argent qui fournit l'objet du prêt : l'amodiation et la location des immeubles, la vente à crédit des marchandises sont des avances dans lesquelles le numéraire ne joue pas un rôle préalable. Il ne joue un rôle que lorsque le débiteur acquitte ses prestations.

Par exemple, quand la République Argentine empruntait en Angleterre, les *sovereigns* n'y étaient pas transportés par millions : c'étaient des rails, des locomotives, des objets de toutes sortes qui étaient payés dans la Grande-Bretagne pour la plus grande partie au moyen de virements.

La Banque d'Angleterre, pour défendre son encaisse, élève le taux de l'intérêt : et il en est de même de toutes les Banques d'émission qui n'ont pas recours à d'autres moyens plus ou moins différents.

Le taux de l'intérêt fixé par la Banque a, sans doute, une influence sur le taux de l'intérêt auquel prêtent les autres banques. Cependant il n'est pas fixé par la quantité de numéraire qu'elles ont à livrer : il est fixé par leurs disponibilités de tout genre.

## CHAPITRE V

### La richesse par l'inflation

Cependant la conception non seulement que l'or et l'argent, mais encore que l'abondance des signes monétaires, font la richesse n'a pas disparu. On la rencontre même chez des économistes; et dans certains milieux financiers et politiques, elle est prédominante. Elle est *la force motrice de la politique protectionniste et de la politique inflationniste.*

En 1919, dans des documents officiels on prétendait que la richesse de la Grande-Bretagne avait augmenté de 4 milliards de livres depuis la guerre. M. René Pupin estimait que le revenu de la population française s'était élevé entre 122 et 133 millions; et il disait : « Qui gagne trois fois plus peut consommer trois fois plus. » Et sans examiner si la production industrielle et agricole était plus considérable en France qu'avant la guerre, il concluait à un « accroissement considérable de notre pouvoir d'achat. »

Des échanges de papier peuvent se multiplier sans augmenter d'un quintal la production du blé :

J'ai eu l'occasion de dire à un inflationniste convaincu :

— Alors vous croyez que les services rendus par les



unités monétaires sont proportionnels à la quantité de ces unités?

— Oui.

— Alors ce seraient les roubles papiers qui rendraient les plus grands services ?

— Vous allez trop loin.

— Et vous, à quelle limite vous arrêtez-vous ?

— C'est à chercher.

— Ne vous donnez pas cette peine. Rappelez-vous simplement que plus *le papier monnaie représente d'unités de valeur, moins il vaut.*

— Mais...

— Prenez un billet russe d'un million de roubles et présentez-le à Paris ou à Londres pour payer votre dîner, on vous traitera d'escroc.



## LIVRE II

# **La campagne d'inflation bimétalliste**



## CHAPITRE PREMIER

### Rapports variables de la valeur entre l'or et l'argent

Dans le bon vieux temps, les souverains trouvaient dans la manière d'établir un rapport de valeur entre l'or et l'argent un moyen de faire de la fausse monnaie à ajouter aux trois autres qu'ils employaient<sup>1</sup>.

En France, dans le xiv<sup>e</sup> siècle, le rapport de l'or à l'argent fut changé plus de 150 fois dans une période de dix ans. Voici quelques-unes de ces variations<sup>2</sup>.

|             |       |             |       |
|-------------|-------|-------------|-------|
| 1303. . . . | 10,26 | 1310. . . . | 15,64 |
| 1305. . . . | 15,90 | 1311. . . . | 19,55 |
| 1308. . . . | 14,46 | 1313. . . . | 14,37 |

Au commencement du xv<sup>e</sup> siècle, nous voyons une série de fluctuations.

En 1421, il fut fixé à 10,29; en 1427, à 9; en 1432, à 10,87; en 1447, à 11,44.

1. Yves-Guyot. *La Science Economique*, spécialement 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> éd.

2. Shaw. *Hist. de la monnaie*, trad. Arthur Raffalovich.

VARIATIONS DU RAPPORT ENTRE LA VALEUR DE L'OR  
ET CELLE DE L'ARGENT DE 1501 A 1885.

| Périodes.        | Rapport<br>des deux valeurs. | Périodes.        | Rapport<br>des deux valeurs. |
|------------------|------------------------------|------------------|------------------------------|
| 1501-1520. . . . | 10,75                        | 1761-1770. . . . | 14,81                        |
| 1521-1540. . . . | 11,25                        | 1771-1780. . . . | 14,64                        |
| 1541-1560. . . . | 11,30                        | 1781-1790. . . . | 14,76                        |
| 1561-1580. . . . | 11,50                        | 1791-1800. . . . | 15,42                        |
| 1581-1600. . . . | 11,80                        | 1801-1810. . . . | 15,61                        |
| 1601-1620. . . . | 12,25                        | 1811-1820. . . . | 15,51                        |
| 1621-1640. . . . | 14,00                        | 1821-1830. . . . | 15,80                        |
| 1641-1660. . . . | 15,00                        | 1831-1840. . . . | 15,75                        |
| 1661-1680. . . . | 15,50                        | 1841-1850. . . . | 15,83                        |
| 1681-1700. . . . | 14,96                        | 1851-1860. . . . | 15,86                        |
| 1701-1710. . . . | 15,27                        | 1861-1870. . . . | 15,48                        |
| 1711-1720. . . . | 15,15                        | 1871-1875. . . . | 15,98                        |
| 1721-1730. . . . | 15,09                        | 1876-1878. . . . | 17,63                        |
| 1731-1740. . . . | 15,07                        | 1879-1884. . . . | 18,37                        |
| 1741-1750. . . . | 14,93                        | 1885. . . .      | 19,39                        |
| 1751-1760. . . . | 14,56                        |                  |                              |

On voit qu'en 1885 on pouvait acheter 19,39 kilogrammes d'argent avec 1 kilogramme d'or, tandis qu'en 1590 on ne pouvait en acheter que 10.

Cette baisse n'est pas spontanée : elle est constante ; elle n'a pas cessé de se manifester depuis quatre siècles, sauf pendant une période du dix-huitième siècle et pendant une période si courte dans le dix-neuvième siècle qu'elle apparaît à peine dans les chiffres ci-dessus.

Ces chiffres montrent *l'impossibilité de maintenir, par des mesures d'autorité, un rapport fixe entre deux valeurs variables,*

## CHAPITRE II

### Le monométallisme

L'Act de 1816 (Act. 56, George III), bien que modifié en 1870, reste la base du système monétaire anglais. Il spécifie :

« Attendu qu'à différentes époques les pièces d'or et d'argent ont eu habituellement un pouvoir libérateur illimité et qu'il est résulté de grands inconvénients de ce que les deux métaux ont été concurremment la mesure étalon de la valeur, il est urgent que la pièce d'or fabriquée au tarif de la monnaie soit, à l'avenir, la seule mesure étalon de valeur avec un pouvoir libérateur illimité, et que la monnaie d'argent ait un pouvoir limité seulement pour la facilité des échanges et du commerce. »

Le pouvoir libérateur de la monnaie d'argent est limité à 40 shillings.

C'est le système qu'on appelle le *monométallisme*. Un seul métal a pouvoir libérateur indéfini dans les caisses publiques et dans les paiements privés. L'autre n'a qu'un pouvoir limité.

Depuis cet Act, « L'Angleterre, dit Shaw, a été soustraite à l'action du bimétallisme qui en avait été le fléau pendant des siècles. Le flux et le reflux de l'or sont devenus automatiques. »

## CHAPITRE III

### L'Union latine

L'Union latine entre la France, la Belgique, la Suisse et l'Italie, qui aboutit à la convention promulguée le 20 juillet 1866, fut formée non pas pour établir le bimétallisme, mais pour résister à l'un de ses inconvénients. Elle transforma le franc d'argent, l'unité monétaire, en un simple jeton aux 835 millièmes de fin, avec pouvoir libératoire réduit à 50 francs dans les contrats particuliers de l'État émetteur et à 100 francs dans les caisses publiques avec limitation de la frappe d'après le chiffre des habitants.

La Belgique, la Suisse, l'Italie avaient proposé d'étendre cette mesure à la pièce de 5 francs et d'adopter l'étalon d'or. Il est très fâcheux que cette mesure se soit heurtée à la timidité du gouvernement français.

En 1868, dans une conférence comprenant dix-huit nations, toutes, excepté la Hollande, déclarèrent que l'or était la seule monnaie internationale. En 1869, en France, le Conseil supérieur du commerce, de l'agriculture et de l'industrie émettait à une forte majorité le vœu que la France adoptât l'étalon d'or.

Le double étalon n'avait pas mieux réussi en Allemagne qu'en France : après la guerre, le 4 décembre 1871, la frappe de l'argent fut suspendue. La loi du 9 juillet 1873



restreignit le pouvoir libératoire de l'argent à 20 mark et ordonna de retirer de la circulation les anciennes monnaies d'argent.

Le total des pièces d'argent en circulation était de 1.535 millions de marks. On en laissa de 408 à 450 en circulation, au taux de 10 mark par tête. Le retrait de 1.1000 millions de mark fut réparti sur plusieurs années. En 1879, Bismarck termina les ventes d'argent et garda environ 380 millions de mark en vieux thalers d'argent qui continuèrent à avoir un pouvoir libératoire indéfini. La loi du 1<sup>er</sup> juin 1900 en a ordonné la démonétisation.

Le Danemark, la Suède et la Norvège suivirent immédiatement l'exemple de l'Allemagne, et la Hollande en 1875.

La France eut le tort de ne pas adopter la même mesure. L'argent y reflua. En passant par la Monnaie, 15 grammes  $1/2$  étaient investis du pouvoir d'acheter toujours un gramme d'or, ce qu'ils n'auraient pu faire sur un marché libre. En 1873, la frappe de l'argent fut en France de 154.649.000 francs, en Belgique de 111.000.000 de francs. Le ministre des Finances belge suspendit la frappe de l'argent pour les particuliers. La Suisse convoqua en 1874 une conférence pour limiter la frappe de l'argent dans chaque État. Le 5 août 1876, M. Léon Say fit autoriser par le parlement le gouvernement à supprimer la frappe des pièces de 5 francs; et par la convention du 5 novembre 1878, tous les États de l'Union latine s'engagèrent à ne plus frapper de pièces de 5 francs. La convention promulguée le 30 décembre 1885, maintint la suspension de la frappe des pièces de 5 francs. La convention du 9 décembre 1921 a ajourné le remboursement des écus au 15 janvier 1927 et a réduit les remboursements qui doivent être faits en or.

## CHAPITRE IV

### Les silvermen américains et les agrariens européens

Les États-Unis<sup>1</sup> avaient établi en 1792 le rapport entre l'argent et l'or de 15 à 1 : l'or était évalué trop bas, l'argent trop haut, l'or disparut. Pour essayer d'obvier à cet inconvénient, Jefferson arrêta la frappe de l'argent en 1806, et elle ne fut reprise qu'au bout de 31 ans. Les monnaies d'argent de tous les pays vinrent aux États-Unis, mais pas une pièce d'or.

Pour le rappeler, on établit le rapport de 1 à 16 par les acts de 1834 et de 1837. L'or revint, l'argent disparut.

En fait, la base du système métallique aux États-Unis était l'or : l'act du 13 juin 1873, instituant le gold coin de 25,8 grains aux 900/1.000<sup>e</sup> de fin, frappé en pièces dont la plus petite était le dollar de 2,50 déclara l'or étalon monétaire, en ouvrit la monnaie à la frappe illimitée et sans frais, et réduisit l'argent au rôle de monnaie divisionnaire<sup>2</sup>.

Les *silvermen*, les hommes de l'argent, ayant des intérêts dans les mines d'argent aux États-Unis et au

1. Lord Playfayr. *The working of Bimetallism in the United states.*

2. Louis Bamberger. *Le métal argent à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle*, trad. fr., p. 182.

Mexique, dénoncèrent la conspiration des « rois de l'or » de Wall street<sup>1</sup>, complices de ceux de Lombard street. En 1878, Allison au Sénat et Bland, membre de la chambre des Représentants, n'ayant pu obtenir la frappe illimitée de l'argent, proposèrent d'obliger l'État, à frapper chaque mois, au minimum, pour 2 millions et au maximum pour 4 millions de dollars ayant force libératoire. Le président Hayes opposa son veto. Les deux chambres l'annulèrent en votant, le même jour, aux deux tiers des voix, la loi du 28 février 1878, connue sous le nom de Bland Bill.

Dès 1893, les *silvermen* avaient fait, en Europe, des démarches actives auxquelles le gouvernement français se prêta d'une manière ridicule.

Le droit de 5 francs sur les blés établi en 1885, celui de 7 francs en 1894, n'avaient pas produit les effets miraculeux qu'en promettaient leurs auteurs.

Les agrariens fondèrent des ligues en Angleterre, en Allemagne, en Autriche, en France pour assurer le triomphe du bimétallisme comme panacée pour relever les prix<sup>2</sup>. En France, la ligue avait pour président M. Méline.

Au mois de mars 1895, la Chambre des communes, le Reichstag, la Chambre des députés, furent saisis de propositions en faveur du bimétallisme; celle de M. Méline, revêtue de 348 signatures, déclarait que l'établissement d'un bimétallisme serait d'un grand profit pour les intérêts agricoles, industriels et commerciaux, comme l'avait été, sans doute, le régime des assignats. La Société des Agriculteurs de France allait même jusqu'à demander qu'« au cas où une entente internationale serait reconnue impossible, le gouvernement étudiait les conséquences du retour pur et simple à la frappe libre de l'argent. » La France serait devenue le dépotoir de tout l'argent produit

1. La Bourse de New-York.

2. Les Anglais y répondirent par la *Sound Currency League*, qui poursuit aujourd'hui contre les inflationnistes du papier, la campagne qu'elle poursuit contre les inflationnistes de l'argent.

dans le monde. En vertu de la loi de Gresham : *la mauvaise monnaie chasse la bonne*, tout l'or existant en France aurait passé la frontière, et nous aurions reçu des kilogrammes d'argent, valant 70 ou 80 francs auxquels la frappe de la monnaie aurait donné un pouvoir libérateur envers l'État et envers les créanciers de 222 francs.

Voilà la prime que voulaient offrir les protectionnistes agrariens européens aux propriétaires des mines d'argent des États-Unis : et en septembre 1896, leur élite réunie à Budapest envoyait à M. Bryan, alors candidat à la présidence des États-Unis, une adresse dans laquelle ils prenaient l'engagement, s'il réussissait, « de faire tous leurs efforts pour rétablir l'argent comme étalon monétaire ». L'élection de M. Mac Kinley ne les découragea pas. Voulant donner une satisfaction apparente aux « silvermen », il envoya, en 1897, des commissaires en Europe pour provoquer une nouvelle conférence ; juste au moment où ils allaient de France en Angleterre, en août 1897, le prix de l'argent tomba à 24 deniers par once et le prix du blé monta à 34 francs le quintal métrique.

Ce fait détruisait un de leurs arguments économiques : ils prétendaient que le blé était à trop bas prix parce qu'il y avait une « contraction monétaire ». Or, le jour où le prix de l'argent atteignait, pour cette année, son étiage le prix du blé montait à un prix tel que M. Méline était obligé de suspendre le droit de 7 francs.

Il y avait donc d'autres causes au bon marché du blé que la suppression de la frappe de l'argent !

J'avais complète confiance que l'Angleterre ne consentirait jamais à perdre le bénéfice de l'étalon d'or et à jeter gaiement plus de la moitié de ses créances sur l'étranger par-dessus bord. Aussi j'ai parié une fois en 1894, une autre fois en 1897, à M. Edmond Théry, secrétaire général de la Ligue Bimétalliste, que tous ses efforts échoueraient.

Nous avons célébré, en 1903, dans un dîner de 50 louis

d'or, les funérailles du bimétallisme : mais si nous n'avions pas eu l'Angleterre comme garde-fou, les bimétallistes auraient jeté la France dans un cataclysme qui lui aurait encore coûté plus cher que la guerre de 1870.

## CHAPITRE V

### **La contraction monétaire et la baisse des prix**

Fausse allégation de la suspension de la frappe de l'argent. — Evaluation des monnaies d'or et d'argent. — La contraction monétaire des bimétallistes. — Réponse de de Foville. — Au lieu d'une perte un gain. — Augmentation de la production de l'or. — L'apologie de l'assignat d'argent. — Pour les changes dépréciés. — Arguments des bimétallistes identiques aux arguments des inflationnistes actuels.

On voit que les bimétallistes avaient pour grand argument : « La contraction monétaire. » La contraction monétaire provoquait la baisse des prix et empêchait les droits de douane d'avoir un plein effet. En multipliant les signes monétaires, qu'elle qu'en fût la valeur, on augmenterait les prix.

Au point de vue des faits, ils invoquaient la suspension de la frappe de l'argent, l'Allemagne ayant en 1871 adopté l'Étalon d'or. Mais cette baisse avait commencé depuis longtemps, et comme nous l'avons vu, la frappe de la monnaie d'argent n'avait jamais été suspendue : et après 1878, date de la suspension de la frappe des écus de cinq francs par l'Union latine, la frappe de l'argent dans le

monde entier a continué à un niveau supérieur à ce qu'elle était dans les années précédentes :

Valeur au pair des monnaies d'argent frappées dans le monde entier depuis 1873 <sup>1</sup>.

| Années        | Valeurs<br>millions de francs |
|---------------|-------------------------------|
| 1873. . . . . | 680                           |
| 1874. . . . . | 535                           |
| 1875. . . . . | 620                           |
| 1876. . . . . | 655                           |
| 1877. . . . . | 590                           |
| 1878. . . . . | 835                           |
| Six années    | <u>3.915</u>                  |

Moyenne 652 millions que relève la frappe exceptionnelle de 1878.

|                    |           | Total        | moyenne annuelle. |
|--------------------|-----------|--------------|-------------------|
| 6 années . . . . . | 1879-1884 | 2.640        | 440               |
| — . . . . .        | 1885-1890 | 4.360        | 726               |
| 4 années . . . . . | 1891-1894 | 2.825        | 706               |
|                    |           | <u>9.825</u> |                   |

Mais ces faits n'empêchaient pas les partisans du bimétallisme d'attribuer toutes sortes de maux à la suspension de la frappe de l'argent qui n'avait pas eu lieu, comme le faisait remarquer de Foville <sup>2</sup>.

La diminution de la valeur de l'argent tenait non pas à sa démonétisation, mais à l'augmentation de sa production.

L'argent est un sous-produit dans la proportion de 70 o/o <sup>3</sup>.

Pendant cette période, les évaluations de la valeur de l'or et de l'argent monnayés étaient :

1. *Report of the Director of the Mint for the fiscal year ended, janv. 1895.*
2. *La théorie quantitative, Economiste français, 41 avril, 2 et 6 mai 1896.*
3. *Stability of International exchange, 1903.*

|  | Or<br>milliards | Argent |
|--|-----------------|--------|
| 1856 Levasseur . . . . .                                       | 15,5            | 24,0   |
| 1866 Michel Chevalier. . . . .                                 | 22,0            | 15,0   |
| 1875 Ernest Leyd . . . . .                                     | 18,75           | 16,25  |
| 1885 Hottmar Haupt . . . . .                                   | 19              | 18,6   |
| 1895 Priston (directeur de la mon-<br>naie des E. U.). . . . . | 21,2            | 21,1   |
| — Lesley Probyn (Statistical So-<br>ciety London) . . . . .    | 20,5            | 17,7   |

Quelles que soient les différences de ces évaluations, il en résulte un fait évident : jamais il n'y avait eu dans le monde un chiffre aussi élevé de monnaies d'or et d'argent.

Voici comment les bimétallistes définissaient ce qu'ils appelaient la contraction monétaire :

— Il y a aujourd'hui dans le monde, à l'état monétaire ou quasi monétaire, pour 20 milliards d'or et pour 20 milliards d'argent, valeur calculée au pair. Mais ce métal blanc a vu son cours baisser de 50 0/0 : sur 20 milliards, c'est 10 milliards d'anéantis : d'où disette...

— Disette d'argent ?

— Non : disette d'or. L'or, n'étant plus qu'à demi suppléé par l'argent dans l'exercice de sa fonction, s'est trouvé de plus en plus demandé; et il y a eu plus value de l'or, *appreciation of gold*. La baisse des prix n'est que la manifestation inverse de cette plus-value.

De Foville répondait :

Voilà qui est ingénieux : seulement nous demandons la preuve de ce grand appauvrissement monétaire dont l'affirmation formela base du système. Proclamer qu'il a été perdu, depuis peu, pour 10 milliards de monnaie et promettre une récompense honnête aux gouvernements qui, par la réhabilitation d'un métal déprécié, les restitueraient au monde, c'est évidemment de quoi frapper les imaginations. Mais en Orient et en Extrême-Orient, l'argent a-t-il perdu son pouvoir d'achat, a-t-il disparu? Dans le stock du métal blanc, on évaluait que la Chine en avait pour 4 milliards au pair, l'Inde pour un chiffre supérieur, les Etablissements des détroits pour un demi-milliard, le Japon et le Mexique pour quelques centaines de millions chacun. Voilà 10 milliards



qui ne sont pas perdus. Et il y a un demi-milliard de monnaies divisionnaires en Allemagne, autant en Angleterre et autant en France. La seconde dizaine de milliards n'a donc pas disparu.

Si on totalise les frappes d'argent de 1873 à 1894 on trouve un total de près de 14 milliards de francs. Si on en déduit les refontes qui cependant pour l'argent deviennent de plus en plus rares, on doit considérer que 10 milliards d'argent ont été ajoutés à la circulation générale. Par conséquent, il n'y a pas eu diminution de monnaie d'argent. Au contraire. De Foville concluait :

— Là où ils accusent une perte sèche, nous constatons un gain.

Donc il n'y avait pas eu raréfaction de l'argent.

Il y avait eu en même temps augmentation de la production de l'or.

| Années    | Valeurs annuelles en millions de francs |      |       |
|-----------|---|------|-------|
| —         | —                                       | —    | —     |
| 1876-1880 | 594                                     | 1890 | 616   |
| 1881-1885 | 514                                     | 1891 | 677   |
| 1886      | 549                                     | 1892 | 760   |
| 1887      | 548                                     | 1893 | 814   |
| 1888      | 571                                     | 1894 | 935   |
| 1889      | 640                                     | 1895 | 1.030 |
|           |   | 1896 | 1.048 |

Le chiffre de la production de l'or a donc presque doublé en dix-huit ans il arrivait à dépasser le milliard dont il n'avait jamais approché. La plus grande partie de cet or a passé dans les monnaies : une autre partie se trouvait en lingots dans les coffres de Banques. Il n'y avait donc jamais eu autant d'or et d'argent dans la circulation monétaire qu'au moment où les bimétallistes évoquèrent le croquemitaine de la contraction monétaire.

Ne pouvant répondre à ces faits les bimétallistes en arrivaient franchement à faire l'apologie de l'assignat argent.

M. Alexandre Del Mar, ancien directeur du *Bureau of statistics* des États-Unis, faisait l'antithèse suivante<sup>1</sup> :

Dans la période de contraction ou de diminution de la monnaie, les prix tombent, le marchand voit disparaître des gains difficiles, le pauvre est privé d'emploi, ceux qui sont assez heureux pour trouver des places doivent accepter des salaires de famine; les classes moyennes sont privées de toutes ressources; les riches ne peuvent pas trouver de placement, le commerce est languissant et confiné aux nécessités de la vie, le manufacturier est menacé de fermer, le marchand, l'entrepreneur sont forcés de vendre à perte ou de tomber en faillite; les mines sont abandonnées, etc.

En regard il mettait l'inflation monétaire.

Quand la monnaie augmente, les prix s'élèvent, les pauvres ont du travail, les classes moyennes ont le choix d'une grande variété d'occupations rémunératrices, les personnes riches possèdent de nombreuses occasions de placements avantageux et de spéculation, le commerce est actif, les manufactures gagnent, le marchand paye facilement, toutes les bonnes qualités intellectuelles et corporelles ont une valeur marchande. La demande est universelle. Chacun porte un visage souriant, etc., etc.

Mais à quoi bon du métal argent? le papier suffit : et si la quantité peut donner de tels résultats, M. Alexandre Del Mar devait conseiller à la France le retour aux assignats et aux États-Unis de nouvelles émissions de Greenbacks.

Logiquement, M. Edmond Théry, secrétaire général de la Ligue bimétallique française, y arrivait : car il affirmait que « les crises de crédit extérieur et que la baisse des changes sont favorables aux pays qui les subissent<sup>2</sup> ».

Toute l'argumentation des bimétallistes français reposait sur la croyance que :

1° La loi peut incorporer une valeur dans un objet quelconque;

1, *The Science of Money*, p. 176, 1896.

2. *La crise des changes*.

2° Que le prix des choses varie avec la quantité de monnaie existante;

3° Que la monnaie dépréciée constituait une prime pour la production et l'exportation des pays qui en étaient favorisés.

Ce sont les arguments identiques à ceux des promoteurs ou des conservateurs de l'inflation actuelle. Ils avaient un même croquemitaine : la contraction monétaire; un même mirage : la hausse des prix.



## LIVRE III

# **La vraie monnaie et l'inflation**



## CHAPITRE PREMIER

### L'étalon monétaire et les prix

La valeur. — Les prix. — Comment mesurer la valeur. — Besoins d'une mesure fixe. — L'étalon monétaire. — Définition. — Commun dénominateur. — Le prix de l'or.

La valeur est le rapport de l'utilité possédée par un individu ou un groupe d'individus, aux besoins et au pouvoir d'achat d'un ou de plusieurs autres individus <sup>1</sup>.

Le prix est l'expression de ce rapport en monnaie.

Les pièces de monnaie sont de petits lingots de types déterminés, dont le poids et le titre sont certifiés.

Les mesures de longueur, de volume, de poids, de temps sont fixes. Le mètre ou le kilogramme ne varient pas avec la quantité ou la nature des objets dont ils déterminent la longueur ou le poids.

— Or, dit-on, l'or, l'argent varient de valeur comme les objets dont ils sont chargés de déterminer la valeur. Ils varient de prix, comme les autres marchandises. Ce ne sont donc pas de vrais étalons puisqu'ils manquent de fixité.

1. Yves-Guyot. *La Science économique* spécialement les 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> éditions (Paris, Costes).

C'est exact. Aussi pour mesurer la valeur on a créé un type légal, en lui donnant une fixité non pas matérielle, mais juridique : et on a ainsi obtenu un étalon, équivalent à l'étalon métrique, auquel on a donné le nom d'étalon monétaire.

*L'étalon monétaire est l'expression légale qui, dans un pays, fixe la nature, la quantité et le titre du métal ou la monnaie de compte qui détermine le prix prototype auquel se rapporteront tous les autres prix et qui sera le moyen légal de liquidation pour tous les actes comportant un échange ou une rémunération.*

En France la loi du 17 germinal an XI dit : 5 grammes d'argent au titre de  $\frac{9}{10}$  de fin constituent l'unité monétaire qui conserve le nom de franc. Les pièces de 20 francs seront à la taille de cent cinquante-cinq pièces au kilogramme...

La loi ne dit pas que ces 5 grammes d'argent vaudront 1 franc, ni que les louis d'or vaudront 20 francs. Seulement toutes les liquidations légales se feront d'après ces taux : les recettes et les dépenses de l'État, les dommages-intérêts, les frais de justice, les échanges ou les marchés s'établissent d'après cette norme.

Depuis l'Union latine, fondée en 1865, le franc, frappé au 835<sup>e</sup> de fin, reçu seulement jusqu'à 50 francs comme monnaie d'appoint, n'est plus qu'une monnaie de compte. Il ne garde le caractère que lui avait donné la loi de l'an XI que dans la pièce de 5 francs (v. *suprà*, L. II, ch. 3.)

Dans les affaires et surtout dans les affaires internationales, le franc est le franc d'or; et par conséquent *c'est la 155<sup>e</sup> partie du kilogramme d'or au  $\frac{9}{10}$  qui constitue l'étalon français*. Ce rapport est aussi invariable que le mètre ou le kilogramme.

Le métal choisi comme valeur de l'étalon doit avoir une valeur par lui-même, de manière qu'il puisse être acheté comme marchandise.

La livre sterling d'or est payée par la Banque d'Angleterre 77 sh. 9 d. ce qui fixe la valeur de l'once d'or à  $84\frac{3}{4}$ .



Or, son prix s'est élevé dans le commerce en 1921 presque à 115 sh. il est actuellement à 90.

John Stuart Mill, Stanley Jevons ont déclaré que la monnaie était un commun dénominateur. Ce commun dénominateur est indispensable à quiconque achète ou vend, reçoit ou paye. Mais la qualité indispensable d'un commun dénominateur, c'est la fixité.

En France, les ménagères qui vont faire leur marché rapportent toutes leurs évaluations au franc : étalon fixe, commun dénominateur invariable, au-dessus ou au-dessous duquel se trouvent les carottes, les choux, les gigots de mouton, les filets de bœuf ou les jambons.

Dans les banques, à la Bourse, dans les tribunaux, chez le percepteur, au parlement, toutes les mesures de valeur se rapportent à ce dénominateur invariable : — 1 franc, 150<sup>e</sup> partie du kilogramme d'or.

Le change français est actuellement déprécié : mais comment s'établit sa dépréciation? elle est relative au commun dénominateur : d'après le change le papier qui a remplacé l'or vaut moins que le franc qui est l'étalon monétaire.

*Ce n'est pas la monnaie qui est un commun dénominateur : c'est le rapport fixé par la loi entre une certaine quantité de métal d'un poids et d'un type déterminés : ce rapport est l'étalon monétaire qui est le commun dénominateur.*

On parle de « l'appréciation de l'or » : M. Levasseur était allé jusqu'à dire :

Le prix de l'or n'est fixé que par son rapport avec lui-même <sup>1</sup>.

Une chose ne peut pas hausser ou baisser de valeur relativement à elle-même. Un kilo d'or est égal à un kilo d'or. Une chose homogène reste toujours homogène. S'il faut donner plus d'or, pour certaines marchandises, on dit

1. *La Question de l'Or.*

qu'elles sont plus chères : s'il faut en donner moins, on dit qu'elles sont moins chères. Le prix de l'or comme celui de tous les autres objets résulte du rapport de l'or avec un autre objet, et en pratique avec l'étalon monétaire qui est le commun dénominateur<sup>1</sup>.

Il y a des personnes qui disent actuellement que l'or a baissé de valeur : alors ce serait le papier qui aurait augmenté de valeur.

En 1922, en Angleterre, l'once d'or qui, au cours de la monnaie, vaut à la Banque 84 sh. 981 d. a valu, en 1920, en moyenne 112 sh. 11 1/2, soit une prime de 32,2 0/0; cette année il a valu presque constamment sur le marché 92 sh. Est-ce là une preuve de baisse de valeur?

1. La définition ci-dessus comprend la monnaie de compte : en France jusqu'à la loi du 18 germinal, an III, l'étalon monétaire était la livre tournois : et jamais il n'a été frappé une pièce de monnaie portant ce nom. En Angleterre, c'est par livres sterling qu'on compte, et les pièces de monnaie s'appellent des *sovereigns*.

## CHAPITRE II

### **Les vrais billets de banque et les billets non gagés**

Les vrais billets de banque ne sont pas d'une autre nature que les autres papiers de commerce. Le client apporte à la banque des valeurs irréductibles payables à terme avec signatures soumises à l'endossement. La Banque rend les valeurs au porteur et à vue, facilement divisibles. *L'émission du vrai billet de banque est provoquée par un emprunt volontaire, fait par des particuliers sur la garantie d'un papier commercial en vue d'objets commerciaux, qui tend à porter, pour le plus grand bénéfice des contractants, à une pleine efficacité, les forces productrices.*

*Le billet de banque, émis uniquement en vertu du cours forcé, sans correspondre à une valeur commerciale, est un emprunt forcé, prélevé par le gouvernement, directement ou indirectement, sur tous les membres de la nation. Il mange d'avance une partie du capital constitué par les individus.*

*De toutes les formes d'emprunt, c'est la pire. L'histoire financière du monde le constate.*

*Le billet à cours forcé a reçu le nom de papier monnaie.*

## CHAPITRE III

### Définition de l'Inflation

*On appelle inflation l'art de créer des valeurs avec rien.*

Le papier monnaie est le procédé le plus prompt. Nous ajoutons dans notre volume *Inflation et Déflation* :

L'inflation peut se produire de différentes façons et par la mise en circulation de moyens de paiement ayant force libératoire, qui sont reçus par l'Etat en paiement des impôts, dont l'acceptation est obligatoire entre particuliers et par l'application d'un système de crédit comme celui qui fonctionne en Angleterre et par l'application de facilités excessives à l'égard des souscripteurs d'emprunts, comme cela a eu lieu aux Etats-Unis, de la part des *Federal Réserve Banks*.

Une forme subtile d'inflation dont l'intelligence est facile à quiconque est habitué aux méthodes et à la mentalité bancaires anglo-saxonnes provient de l'emploi du crédit créé à l'aide des dépôts en banque. Il ne s'agit pas seulement du fait que tout titulaire d'un compte de banque est habitué à faire une multiplication apparente de ressources dont une portion se plaçait en bons du Trésor ou en titres d'emprunts.

L'Etat qui avait emprunté à la Banque d'Angleterre, qui avait payé ses fournisseurs, voyait revenir les sommes déboursées. Ces opérations superposées ne tardaient pas à dégonfler les prix.

Dans le volume actuel, je ne m'occuperai que de l'inflation résultant de l'émission de billets de banque non gagés,

## CHAPITRE IV

### Les deux phases de l'inflation

L'inflation et le pouvoir d'achat. — Formule de M. Vissering. — Pouvoir fictif et résultats objectifs de l'inflation. — En France, seconde phase. — Le change. — *L'augmentation du papier monnaie en diminue le pouvoir d'achat. — La situation des changes étrangers fait connaître l'état de la circulation intérieure d'un pays.*

La conférence de Bruxelles dans le préambule de sa résolution relative à la circulation monétaire a adopté la formule suivante de M. Vissering.

Cette expansion artificielle et sans frein, appelée « l'inflation de la circulation monétaire ou des moyens de paiement immédiats, n'ajoute et ne peut ajouter en rien au pouvoir d'achat existant, en sorte que cette « inflation » ne peut que réduire le pouvoir d'achat effectif de chaque unité de cette même monnaie. C'est une forme de dépréciation de la monnaie.

Au fond, M. Vissering a raison : mais il oublie l'illusion que donne d'abord l'émission de billets de banque fictifs : ils sont gagés sur un acte de foi.

C'est un pouvoir fictif, mais recevant une sanction de la loi qui leur assure le cours forcé et ayant une valeur sub-

jective, que leur donne le consentement général dont les effets objectifs sont indéniables. Voici la description que nous faisons dans *Inflation et déflation* de l'effet produit en France par l'émission de billets non gagés.

Le Gouvernement a déclaré que ces papiers, valaient 10, 15, 20, 30, 36, 38 milliards; le pouvoir d'achat de l'Etat qui les a émis a augmenté d'autant; il les a passés aux particuliers pour rémunération de services, salaires, paye de troupe, paiements de produits divers, et ainsi en cinq ans, l'Etat français a fourni un pouvoir d'achat, à moins de 40 millions de personnes presque égal à celui que la production de l'or avait fourni depuis 1492 au monde entier.

L'activité nécessitée par la guerre a provoqué un développement industriel, création de nouvelles usines avec de nouveaux outillages; inventions qui pourront s'adapter à la production en temps de paix. Le pouvoir factice donné par l'émission des billets a donc eu un résultat positif : il a aidé à la consolidation de certains capitaux et ceux qui ont profité de l'augmentation artificielle du pouvoir d'achat qu'elle a fourni ont, en constituant des réserves, acquis de nouveaux capitaux. De là, l'illusion d'enrichissement général et d'activité débordante.

Seulement, la compensation manquait : les produits ne s'échangeaient pas contre des produits : la plupart s'échangeaient contre du papier qui ne représentait que le cours forcé.

Mais qu'importait, les 38 milliards de billets de banque, largement répartis, fournissaient un formidable pouvoir d'achat fictif, subjectif, soit, mais accepté à la fois par contrainte et par bonne volonté de sorte qu'il faisait l'objet d'échanges continus. Chez nombre de personnes, des besoins latents se faisaient jour. Les hauts salaires qui ont été donnés ont provoqué des achats chez les bijoutiers : question de coquetterie et en même temps forme de placement. La variété des toilettes a joué un rôle et enfin on a parlé, sans doute en exagérant, du luxe de l'alimentation. L'amélioration du logement n'a pas été un important facteur de dépenses sérieuses. Beaucoup de moyens d'achat, production réduite, importations contrariées par des prohibitions et par des règles plus ou moins capricieuses, c'était la hausse qui enthousiasmait tous ceux qui avaient quelque chose à vendre.

Le gouvernement a supporté la répercussion de l'élévation des prix et a augmenté les appointements de ses fonction-

naires; et il a obligé, par son propre exemple, tous les industriels à augmenter les salaires sans tenir compte de la productivité du travail. Les dépenses du personnel menaçaient d'absorber la totalité des recettes des chemins de fer. Les prix de revient étaient devenus indifférents. Pas de conflits! tel a été le mot d'ordre du ministère de l'Armement qui, tenu par un socialiste unifié, devait conformer ses actes aux doctrines de son parti. Les industriels, fournisseurs de l'Etat, n'avaient aucune raison pour engager des conflits dans lesquels ils auraient eu contre eux le personnel et le Gouvernement; et ils en avaient une excellente pour ne pas regarder au prix de revient : l'Etat paiera. Et forcément le chiffre des frais généraux, avec le pourcentage des bénéfices, suivait l'élévation des prix.

Le gouvernement s'étant fait le pourvoyeur universel provoquait ou maintenait consciemment ou inconsciemment la cherté. Il se livrait à une série de mesures contradictoires : réquisitions, taxations, prohibitions, prodigalités, puis mesures contre la spéculation, établissement de prix nouveaux, poursuites pour spéculations illicites, impôts sur les bénéfices de guerre; le ministre dépensant par dizaine de milliards. C'était la hausse. Tout allait bien pour ceux qui recevaient la monnaie!

Et l'illusion fiduciaire faisait croire que cela durerait toujours.

Voilà la première phase .

L'inflationnisme n'est jamais rassasié : il est boulimique et il se dévore lui-même. Et voici la seconde phase.

Cette monnaie factice est une monnaie essentiellement nationale. Elle n'a pas cours au delà de la frontière : et plus elle est abondante dans son pays d'origine, moins elle a de valeur dans les pays étrangers. Ceux qui ont à payer au dehors s'en aperçoivent. *Ils se heurtent au change : il institue un blocus pour l'entrée des marchandises dans le pays à monnaie dépréciée.*

Alors dans la seconde phase se vérifie complètement ce que dit ce préambule de M. Vissering aux résolutions de la conférence de Bruxelles. L'augmentation du papier-monnaie le déprécie : ce qu'on appelle élévation des prix, c'est la destruction du pouvoir d'achat du papier-monnaie; et on arrive au cours des assignats, au cours des roubles

russes, au cours des couronnes autrichiennes, au cours des mark allemands en octobre 1822.

Les roubles russes n'étaient pas, il y a trois ans, tombés au taux où ils sont. Cependant un Russe, me raconta qu'ayant besoin d'une voiture, il avait tiré une poignée de roubles de sa poche. Pas un cocher ne voulut se déplacer. Il alluma alors une cigarette de résignation. Aussitôt tous les cochers lui proposèrent de faire sa course en échange d'une cigarette. La cigarette était un objet certain : le rouble n'était qu'une fiction à laquelle ils ne croyaient plus.

Cette solution est fatale pour tous les pays qui, ayant recours à l'inflation, cèdent à la boulimie inflationniste.

Léon Say, invoquant le *Bullion report* de 1810 dit :

La situation des changes étrangers fait connaître l'état de la circulation intérieure.

C'est son vrai critérium, bien plus certain que celui des *index numbers*.



LIVRE IV

**L'Allemagne et l'inflation du mark**



## CHAPITRE PREMIER

### Désordre financier de l'Allemagne

Les apologistes français de l'inflation du mark. — Sa baisse.  
Désordre monétaire de l'Allemagne.

L'exemple de l'Allemagne était le grand argument des apologistes de l'inflation : exportations superbes, grande activité industrielle qu'ils exagéraient, car elle est au-dessous de celle d'avant-guerre : dividendes formidables, nouvelles fondations de sociétés ou augmentations de capital; et certains d'entre eux soutenaient la thèse suivante :

— Le change permet aux Allemands d'exporter : à l'extérieur, ils écartent les nations qui n'ont pas un change aussi déprécié que le leur; et ils achètent du dollar, des livres sterling, des pesetas, grâce à la dépréciation de leur change.

Et ils ajoutaient :

— Si nous avions des hommes d'État capables de comprendre les questions financières, au lieu de comprimer l'inflation, ils la faciliteraient de manière que notre franc étant au-dessous du niveau du mark, nous ayons la première place pour notre exportation !

Les apologistes de l'inflation en sont-ils toujours enthous-

siastes? Depuis l'armistice, la baisse du mark a été continue. Lente d'abord en 1919 et 1920 elle s'est accélérée au cours de l'année 1921 et elle s'est précipitée en 1922.

Cours du mark à Paris (en francs par 100 mark)

|      |                             |        |
|------|-----------------------------|--------|
| 1919 | moyenne annuelle. . . . .   | 30,470 |
| 1920 | moyenne annuelle. . . . .   | 24,930 |
| 1921 | Janvier, moyenne mensuelle. | 24,03  |
|      | Novembre. . . . .           | 5      |
| 1922 | Fin août . . . . .          | 0,67   |
| —    | 10 novembre. . . . .        | 0,20   |

Le 25 août a eu lieu un effondrement :

|         |                            | Parité | Change     |
|---------|----------------------------|--------|------------|
| 25 août | Londres £ 1 ==             | 20,43  | 8.400 mark |
| 10 oct. | — — —                      |        | 13.750     |
| 20 —    | — — —                      |        | 17.900     |
| 10 nov. | — — —                      |        | 35.500     |
|         |                            | Parité |            |
| 25 août | New-York cents pour 1 mark | 23,83  | 0.05 cents |
| 10 oct. | — — —                      |        | 0,04       |
| 20 —    | — — —                      |        | 0,09       |
| 10 nov. | — — —                      |        | 0,01 1/4   |

Voici la progression de la circulation des mark par la Reichsbank :

|                            |              |
|----------------------------|--------------|
| 1921 janvier . . . . .     | 67 milliards |
| 1921 juin. . . . .         | 72           |
| 1922 (janvier). . . . .    | 113          |
| 1922 (22 juillet). . . . . | 177          |
| » (7 août). . . . .        | 198          |
| » (22 août). . . . .       | 315          |
| » (7 octobre). . . . .     | 344          |
| » 31 — . . . . .           | 469          |

Aux mar kpapier, il fallait ajouter le 14 octobre 14.05 millions circulant dans le public de billets des caisses de prêts<sup>1</sup> sortes de reconnaissances de Mont-de-Piété que la Reichsbank a mis au même rang que ses billets et 350 millions de bons de caisse de l'Empire.

1. Darlehenskassen, loi du 4 août 1914.

Au 31 octobre, la dette flottante allemande s'élevait à 720 milliards.

Le *Journal of commerce* de New-York disait au commencement de juillet :

Le gouvernement allemand ne doit avoir qu'une très faible marine et une très petite armée. Il n'a donc pas de dépenses à faire. Pourquoi émet-il dix milliards de mark en une semaine ?

Et il a continué, du 22 juillet au 22 août, il a émis pour 38 milliards de mark papier, soit 9.500 millions par semaine. A la fin de septembre, il a annoncé qu'il émettait 2 milliards de mark par jour et qu'il pourrait en émettre jusqu'à 7 milliards. Du 1<sup>er</sup> au 7 octobre, il en a émis pour 26.192 millions soit 3.741 millions par jour. M. W. A. Hewins M. P. a dénoncé cette politique d'inflation de l'Allemagne; problème du travail et des salaires, inflation. Réclamation pour réparations, inflation. Rétablissement de son industrie, inflation. Conquête des marchés étrangers par la prime à l'exportation résultant de l'inflation<sup>1</sup>.

1. *The Times*, 2 septembre, M. W. A. Hewins, secrétaire d'Etat des colonies (1917) ancien directeur de la London School of Economics, etc.; Cette lettre a été publiée par le *Journal des Economistes* d'octobre dans l'article intitulé : *Aberrations germanophiles et dévaluation du mark*.

## CHAPITRE II

### Le commerce extérieur de l'Allemagne

Exportations et importations. — Influence insignifiante du paiement des réparations sur la balance commerciale. — Faiblesse des exportations invisibles. — Capitaux laissés à l'étranger.

Aux inflationnistes qui célébraient la puissance d'expansion donnée au commerce allemand par la dépréciation du change, nous répondons en citant cet extrait du mémoire de M. Frédéric Jenny sur les causes et les conséquences de la baisse du mark, présenté à la semaine de la monnaie :

Une estimation mathématiquement exacte des divers éléments de la balance économique de l'Allemagne est tout à fait impossible. Les renseignements que l'on possède permettent seulement de se faire une idée approximative de l'ordre de grandeur des principaux de ces éléments.

Pour l'année 1919, les seules indications dont nous disposons sont celles contenues dans les réponses fournies par la délégation allemande aux questions qui lui avaient été posées à la Conférence financière de Bruxelles de 1920. Elles donnent, pour l'exportation, le chiffre de 9 milliards 974 millions de mark-papier et, pour l'importation, celui de 32 milliards 651 millions. Le déficit se serait, par conséquent, élevé à 22 milliards 677 millions de mark-papier.

En 1920, les statistiques officielles du Reich évaluent le montant des sorties et des entrées de marchandises respectivement à 69 milliards et demi et 98 milliards de mark-papier, ce qui fait ressortir un excédent d'entrées de 28 milliards et demi.

Pour ce qui concerne 1921, seules les statistiques relatives aux huit derniers mois ont jusqu'ici été publiées. D'après le chiffre qu'elles donnent, les exportations ont atteint de mai à décembre, environ 66 milliards 600 millions et les importations 79 milliards 400 millions de mark-papier. La balance commerciale se serait donc traduite pour cette période, par un déficit de 12 milliards 800 millions en chiffre rond. Quant aux quatre premiers mois, on en est réduit à des suppositions. Pourtant, comme le taux du mark est resté relativement stable pendant le premier semestre de 1921, on peut sans risquer de se tromper de beaucoup, évaluer l'excédent des importations pour chacun de ces quatre mois à un chiffre voisin de la moyenne constatée en mai et juin, soit à environ 900 millions de mark-papier.

Nous pouvons considérer les chiffres ci-dessus comme répondant à peu près à la réalité des faits. Mais ce qu'il ne faut pas perdre de vue c'est que, pendant la période que nous venons d'envisager, le mark-papier n'a cessé de se déprécier.

Ce déficit qui se répartit sur une période de trois ans et trois mois est évidemment important. Pour s'en rendre compte, il suffit de le comparer à l'excédent annuel d'importations que faisaient ressortir les statistiques allemandes avant la guerre et qui ne s'élevait en moyenne, pour chacune de trois années 1911, 1912 et 1913, qu'à environ 1.300 millions de mark-or.

Non seulement le fléchissement continu du mark n'a pas mis un frein aux importations mais, contrairement à ce qu'on croit généralement, il n'a pas davantage permis de développer les exportations.

A en juger d'après les statistiques officielles du Reich, les sorties de marchandises n'ont, en effet, atteint de mai 1921 à mars 1922 (11 mois) que 48 millions et demi de tonnes, tandis que la moyenne des quantités exportées pendant chacune des trois dernières années avant la guerre s'était élevée à 66.155.000 tonnes. Pourtant, en présence de la différence entre la valeur extérieure du mark et son pouvoir d'achat intérieur, différence temporaire provoquée par le mouvement de baisse du change et accentuée longtemps par l'octroi de subsides divers à la population, l'Alle-

magne s'est trouvée en mesure de produire à meilleur marché que les nations à change plus élevé, donc l'exportation aurait dû logiquement s'accroître. Mais la plupart de ces nations, afin de protéger leur industrie contre une concurrence impossible à défier, ont rehaussé leurs tarifs douaniers ce qui a fini par annihiler, à peu de chose près, la prime à l'exportation résultant de la différence entre les prix pratiqués en Allemagne et ceux du marché mondial. De plus, la capacité d'importation de tous les pays s'est vue restreinte en raison de la crise économique qui sévit depuis bientôt deux ans. Et dès l'instant que l'écart entre la valeur intérieure et extérieure du mark ne donnait pas aux Allemands la possibilité d'augmenter considérablement le volume de leurs exportations, il a forcément eu sur la balance commerciale une influence défavorable, parce que les ventes de l'Allemagne à l'étranger se sont toujours faites à des prix plus ou moins inférieurs à ceux qu'elle a dû elle-même payer lorsqu'elle y faisait des achats.

Le payement des réparations n'a exercé sur la balance commerciale proprement dite qu'une influence indirecte et d'ailleurs presque négligeable.

Les produits sont surtout le charbon et les matières colorantes. Or, depuis l'armistice jusqu'au 30 avril 1922, l'Allemagne n'en a livré aux alliés que pour environ 750 millions de mark or. A supposer qu'il se fût agi d'exportations normales, c'est donc seulement d'un peu plus d'un dixième que l'excédent d'importations, constaté depuis 1919 se serait vu réduit.

Au montant des exportations il faut ajouter les dépenses et achats effectués en Allemagne par les étrangers. Il y a là, à l'actif de la balance, un élément impossible à évaluer même approximativement, mais qui a été certainement assez important, étant donné que beaucoup de visiteurs ont été attirés en Allemagne par la modicité des prix, due à la différence entre le pouvoir d'achat intérieur du mark et le taux du change.

Quant aux exportations invisibles, sauf pour les dépenses et achats effectués en Allemagne par les étrangers, elles sont faibles. Les Allemands sont peu voyageurs et peu dépensiers à l'étranger.

La rémunération des services rendus ou demandés à l'étranger constitue un autre élément de la balance invisible. Les principaux de ces services sont les transports maritimes.

**Pour l'ensemble de la période qui s'est écoulée depuis**



la cessation des hostilités, l'étranger a effectué plus de transport pour compte allemand que l'Allemagne pour compte étranger, de sorte que celle-ci a, de ce fait, contracté plus de dettes au dehors qu'elle n'y a fait naître de créances.

Les commissions de banque n'ont jamais constitué un élément important à l'actif de la balance de l'Allemagne.

## CHAPITRE III

### Les exportations des titres et du papier-monnaie

Le revenu des valeurs étrangères possédées par les Allemands et des capitaux allemands placés au dehors était autrefois le poste de beaucoup le plus important de l'actif de la balance invisible. Il y figurait pour environ 1.500 millions de marks, et compensait à lui seul — et au delà — l'excédent d'importations que faisait ressortir généralement la balance commerciale apparente.

L'aliénation de titres internationaux ou d'entreprises au dehors ainsi que l'afflux des fonds étrangers placés en Allemagne, s'il en est résulté la disparition des *revenus* extérieurs de ce pays ont en revanche donné lieu, à mesure que se sont effectuées ces opérations à des exportations de titres et à des mouvements de capitaux qui sont venus accroître considérablement l'actif de la balance. Une partie des créances ainsi nées a, certes, servi à payer des dettes contractées pendant la guerre, mais logiquement elles n'en auraient pas moins dû laisser à l'Allemagne un surplus très important de disponibilités de devises étrangères. S'il n'en a pas été ainsi c'est que le produit de beaucoup d'aliénations de valeurs et d'entreprises a été laissé à l'étranger, les particuliers vendeurs ne l'ayant pas fait transférer en Allemagne. Ce phénomène, de même que le non-rapatriement des bénéfices réalisés par les Allemands à l'étranger constitue l'un des aspects de la fuite des capitaux qui a contribué à l'effondrement du mark.

Le papier monnaie, a été, ces dernières années, le principal

article d'exportation de l'Allemagne. C'est surtout grâce à la vente de sa devise sur les marchés internationaux que le Reich a pu compenser le déficit de la balance de ses paiements depuis l'armistice.

Plus il en offre, plus s'abaisse le prix que l'étranger consent à la payer, tandis que l'exportation de marchandises relève, au contraire, le cours du change.

De surcroît, le cours de la devise allemande ne subit pas l'influence déprimante des exportations de papier-monnaie seulement au moment où celles-ci se produisent. La répercussion que ces opérations ont sur le change continue, en effet, de s'exercer ultérieurement et, pour peu que le pays exportateur de sa devise voie ses difficultés s'aggraver, elle va s'accroissant à son tour.

Presque toujours les acheteurs de marks poursuivaient un but de spéculation, c'est-à-dire qu'ils espéraient revendre plus tard ce « change » avec bénéfice. La monnaie allemande ne peut avoir pour eux d'autre utilité.

On évalue à *une centaine de milliards* la quantité de marks-papier se trouvant, soit par suite d'exportations de billets de banque, soit — ce qui revient au même — sous forme d'avoir en marks accumulés dans les banques entre les mains de l'étranger. Cette évaluation est généralement admise par les Allemands eux-mêmes; elle peut donc être considérée comme étant plutôt au-dessous de la réalité.

On se rappelle que nous avons estimé à environ 75 milliards de marks le déficit total de la balance économique allemande depuis l'armistice jusqu'au 31 mars 1922. La somme des marks-papiers exportés a été, en conséquence, supérieure au montant nécessaire pour combler ce déficit. L'excédent qui, d'après notre calcul, serait approximativement de 25 milliards de marks-papier ne peut-être que le résultat de l'exode des capitaux d'Allemagne. Or, nous avons constaté que le déficit susvisé de 75 milliards de marks n'a lui-même atteint ce chiffre que parce que le revenu des capitaux allemands placés au dehors et le produit des ventes de valeurs internationales détenue par les Allemands et d'entreprises allemandes à l'étranger n'avaient été, pendant la période envisagée, que partiellement rapatriées. Et comme nous l'avons fait remarquer, ce n'est là également qu'une forme de l'exode des capitaux.

Ces chiffres confirment nettement l'impression que les capitalistes allemands, voulant échapper aux charges fiscales qu'allait entraîner le paiement des réparations et redoutant peut-être la faillite du Reich, ont mis une partie de leurs fonds à l'abri, hors des frontières de l'Allemagne. On aper-

çoit en même temps combien désastreuses ont été, pour le change allemand, les conséquences, non seulement de cette attitude, mais aussi de la négligence du gouvernement du Reich, qui a laissé faire ou qui, du moins, n'a jamais pris, à cet égard, que des mesures illusoires et inefficaces.

La revue allemande *Wirtschaft und Statistik* a publié dans son numéro de mars 1922, des chiffres qui prouvent combien importante est la moins-value du produit des exportations d'Allemagne par rapport aux prix du marché international. Etudiant la répartition des exportations allemandes selon les principaux pays destinataires, cette revue indique que, pour les huit derniers mois de l'année 1921, les ventes faites à la France ne figurent dans le total des dites exportations que pour 2,8 p. 100 et ne se sont élevées qu'à 1 milliard 887 millions de marks-papier. Cependant, les statistiques françaises établissent que, pour la période envisagée, nos importations en provenance d'Allemagne ont atteint 1 milliard 480 millions de francs. Pour faire la comparaison entre ces deux chiffres, il convient de retrancher du second les prestations faites en vertu du traité de Versailles (charbons et produits chimiques); celles-ci, en effet, ne figurent pas dans les statistiques allemandes. Le montant en a atteint, pendant les huit mois en question, 850 millions de francs en chiffre rond. Déduction faite de cette somme, la valeur des importations allemandes en France ressort à environ 630 millions de francs. Le cours moyen du mark-papier ayant été, de mai à décembre 1921, d'environ 0,10 franc français, c'est donc pour plus de 6 milliards de marks-papier que les expéditions à destination de la France sembleraient devoir entrer dans l'ensemble des exportations d'Allemagne. Or, le chiffre donné par les statistiques du Reich n'atteint pas même un tiers de cette somme. Il faut, certes, tenir compte : 1° de ce que la plupart des contrats de vente étaient antérieurs à l'époque de l'exportation, de sorte que les prix avaient été, dans beaucoup de cas, fixés à un moment où la dépréciation du mark était moindre; 2° du fait que les déclarations des exportateurs allemands sont souvent inexactes; 3° de l'évaluation trop élevée des importations en France, dont le montant a été provisoirement calculé d'après les taux officiels fixés pour 1919. Mais ces trois causes d'erreur n'auraient pu provoquer un écart aussi énorme entre les estimations française et allemande. Celui-ci est, sans le moindre doute, dû en grande partie à la différence entre les prix allemands et ceux du marché mondial. On aperçoit ainsi que cette différence, bien loin d'améliorer la balance commerciale, en a, en définitive, aggravé le déséquilibre.

## CHAPITRE IV

### Le délire inflationniste

Dans un article *What the Germans are thinking, planning and doing*<sup>1</sup> M. John Leyland, connu spécialement pour ses travaux sur la marine et l'armée, dépeignait l'aspect de prospérité de l'Allemagne : et alors il posait la question :

Est-ce une anomalie dont l'explication échappe à beaucoup d'observateurs? Comment pouvons-nous comprendre le paradoxe d'une Allemagne pauvre, incapable de payer ses dettes ou d'équilibrer son budget et d'une même Allemagne si riche qu'elle dépense largement partout sa monnaie? La solution du problème repose dans les dangers qui menacent l'Etat, dans la condition anormale du change, dans la multiplication du papier-monnaie, dans la basse valeur du mark, dans l'augmentation constante des salaires et des prix, chacun chassant l'autre dans une course vicieuse : le premier point à constater est que le travail est le salut de l'Allemagne... Le chômage sur une grande échelle serait le désastre, parce que, sous l'influence des Bolcheviks et des Extrémistes, exploitant la misère et provoquant au pillage, l'Etat pourrait être renversé. Heureusement pour le pays, la situation financière favorise la pratique de tout travail. La monnaie possède une valeur très incertaine. Il y en a une grande quantité dans le pays. La seule chose que les Allemands ont pu pré-

1. *Fortnightly review*, juillet 1922.

dire c'est que demain la position sera pire qu'aujourd'hui. Les prix s'élèveront, l'impôt sera plus lourd, le danger financier sera menaçant. C'est pourquoi, il vaut mieux acheter un chapeau ou une paire de bottes. Demain, ils coûteront probablement plus cher. Qu'est-ce que demandent les gens? est-ce la possibilité d'épargner? Qu'est-ce qui reste des épargnes et des pensions qui ont précédé la guerre? — Une bagatelle. — Quel est le résultat des bénéfices d'assurances contractées si laborieusement? La valeur a disparu presque complètement. Que sont devenus les placements de capitaux? Ils nous donnent un avertissement. Plaçons notre monnaie dans des possessions et industries solides et dépensons ce que nous pouvons en faisant de bonnes choses négligées depuis 1914. Si nous sommes une grande compagnie industrielle, nous demandons ce que nous pouvons faire avec notre capital. Nous pouvons le multiplier beaucoup de fois en marks papier. Il y a beaucoup de cette monnaie en circulation. C'est extraordinairement difficile de constituer des réserves. C'est inutile de compter sur de plus grandes réserves de monnaie dont nous avons besoin, parce qu'elles perdraient de leur valeur ou seraient taxées. Produisons de l'énergie électrique et distribuons-la. Prenons une longue vue des nécessités et des demandes de l'avenir et préparons-nous pour elles. Ne soyons pas intimidés par les dangers de l'avenir. C'est peut-être le moyen de les éviter. Ainsi parlent les capitaines d'industries allemandes de la *Griesheim-Elektron Company*, ou de la *Metallgesellschaft* et la *Metall Bank* de Francfort. La dactylographe ou la demoiselle de magasin, achète de jolis bas, des bottines rares, un chapeau provocant, moins par sybaritisme que par un calcul fondé sur son expérience. Nous sommes sortis du mirage de la guerre. Nous n'avons plus faim. Soyons heureux. Nous n'avons qu'une chose à faire : dépenser ici et là notre monnaie parce qu'au dehors, elle a à peine une valeur, tandis qu'ici elle a une grande influence industrielle et politique et nous la dépensons maintenant parce que nous n'avons pas la sécurité du lendemain.

Tout cela est tragique. La situation est illusoire. C'est artificiel et cela ne peut durer toujours.

Et M. John Leyland montre les symptômes menaçants :

Une masse prodigieuse de la richesse du monde a été détruite : et qui peut dire que l'Allemagne peut échapper à la catastrophe? Elle a des stocks valant d'énormes sommes de monnaie et les pertes sont déjà très grandes, étant donné

la baisse des prix dans les marchés du monde : une grande hausse de prix pour le coût de la vie complique les difficultés de l'Allemagne alors que la baisse se produit ailleurs. Les voyageurs anglais et américains peuvent ne pas s'en apercevoir à cause du taux du change, mais pour l'acheteur allemand, c'est une considération vitale. Des appointements et des salaires plus élevés sont demandés, la participation du capital dans l'industrie est réduite et nombre d'Allemands redoutent l'éloignement du capital de l'industrie qui est un gros danger.

L'Allemagne n'est pas une exception. Elle a profité, elle profite peut-être encore de l'activité fébrile que donne l'inflation : mais chacun sait que cela ne peut pas durer. Plus la machine à imprimer des marks fonctionne, moins ils inspirent de confiance. Quiconque reçoit des marks n'a qu'une préoccupation, les dépenser pour être sûr de ne pas les perdre complètement. De là de nombreuses ventes répondant à ce besoin d'achats : mais demain ?

Un Américain<sup>1</sup> était allé en Allemagne pour acheter des machines à coudre pour des fabriques de confection aux Etats-Unis. Elles ne sont pas soumises à un tarif d'exportation et le prix du transport de Hambourg à Chicago n'est que de \$ 2.25 par cent livres ou environ de \$ 3.37 par machine pesant 150 livres. Malgré ces avantages, l'Américain, en comparant ce prix à celui des machines américaines, le trouva trop élevé pour avoir intérêt à les importer. En outre le prix d'exportation allemand était en dollars de 20 0/0 plus haut que les prix cotés en marks or.

Les serrures allemandes qui étaient vendues prix *cif* à New-York au mois de septembre 1921, 4.50 marks valurent au mois de juin 1922, 21 marks. Les rasoirs de sûreté à New-York y sont vendus en détail un tiers de moins que les rasoirs de sûreté allemands en gros. Les prix de tous les produits métalliques ont augmenté.

Dans *Le Figaro* du 8 juillet, le commandant d'Etchégogue parle de la mévente dont se plaignent les Allemands, due à la hausse des prix.

1. Alexander Hamilton. *Institute Progress, Bulletin*, 22 juin 1922.

Elle met actuellement de nombreux produits de l'industrie allemande au même prix que ceux des autres pays — et même plus chers.

« Par suite des exigences réitérées des ouvriers et des lourdes taxes dont les marchandises destinées à l'exportation sont imposées, a dit encore M. H. Stinnes dans son discours, le prix des produits allemands atteint et surpasse même aujourd'hui celui du marché international. »

Quelques exemples fixeront le lecteur : une chemise en quelconque percale s'affichait, voici dix jours, 550 à 650 marks — soit au cours du moment de 20 à 25 francs ; un faux-col variait de 40 à 50 marks, près de 2 francs ; un vêtement complet chez un modeste tailleur s'annonçait 7 à 8.000 marks, 300 francs, et on en voyait marqués de 10 à 12.000 marks, vingt-cinq louis. Des cigares à 65 marks pièce — qui ne sont même pas des havanes — s'étaient aux devantures : une cigarette de luxe atteignait 6 marks pièce ; des bas de soie étaient à 750 marks et des bottines de confection de 1.200 à 1.800 marks.

Et ces prix indiqués sont ceux payés par tous, loyalement affichés.

La confirmation de cette augmentation des prix est donnée dans un index publié par la *Gazette de Francfort*. Il est résumé dans le tableau ci-dessous :

|                  | Aliments | Textiles<br>et cuir | Minerais | Divers | Total pour<br>les<br>marchandises |
|------------------|----------|---------------------|----------|--------|-----------------------------------|
| 1914 . . .       | 100      | 100                 | 100      | 100    | 100                               |
| Janv. 1920 . . . | 873      | 2.535               | 1.548    | 820    | 1.123                             |
| Juin 1922 . . .  | 6.073    | 10.347              | 7.771    | 6.221  | 6.809                             |

Voici un index concernant les salaires :

|                  |       |
|------------------|-------|
| 1914 . . .       | 100   |
| Janv. 1920 . . . | 769   |
| Juin 1922 . . .  | 4.585 |

Les salaires ne se sont élevés que longtemps après les prix et la proportion de cette augmentation n'a pas égalé celle des marchandises,



## CHAPITRE V

### La dévaluation et les réparations

Dans sa très intéressante communication sur le problème monétaire allemand, M. Pierre Guébard<sup>1</sup>, se demande si le désordre financier de l'Allemagne est voulu. Il répond par l'affirmative et il a peut-être raison. Le 25 juin, la livre st. à Londres coûtait 1.462 marks; à Londres, le 7 juillet, 2.330.

L'effondrement du mark à la veille de l'échéance du 15 juillet a pu être une préparation à la demande du moratorium de l'Allemagne pour cette échéance et pour les années 1922, 1923, 1924.

Cette nouvelle avait fait remonter le mark à Londres : il avait recouvré environ 300 marks en deux jours, *The City article of the Times* disait : A cette date, l'Allemagne ayant pris l'habitude de ne pas payer, il y a des chances qu'elle continue si elle a toujours l'appui de ceux qui semblent s'attacher à renverser l'histoire de 1914 à 1918.

Aussi longtemps que subsistera la probabilité de la politique d'inflation de l'Allemagne, la Cité ne peut regarder des reprises dans le mark que comme des haltes dans sa chute.

1. Séance de la *Société d'Economie politique* du 5 avril 1922. Communication de M. Pierre Guébard, chef adjoint du service des Etudes Economiques à la Banque de France.

L'excuse que pourraient invoquer les Allemands, c'est la faiblesse de leur gouvernement : Le comité de garantie et la commission des Réparations ont-ils assez d'autorité pour lui communiquer la volonté d'arrêter l'inflation et de préparer la déflation ?

Mais M. Pierre Guébard considère que la dévaluation s'impose à l'Allemagne, la dépréciation du mark de 98 à 99 o/o étant irrémédiable.

Mais cette dévaluation étant donnée, il examine quelles en seraient les conséquences au point de vue des réparations ? M. Guébard parlait avant le moratorium du 15 juillet.

L'état des paiements oblige le gouvernement allemand à se procurer annuellement — exception faite de l'année en cours, pour laquelle un sérieux allègement vient de lui être accordé — des ressources équivalentes à un minimum de 3 milliards de marks-or : 2 milliards pour l'annuité fixe, 1 milliard pour le prélèvement de 26 o/o sur les exportations.

M. Guébard faisait un calcul basé sur la conversion au taux de 25 sur papier ancien. Les débâcles subséquentes ont changé les conditions. Il terminait en disant :

Qu'il s'agisse de paiements en nature ou en espèces, tout se résume d'une part à un accroissement de la capacité productrice de l'Allemagne tel que, joint à une économie dans la consommation, il assure à la balance des comptes, un solde créditeur, d'autre part à l'intérieur des débouchés suffisants pour que l'excédent d'exportation puisse être absorbé.

En ce qui concerne le premier point, aucun doute n'est possible. Il est difficile d'admettre qu'un pays disposant de richesses naturelles considérables, d'une population laborieuse de 60 millions d'habitants, ne puisse pas trouver chaque année, s'il veut en prendre les moyens, un excédent de production de 3 millions de marks-or. C'est d'un économiste allemand M. Lansburgh, que j'invoquerai le témoignage ; il y a un an, dans un article publié par la Revue *Die Bank*, il proclamait la possibilité, pour l'Allemagne, de subvenir par son travail et son épargne, à la charge des réparations.

Le *City Editor* du *Times* a commencé le 8 septembre une série d'articles intitulés : *Why germany default. Inflation run mad*, dont voici les conclusions :

La dépréciation du mark est due à l'inflation : mais l'inflation n'est pas due aux réparations ; elle est la continuation de la politique financière poursuivie depuis 1914. L'inflation est la cause de la défaillance de l'Allemagne au point de vue des réparations ; et si elle n'est pas arrêtée, cette défaillance continuera. Un contrôle étranger est nécessaire pour y rétablir de saines conditions financières. L'Allemagne pourra alors pourvoir à des réparations réservées aux alliées. La base de la réparation est une dévaluation permanente du mark.

On crie : — La dévaluation permanente du mark : A quel taux ? — 5.000 marks par livre sterling, le mark à 1/20<sup>e</sup> de penny. C'est la ruine.

— Peut-être pour des individus qui en possèdent des stocks : mais ils sont rares. Mais comment l'empêcher ? est-ce que la multiplication des marks-papier relèverait leur valeur ? De nouvelles émissions de marks ou leur mise au pilon donneront le même résultat.

Mais la perte de ces 200 milliards de marks sera-t-elle une ruine pour l'Allemagne ? Elle conserve tous ses capitaux fixes qui constituent ses moyens de production ; ceux qu'elle avait avant la guerre, ceux qu'elle a acquis depuis, et les bénéfices qu'elle a faits au dehors, en grande partie grâce à l'inflation.

Par l'inflation, l'Allemagne a voulu submerger les marchés étrangers et elle est étouffée par le refoulement de ses marchandises au dehors, le taux du change la met dans l'impossibilité de se ravitailler en objets d'alimentation et en matières premières. Elle est écrasée par les 115 milliards de ses marks-papier.

Cette situation, elle la doit à l'inflation. La responsabilité en incombe à son état-major industriel et financier plagiaire de la tactique d'enveloppement de son état-major militaire. Il est obligé aujourd'hui d'avouer sa déroute.

## CHAPITRE VI

### L'inflation en Russie

Je renvoie au volume : *La débâcle des Soviets et la restauration économique de la Russie*, publié par l'Association financière, industrielle et commerciale russe et le Comité de Représentants des banques russes (un vol. in-8) et aux suppléments russes publiés par l'Agence économique et financière.

Je trouve le tableau suivant de l'inflation.

Papier-monnaie émis depuis le 1<sup>er</sup> mai 1921, date de l'inauguration de la nouvelle politique économique.

|  | Millions de roubles    |
|--|------------------------|
| Jusqu'au 1 <sup>er</sup> juin 1921 . . . . .             | 4.116.625 <sup>1</sup> |
| Jusqu'à la fin de 1921 (environ).                        | 11.000.000             |
| Du 1 <sup>er</sup> janvier au 1 <sup>er</sup> mars 1922. | 25.000.000             |
| Montant total (environ) . .                              | <u>40.000.000</u>      |

40 trillions de roubles!

L'index number, soviétique calculé par rapport au coût de 2.700 calories en novembre 1917, considéré comme étant de 100 a été de 300.000 en octobre 1920 et s'est élevé à 3 millions au 1<sup>er</sup> mars 1922.

Voici des cours de change publiés par les pouvoirs soviétiques.

| 26 septembre 1921          | Roubles papier | 18 février 1922 |
|----------------------------|----------------|-----------------|
| 1 livre sterling . . . . . | 231.600        | 2.250.000       |
| 1 dollar . . . . .         | 62.400         | 530.000         |
| 1 franc français . . . . . | 4.400          | 40.000          |
| 1 mark allemand . . . . .  | 600            | 2.000           |
| 1 rouble or . . . . .      | 80.800         | 270.000         |

Tels sont les cours officiels. Les cours du marché libre sont plus élevés de 150 à 200 0/0. Le rouble papier cotait 1/500.000 du rouble or au marché libre.

A Gênes et à la Haye, les représentants des soviets ont dit : — Donnez-nous 3 milliards de roubles or pour nous débarrasser de notre inflation.

Il n'y avait qu'une réponse à leur faire : — Commencez par débarrasser la Russie de votre gouvernement et de votre présence :

Les Bolchevicks expédient cependant des roubles or.

Le correspondant du *Times* à Helsingfors a signalé qu'en vérifiant les comptes du fonds de propagande de la III<sup>e</sup> internationale, le comité exécutif du parti communiste russe s'aperçut qu'il manquait une somme totale de 30 millions de roubles or.

Interrogé sur la façon dont cette somme avait été dépensée, Zinovief, à qui incombe le contrôle de ce fonds, déclara que trois millions de roubles or avaient été dépensés à l'occasion de la conférence de Gênes; que sept millions avaient été employés à soutenir les nationalistes de l'Inde dans leur campagne antibritannique et que les vingt autres millions représentaient les subsides affectés aux organisations révolutionnaires étrangères.

En juin 1922 le gouvernement bolchevick a inventé le rouble-seigle, d'après la *Rote Fahna*, journal communiste publié à Berlin.

Les titres de cet emprunt sont exprimés en pouds (environ 16 kilos) de seigle, au lieu de roubles. Un souscripteur versant 4 millions de roubles, prix actuel du poud de seigle (ou 400 roubles selon le nouveau système monétaire qui consiste

à diviser la valeur par 10.000, sans tenir compte du change) reçoit un certificat lui donnant le droit de recevoir comme remboursement, au bout d'un an, un poud de seigle.

Cette combinaison fait appel aux spéculateurs, qui savent que le rouble ne pourra que baisser et le prix du seigle que monter considérablement dans le courant de l'année.

LIVRE V

**Systemes et Programmes**





## CHAPITRE PREMIER

### Le système du Docteur Vissering

I. Le bilan de la Banque Austro-Hongroise en 1919. — II. Les quatre points. — III. Le commerce par trois et la monnaie de compte. — IV. La reconstitution de la circulation et du change.

I. — Parmi les travaux préparatoires de la conférence qui devait se réunir à Bruxelles au mois de mai 1920 et qui se réunit au mois de septembre, se trouve un important travail sur l'*Économie internationale et les problèmes financiers* par le docteur G. Vissering.

Il était admirablement préparé à l'étude des difficultés de la circulation. Non seulement il est président de « the Netherlands Bank », mais il a été aussi président de la Java Bank et il a eu à régler la circulation des billets et des monnaies de diverses natures quand l'étalon d'or fut établi dans les Indes Néerlandaises. En 1911-12, il avait été nommé, par le Syndicat des quatre puissances, États-Unis, Angleterre, France et Allemagne, conseiller monétaire du gouvernement chinois, et il a donné le résultat de ses études en deux volumes *On Chinese Currency*. Dans le travail actuel, M. G. Vissering s'occupa surtout de l'Autriche, sans tenir compte de son démembrement.

Le bilan hebdomadaire de la Banque Austro-Hongroise était au 15 novembre 1919 de :

| Actif  | Millions de couronnes | Passif   |        |
|--|-----------------------|--|--------|
| Or, traites en or sur l'étranger et argent. . .                        | 325                   | Capital et réserve . . .                                       | 252    |
| Billets du gouvernement hongrois et Kriegsdalthehen Kassanscheine. . . | 785                   | Billets en circulation. .                                      | 50.583 |
| Effets escomptés . . . . .   | 5.845                 | Balance des comptes courants payables en obligations . . . . . | 7.236  |
| Prêts . . . . .  | 8.897                 | Obligations hypothécaires en circulation. . . . .              | 261    |
| Avances à l'Etat. . . . .  | 43.463                | Kassonscheine en circulation. . . . .                          | 1.666  |
| Valeurs . . . . .  | 49                    | Divers . . . . .   | 1.296  |
| Hypothèques. . . . .   | 264                   |  |        |
| Divers. . . . .  | 1.666                 |  |        |

L'exemple de l'Autriche est de nature à dissiper les illusions de tous ceux qui croient à l'efficacité du pouvoir d'achat résultant de l'inflation monétaire.

La couronne valait, au pair avant la guerre, 1 fr. 05, soit 50 cents (1 demi florin) des Pays-Bas.

Le 10 décembre 1919, elle valait 1 cent 1/2. Sa valeur de 2 cents et au-dessous était fictive. Pratiquement toutes les transactions en couronnes avaient cessé.

L'Autriche ne pouvait pas se servir plus longtemps de la couronne comme moyen de paiement : le pouvoir d'achat de sa monnaie est tombé à zéro. Elle ne peut se procurer de l'étranger des objets d'alimentation ou des matières premières qu'en vendant ses objets d'art, partiellement ses propres outils ou quelques marchandises qu'elle peut produire à l'aide de son propre stock, soit à crédit ou en recevant des aumônes. Sa situation s'aggrave chaque jour, sa population meurt de misère et d'épuisement.

M. G. Vissering opposait la situation des Etats-Unis à l'Autriche. Ils étaient créanciers, ils possédaient de grands stocks d'objets d'alimentation et de matière premières.

Le dollar montait tandis que la couronne s'écrasait.

La plupart des nations ont besoin d'acheter aux Etats

Unis et, par conséquent, d'avoir des moyens de paiement pour les Etats-Unis. Les Etats-Unis ont intérêt à avoir des débiteurs qui puissent les payer : autrement ils ne pourraient pas vendre; et s'ils ne vendaient pas, ils subiraient une surproduction. Il leur faut des débouchés.

Les pays clients peuvent se ranger en deux catégories : 1° Ceux qui souffrent des dévastations, des pertes de la guerre et de l'inflation qui en résulte; 2° les pays neutres, qui ont besoin de matières premières, de charbon, etc., qui ont des ressources, mais qui trouvent aussi leurs anciens clients incapables de leur faire des achats.

Ces horribles conditions chaotiques dans le monde entier, dit M. G. Vissering, ne peuvent être redressées par un petit nombre d'hommes ou d'Etat. Nous sommes en présence de conséquences différentes et plus grandes que celles d'aucune guerre précédente. Le taux du change qui n'avait jamais atteint les chiffres actuels en est la preuve. Des Etats tout entiers ont été réduits à une condition semblable à celle des temps préhistoriques, avant que les êtres humains possédassent un système de circulation qui pouvait assurer le commerce du monde.

Ce chaos universel peut cependant prendre fin si chacune des nations importantes veut coopérer. Il ne s'agit pas de faire quelques crédits décevants et faciles qui seraient une perte de force à la fois pour le prêteur et l'emprunteur.

II. — Voici les quatre points fondamentaux du système préconisé par M. G. Vissering :

1° Fin de la fabrication du pouvoir d'achat artificiel par les émissions d'emprunts des gouvernements et des municipalités et du papier monnaie, billets de banque compris.

2° Révision des dettes.

3° Organisation générale de crédit, à laquelle pratiquement toutes les nations du monde avec leurs ressources financières et économiques participeraient.

4° Institution d'un système de troc pour les Etats dont la circulation ne peut plus être employée comme moyen de paiement dans le commerce mondial.

M. G. Vissering ajoutait un cinquième point, mais qui ne venait qu'en seconde place, quand les points de 1 à 4 auraient été mis en vigueur :

5° Révision de la circulation et des banques d'émission dans les pays dont les changes sont violemment affectés. Cela devait être énergiquement entrepris pour la reconstitution des pays dévastés.

M. Vissering examinait chaque point de ce programme :

1° Sur le premier point, il montrait facilement les inconvénients du système des emprunts et du papier monnaie. Sa solution était immédiate et absolue. Est-elle possible partout?

2° Révision des dettes. — Mais cette révision des dettes commence par la révision de la dette de l'Allemagne à l'égard de ses vainqueurs et tout particulièrement de la France. Dans mes ouvrages<sup>1</sup>, j'ai dit avec force que la prospérité de l'Europe ne pouvait être fondée sur la ruine de l'Allemagne; mais elle peut encore moins être fondée sur celle de la France. Je me suis permis de soumettre cette observation à M. Vissering. Elle paraît trop oubliée.

3° L'organisation générale du crédit, à laquelle toutes les nations importantes du monde prendraient part, fonctionnerait de la manière suivante : Les prêts ne seraient faits que pour des marchandises, des matières premières, des objets d'alimentation, des moyens de transport; leurs fournisseurs demanderaient à l'organisation de crédit, existant dans leur propre pays, le paiement de ces fournitures : il y aurait ainsi deux catégories de nations, les nations prêteuses et les nations emprunteuses.

Pour le fonctionnement de cette organisation, comment résoudre la difficulté du change? Si on avait émis en 1920 pour le règlement des paiements des obligations au titre de l'or aux Etats-Unis, l'Angleterre aurait eu à payer une

1. *Les Causes et les Conséquences de la guerre. 1915. — Les Garanties de la paix. 1918.*

prime de 20 o/o, la Hollande de 6 1/2 o/o, la Suède de 16 1/2 o/o, le Danemark de 39 o/o.

M. Vissering concluait que chaque nation prêteuse prêterait au taux de son change. Elle placerait des bons sur le marché international où ils auraient comme garantie celle de l'organisation d'une nation prêteuse, plus des garanties spéciales de la nation emprunteuse. Ces obligations seraient de même nature que les obligations des chemins de fer des Etats-Unis. Un capitaliste hollandais pourrait considérer que la valeur de la livre sterling ou de la couronne danoise augmenterait et il achèterait leurs obligations comme placement.

Ces placements n'auraient pas lieu simultanément.

L'intérêt de ces obligations étant celui des prêteurs, ce serait une autre attraction pour le capitaliste.

Cette organisation aurait le contrôle de la nature des importations; elle refuserait des crédits pour les importations d'aliments « non essentiels » et d'objets qu'elle ne considérerait pas comme indispensables. De là la nécessité d'une organisation centrale située dans le centre de l'Europe.

Les nations emprunteuses devraient aussi créer une organisation équivalente. Cette organisation devrait déterminer quel genre de marchandises il serait permis d'importer à chaque nation qui en ferait partie et quelles garanties spéciales elle pourrait donner pour le paiement de ces crédits; ces garanties seraient tout d'abord des gages sur les droits d'importation et d'exportation comme ceux qui ont été mis en pratique en Turquie et en Chine.

M. Vissering dit que « cette question d'organisation serait d'une importance générale ». Sans doute : mais quand cette organisation pourrait-elle être faite? Et d'ici là, comme il le demandait, tout crédit devait-il être refusé à toutes les nations qui ont besoin d'emprunter? Est-ce que leur crédit était uniforme? M. Vissering entendait-il mettre le crédit de la France et de l'Autriche au même niveau? Nous ne pouvons le supposer.

Nous pouvons comprendre le fonctionnement de l'organisation des nations prêteuses. Sans doute, elles n'auraient pas toutes les mêmes mobiles, des sentiments uniformes de sympathie ou d'antipathie, des renseignements et des vues identiques à l'égard des nations emprunteuses; toutefois elles pourraient encore se mettre d'accord.

Mais quand le ratelier est vide, les chevaux se battent. Est-ce que l'Autriche, la Hongrie, l'Allemagne, les pays Balkaniques pourraient se mettre d'accord pour leurs besoins respectifs? Est-ce que chacune de ces nations ne demanderait pas avec âpreté plus qu'elle ne pourrait payer? Et si vous réunissez ensemble les vainqueurs et les vaincus, est-ce que les haines d'hier ne se réveilleraient pas? Je ne vois pas autour de la même table, le représentant de l'Allemagne criant : « Vous devez me donner de la laine et du coton avant d'en donner à la France! Vous devez me faire des crédits pour les acheter et vous devez les refuser à la France. »

M. Vissering apercevait une autre difficulté qui résulte du premier point, en vertu duquel tout nouvel emprunt est interdit aux divers pays. Comment ces gouvernements pourraient-ils attendre? Continueraient-ils à augmenter l'inflation qu'ils s'agit de supprimer? Les nations prêteuses ne devraient prêter que pour des besoins industriels. Quelle serait l'extension donnée à ce terme?

III. — Nous voici au quatrième point : l'institution d'un système international de commerce par troc.

Certaines nations ne peuvent acheter, faute de moyens de paiement, dans d'autres pays les objets indispensables pour finir leurs produits. Il faudrait les leur avancer. Déjà cela se pratiquait pour les peaux : une nation en fournissait à la condition que les cuirs obtenus lui fussent destinés. M. Vissering cite l'exemple suivant auquel pourrait s'appliquer ce système : une firme d'ingénieurs électriciens pourrait fabriquer des machines électriques, mais on devrait lui fournir la soie nécessaire pour faire des isoloirs. Or le filateur de soie n'a pas besoin de ces appareils élec-

triques. Il peut n'être pas disposé à faire crédit de sa soie, même s'il doit être payé en espèces, parce qu'il veut garder ses fonds disponibles.

« Actuellement, disait-il, l'Allemagne et l'Autriche sont dans une situation telle qu'elles ne peuvent acquérir des moyens de paiements dans les autres pays : elles doivent payer respectivement 10 et 25 fois la valeur des marks et des couronnes pour leurs achats à l'étranger; et encore faudrait-il qu'elles trouvassent des exportateurs disposés à accepter des marks ou couronnes, ce quin'est pas le cas!

« Mais dans ces pays, il y a encore nombre de produits qui, propres à être vendus à l'étranger, donneront des moyens de paiement pour les choses essentielles. Afin de réaliser ce système, il faut découvrir un nouvel intermédiaire, faire usage de cette nouvelle forme d'échange que nous appelons l'Institution du Troc. »

M. Vissering prenait l'exemple suivant : l'Allemagne devrait préparer une liste des marchandises qu'elle désire acheter; les Pays-Bas établiraient les quantités qu'ils pourraient lui livrer; l'Allemagne fournirait alors une liste de ce qu'elle pourrait livrer immédiatement, dans un délai de trois mois à un an, après une récolte ou après une fabrication. Ces offres et ces demandes seraient enregistrées.

Comment seraient-elles évaluées? Pas en mark. On pourrait prendre le florin hollandais or : mais si sa stabilité n'inspirait pas une confiance suffisante, on pourrait instituer une monnaie de compte, mark or ou florin or, qui remplirait le même office. Lors de l'apurement des comptes, à la suite des livraisons des marchandises, l'appoint en monnaie serait insignifiant.

« Voyant que la même unité de compte dit M. Vissering, peut être adoptée pour toutes les transactions, chaque partie est certaine d'obtenir la valeur intrinsèque des marchandises fournies par elle et n'aura plus à s'occuper de faire un papier monnaie déprécié. »

Et M. Vissering revenait au cas des constructeurs de machines électriques à qui des Hollandais fourniraient la

soie dont ils auraient besoin. « La production de ces constructions coûte  $x$  : lorsqu'ils livreront leur produit, ce prix de revient sera remboursé avec un profit de  $y$ . Avec  $x$  ils percevront le prix des matières premières, salaires, etc., et le profit  $y$  reste à leur disposition. Ils peuvent convertir cet  $y$  en marks au taux du jour, parce que d'autres personnes en Allemagne requerront une somme de  $y$  pour acheter des marchandises au dehors. Si ces constructeurs ne réalisent par leur profit  $y$  en marks, ils peuvent acheter plus de marchandises au dehors et avoir besoin, pour faire la même opération, d'un crédit inférieur à celui dont ils avaient eu besoin. »

M. Vissering rappelait le rôle que la monnaie de compte avait joué pendant des siècles par les opérations de l'Amsterdamsche Wisselbank dans les Provinces Unies et par celles de la Hamburger Wisselbank à Hambourg, qui ne fut transférée à la Reichsbank qu'en 1875. Ces institutions réalisaient les règlements internationaux avec un grand succès, ces unités de compte fictives possédant une stabilité remarquable parmi les nombreux genres de monnaie en circulation dans le bon vieux temps. Pendant plus d'un siècle, l'Amsterdamsche Wisselbank fut la principale institution de ce genre.

La monnaie de compte était non seulement internationale, mais aussi nationale. En France, la livre n'a jamais été qu'une monnaie de compte, et en Angleterre, il en est encore de même de la livre sterling. Mais le rapport de la monnaie de compte aux monnaies réelles se détermine en énonçant la valeur des monnaies réelles en valeur de compte <sup>1</sup>.

Je suis convaincu qu'actuellement une monnaie de compte internationale peut être utile. Dans son étude, *Une Politique du change* <sup>2</sup>, un Américain, M. Frédéric Mathews, l'avait proposée; mais cette monnaie de compte

1. Turgot, 1769, *Valeurs et Monnaies*. Œuvres de Turgot, publiées par G. Schelle. T. 3, p. 81.

2. *Journal des Economistes*, 15 juillet 1919.



avait pour base une institution internationale analogue au *Federal Reserve Board* des Etats-Unis,

IV. — Quand M. Vissering s'occupait du point V : *La reconstitution de la circulation et de l'échange*, il prenait comme exemple l'Autriche. Nous avons vu par le bilan publié plus haut dans quelle situation elle se trouvait. Avec la couronne, à son taux nominal, on obtenait une balance; mais ses émissions de papier ont été faites sans contrepartie de valeurs, on était arrivé ainsi à 48 milliards de couronnes payables à vue couvertes par 1/2 o/o d'or et 76 o/o d'obligations du gouvernement dépréciées.

Les marchandises et les services étaient payés avec des couronnes papier, ayant une valeur nominale très haute, et en réalité, sans valeur. Si cette valeur était de vingt-cinq fois plus élevée que celle de la couronne d'or avant la guerre, le porteur de 25 couronnes en papier ne pourrait acquérir en Autriche ce qu'il pouvait avec une couronne d'or avant la guerre, et à l'étranger, il ne pourrait rien acheter.

De là une effroyable misère pour tous les membres de la population qui ne reçoivent pas plus de couronnes qu'ils n'en recevaient avant la guerre.

Les porteurs de ces couronnes émises depuis la guerre n'avaient pas le droit d'en demander le remboursement sur la base de la couronne d'or; le fardeau pour l'Autriche serait si grand qu'elle ne pourrait jamais sortir de sa position actuelle.

M. Vissering proposait de distinguer entre les couronnes émises à différentes périodes : les porteurs des couronnes émises avant la guerre auraient droit au remboursement à la valeur de l'or : il en serait de même pour les créances et titres datant de cette époque. Les porteurs de couronnes acquises pendant la guerre ne pouvaient recevoir un paiement égal : ils sont seulement porteurs de couronnes de papier sans valeur équivalente en or. Ces 60 milliards de couronnes de papier seraient maintenues pour le moment dans la circulation intérieure; elles ne joueraient aucun

rôle dans les paiements extérieurs. Elles serviraient au règlement des salaires, des loyers, des paiements quotidiens.

Mais ces 60 milliards ne sont pas tous employés à ces transactions; il y en a de thésaurisés: le gouvernement peut proposer de les rembourser à un terme de 60 à 100 ans en leur réservant un intérêt et un amortissement de 2 1/2 0/0, payables également en couronnes papier ou en toute autre valeur. Ces porteurs de couronnes papier gagneraient immédiatement un avantage; on peut espérer qu'il en résulterait une réduction importante des couronnes de papier actuellement émises.

Si la circulation était ramenée à un chiffre de trois ou quatre fois de ce qu'elle était avant la guerre, même de cinq ou six fois, M. Vissering ne la considérerait pas comme anormale.

Chaque effort devrait être de porter, côte à côte avec la couronne de papier, l'usage général de la couronne d'or. Pour obtenir ce résultat, il proposait le système suivant: une nouvelle banque d'émission serait établie en Autriche et prendrait la couronne d'or comme base exclusive de ses propres affaires. Les pays étrangers pourraient lui fournir des fonds dont une partie resterait dans les pays étrangers. Elle pourrait faire des avances en couronnes d'or aux producteurs autrichiens qui en ont besoin pour travailler, elle pourrait leur procurer des matières premières de l'étranger. Elle ne devrait avoir aucun rapport avec les emprunts du gouvernement et les sociétés qui voudraient augmenter leur pouvoir d'achat artificiel. Elle devrait être dirigée par des personnes complètement indépendantes, sur le modèle d'après lequel avait été instituée la Banque d'Algésiras au Maroc.

La Banque Austro-Hongroise continuerait la liquidation de ses propres affaires sous le contrôle de cette nouvelle banque d'émission. M. Vissering invoquait son expérience des affaires orientales pour affirmer qu'il ne considère pas comme impossible la connexité de deux systèmes différents

de circulation et de banque en Autriche. Sans doute, il y a des difficultés comme celles des salaires des instituteurs, des tarifs de chemins de fer, du règlement des dettes, mais elles pouvaient être réglées par la loi.

Je n'ai pu résumer, dans ces quelques pages, tout ce travail plein de faits et de fortes considérations. On n'y trouve aucune des erreurs trop répandues dans des études sur ce sujet.

Au mois d'août 1922, la Banque d'Autriche-Hongrie avait une circulation de 833 1/2 milliards. Le chancelier, M. Seipel avait essayé, au mois de mai, la création d'une nouvelle banque d'émission. Elle n'a pu placer ses actions. M. Seipel s'est adressé à la Société des Nations.

Le 30 septembre, dans la séance de clôture de l'assemblée, Lord Balfour annonça que quatre Etats s'étaient engagés à fournir 80 o/o des crédits jugés nécessaires pour le relèvement financier de l'Autriche. Il reste 20 o/o à couvrir, plusieurs Etats ont offert leur collaboration. Une banque d'émission serait créée au capital de 100 millions de francs suisses dont les premiers 60 millions seraient souscrits par les Banques Autrichiennes, la Banque anglo-autrichienne et la Banque des pays de l'Europe centrale. Des banques anglaises ouvrent un crédit de £ 15 millions soit au pair 375 millions. Ainsi, malgré les centaines de milliards de billets, moins d'un milliard paraît suffisant pour relever l'Autriche.

## CHAPITRE II

### **Système du professeur G. Cassel**

The purchasing power parity : la parité du pouvoir d'achat.

Le professeur Cassel est un Suédois dont le système date de septembre 1919 et a été d'abord publié dans les *Annals, of the American Academy of political and social science*, (numéro de mai 1920). On en a beaucoup parlé; mais personne n'a essayé de l'appliquer.

Tout le système de M. G. Cassel est basé sur la théorie quantitative ramenée à la simplification suivante.

Quand la quantité de monnaie augmente, les prix s'élèvent, quand la quantité de monnaie diminue, les prix baissent. Quand le volume du commerce augmente, les prix baissent; quand le volume du commerce baisse, les prix montent.

En réalité, il considère le volume du commerce comme invariable et que toutes les variations viennent de la quantité de monnaie.

Voici le texte même de M. G. Cassel<sup>1</sup> :

Le pouvoir d'achat de la monnaie d'un pays se détermine exclusivement par l'étroitesse des moyens de paiement dans ce pays en comparaison avec le volume de son commerce.

1. G. Cassel, p. 261 (A. A., mai 1922).

Dans un autre pays cette monnaie a la capacité d'acheter telles marchandises qui peuvent être exportées du premier pays. Cette valeur prend place dans la monnaie de l'autre pays et c'est pourquoi elle peut être proportionnelle au niveau général du prix de ce pays.

Si le commerce entre deux pays, A et B, est libre, le prix de la monnaie de A dans la monnaie de B est en proportion directe du pouvoir d'achat de la monnaie A et en proportion inverse du pouvoir d'achat de la monnaie B.

Ce taux qui peut être appelé la parité du pouvoir d'achat (*the purchasing power parity*) doit toujours être regardé comme le prix normal.

Si le commerce entre deux pays est plus engagé dans une direction que dans l'autre, la valeur de la monnaie du pays dont l'exportation est relativement plus restreinte tombera dans l'autre pays, au-dessous de la parité du pouvoir d'achat. Ainsi l'inflation dans les Etats-Unis a été sans doute beaucoup plus petite qu'en Suède et le dollar a gardé beaucoup plus de son ancien pouvoir d'achat que la couronne suédoise. La parité du pouvoir d'achat a été de beaucoup au-dessous de l'ancienne parité de la couronne 3.73 pour un dollar. Mais, le taux a beaucoup faibli, à cause des restrictions plus sévères imposées par les Etats-Unis aux exportations en Suède : le taux pour la couronne étant de 2.55.

Dès que la parité du pouvoir d'achat de la monnaie a été établie entre deux pays, peu importe si ce niveau est haut ou bas. Le commerce d'exportation n'est pas embarrassé par la baisse du cours des changes étrangers aussi longtemps que ces cotes correspondent seulement à un niveau élevé des prix dans des pays étrangers ou à un bas niveau à l'intérieur.

Chaque déviation du taux du change de la parité du pouvoir d'achat est la cause de difficultés considérables pour le commerce international. L'exportation de A et B doit être très gênée si la monnaie de B est cotée dans A à un taux plus bas que celui qui correspondrait au niveau général des prix en B comparé avec celui en A. En même temps l'importation de A à B serait un stimulant artificiel résultant d'une telle cotation. Ces effets tendraient à hausser la valeur de la monnaie B en A et à la porter à la parité de son pouvoir d'achat qui est le point d'équilibre des changes. Naturellement aussi longtemps que les paiements peuvent être faits de A à B en or cela peut causer en B une offre surabondante de monnaie, et, c'est pourquoi, une élévation dans les prix.

Les échanges actuels sont déterminés principalement par la parité du pouvoir d'achat entre les différents étalons monétaires.

Mais il y a d'importantes déviations de ces taux normaux. Elles finiront aussitôt que la liberté du commerce international et quelques conditions de stabilité seront établies. Les changes montreront alors de petites variations dans la parité du pouvoir d'achat.

Quand les changes sont aux dépens de ces pays, on explique généralement ce fait, par une balance du commerce contraire.

Mais si une contrée achète d'une autre plus qu'elle ne lui vend, il faut qu'elle paie la différence d'une manière quelconque, soit en exportant des valeurs, soit en empruntant à l'autre contrée.

Ainsi la balance des paiements doit arriver à l'équilibre, et il n'y a pas de raison pour une altération dans le taux du change.

Si elle se produit, elle doit être considérée comme la preuve d'une inflation qui a abaissé à l'intérieur la valeur de l'unité de monnaie et élevé le niveau général de son prix.

Avec un niveau du prix invariable et un taux du change contraire, l'exportation du pays éprouverait une forte excitation qui tendrait à ramener le change à son taux normal, à la condition que le commerce fût libre.

Un économiste américain, M. Estcourt résume de la manière suivante le système du professeur Cassel<sup>1</sup>.

Le professeur Cassel a stimulé tout un corps d'écrivains à manipuler une nouvelle expression qui a l'apparence de porter la lumière sur les problèmes du change et de la circulation : c'est le *Purchasing power parity*, la parité du pouvoir d'achat. Quantité de gens répètent cette phrase comme si elle avait un effet cabalistique sur le problème.

Si vous demandez à un de ces commentateurs ce que cela signifie, vous vous apercevrez qu'il ne connaît rien du sujet, mais qu'il paraît très désireux de paraître sage en répétant une expression qui paraît signifier quelque chose. On a dit avec raison qu'elle est devenue une *patter phrase* (un bruyant tapotement) apportant plus de confusion que de lumière dans les esprits. Beaucoup, en en usant comme d'un supplément et non comme d'un instrument de pensée, n'ont pas gagné un penny de sagesse en la répétant.

1. *The Annalist*, July, 10.

La base de l'idée du pair du pouvoir d'achat est que, dans les conditions ordinaires de l'équilibre du commerce, les gens d'un pays ne peuvent payer des quantités différentes de leur circulation pour la même quantité de marchandises vendues à l'intérieur ou vendues à l'extérieur. « The nigger in wood pile<sup>1</sup> », la « raison cachée » se trouve dans les conditions ordinaires de l'équilibre du commerce :

Le supplément doit être fourni pour les frais de transport et pour les taxes d'importation et d'exportation, et les suppléments exceptés, le pouvoir d'achat d'une contrée à l'intérieur et à l'extérieur est toujours égal.

Dans la théorie de la parité du pouvoir d'achat, le prix d'une marchandise dans les termes d'une circulation inférieure a seulement besoin d'être divisé par le prix dans les termes d'une circulation supérieure pour donner le taux du change entre les deux circulations après y avoir ajouté les frais de transport et les charges fiscales.

Ainsi, il n'y aurait qu'à multiplier le taux du change à la période de base choisie pour l'index number de telle marchandise par l'index number de cette marchandise au moment présent et de diviser le produit par l'index number du pays ayant la circulation la moins dépréciée pour obtenir le taux du change qui doit exister entre les deux pays.

Seulement, cette opération ne peut jamais être d'accord avec les faits parce qu'il n'y a jamais d'équilibre stable; et actuellement l'équilibre est agité d'une manière anormale. Un pays qui doit payer des réparations à un autre, ou qui doit lui rembourser des dettes, aurait ses affaires dans des conditions plus ou moins chroniques de variations, circonstance qui opèrerait comme des frais de transport ou du changement de tarifs.

Le professeur Cassel déduit de sa formule les conseils d'application suivants :

On croit souvent qu'un pays qui a vu le prix de sa monnaie à l'étranger beaucoup au-dessous de sa parité d'avant guerre ne pourra rétablir son ancien change qu'en augmentant ses exportations.

Ce sera certainement possible, si le bas cours de la monnaie du pays a eu seulement pour cause des obstacles à son exportation; mais s'il provient d'une détérioration de sa valeur

1. Le nègre dans la pile de bois. Raison cachée prise en mauvaise part.

à l'intérieur du pays, aucun développement de l'exportation ne peut améliorer les changes. Ils seront gouvernés, dans l'avenir, exclusivement par le prix du pouvoir d'achat et ne seront améliorés que si le pays réussit à réduire son inflation en donnant à son unité monétaire une plus haute valeur à l'intérieur. »

M. le professeur Cassel veut fixer la valeur de la monnaie et des marchandises : mais il ne peut supprimer les variations des quantités de marchandises, ni les variations des quantités de monnaie, ni les pouvoirs d'achat relatifs des divers individus d'un groupe, ni ce fait subjectif qui s'appelle les désirs variables.

Il dit avec dédain : peu importe !

Peu importe que les taux changent, soient très différents de ce qu'ils étaient avant la guerre, l'essentiel c'est qu'ils soient des taux normaux aussi constants que possible.

M. Cassel en prend à son aise avec la baisse du taux des changes, il parle des taux normaux, qu'entend-il par là ? Comment les rendra-t-il normaux ? Les clouera-t-il à une muraille pour en assurer la fixité ?

Il ajoute :

Pour cet objet, il n'y a qu'une seule mesure utile : la stabilisation de la valeur intérieure de chaque étalon monétaire.

C'est une simple répétition : il veut la fixité, la rigidité, l'immobilité, la stabilisation enfin ! Que rien ne bouge ! Il voudrait établir une soudure entre le prix de chaque objet et la monnaie. Seulement l'expérience de toutes les tentatives de ce genre en a prouvé l'échec. La fixité du rapport entre deux matières solides et relativement rares, l'or et l'argent, n'a pu être établie. Comment établir des rapports fixes entre des centaines d'objets solides, d'objets fongibles, devenus périssables, soumis à toutes les variations qui dérivent de l'abondance ou de la rareté des accidents météorologiques, du pouvoir d'achat variable, et



des besoins aussi multiples et variables que les opinions des individus ?

Il continue.

La stabilisation de la valeur intérieure de la monnaie, c'est-à-dire de sa capacité d'achat à l'égard des marchandises, est de tous les objets le plus urgent à poursuivre.

Mais la capacité d'achat de la monnaie dépend encore plus de la marchandise que de la monnaie, en vertu de la loi de l'offre et de la demande.

Puis M. Cassel se livrait à l'invitation suivante aux Etats-Unis :

Il est hautement désirable qu'une nation prenne la tête, en fixant la valeur de sa monnaie contre les marchandises à un taux aussi constant que possible. On peut espérer que les Etats-Unis auront l'initiative de cette action.

Dans son propre intérêt national, aussi bien que dans l'intérêt du monde, ils renonceraient à toute tentative de réduction des prix, et d'un autre côté, ils résisteraient à toute nouvelle inflation du dollar.

Avec le dollar stabilisé aux Etats-Unis, chaque autre pays ajusterait la valeur de sa monnaie dans une proportion convenable à celle du dollar, et alors fixant à sa monnaie une valeur intérieure constante, il atteindrait un taux fixe de change avec les Etats-Unis aussi bien qu'avec chaque autre pays qui adopterait la même mesure.

Aussi le professeur Cassel invitait les Etats-Unis à maintenir de hauts prix et, d'après sa théorie, à maintenir une baisse du dollar : et ce serait cette baisse du dollar que les Etats-Unis devraient stabiliser !

Puis chaque pays stabiliserait ensuite sa monnaie sur le taux du dollar abaissé. Quel taux fixe du change pourraient atteindre le rouble papier, la couronne papier autrichienne, le mark papier allemand sur le dollar, si abaissé qu'il pût être ?

Mais M. G. Cassel n'a pas dit par rapport à quelle marchandise ou quel groupe de marchandises il entendait stabiliser le dollar. Est-ce par rapport au blé ? Est-ce par

rapport au maïs? Mais où est le maître de la pluie et de la sécheresse, du froid et de la chaleur qui, influant sur les récoltes de ces céréales, en déterminent des variations de prix?

Toutefois, à la fin de son étude, le professeur Cassel abandonne l'idée de faire reviser la parité du dollar : il dit :

Les Etats-Unis ayant continué les paiements en or, le dollar peut dès maintenant représenter l'or.

Il ajoute :

Les autres pays trouveront leurs étalons trop détériorés pour ramener leur ancien prix au dollar et par conséquent, choisiront une nouvelle parité convenable et concentreront toute leur énergie pour la conserver.

Le professeur Cassel parle d'une stabilisation impossible : et tout son système aboutit à une dévaluation de l'or. C'est le système qui a été suivi par M. Keynes et la plupart des professeurs anglais et américains.

Seulement, la dévaluation est la faillite.

M. Walter Lichtenstein, de la *First national Bank*, à Chicago, approuve complètement la théorie du professeur Cassel, mais il trouve qu'il n'est pas assez audacieux dans sa conclusion. Quant à lui, il n'hésite pas : « Ne vaut-il pas mieux qu'un Etat répudie toutes ses dettes intérieures et permette à chacun de partir tout frais? Après tout, une telle répudiation frappe les mêmes personnes qui souffrent d'un système de contributions équivalant à une confiscation graduelle. Un vieux proverbe dit : « Une fin effrayante est préférable à un effroi sans fin. » Le proverbe paraît applicable à la situation financière actuelle du globe.

Nous doutons que M. G. Cassel soit disposé à suivre son disciple : mais il l'a placé sur la pente où la logique l'a entraîné.

J'ai reproduit en grande partie les arguments du professeur Cassel. Il part d'un *à priori*, puis il déduit, heureux quand il peut adapter un fait quelconque à sa déduction : mais il ignore la méthode inductive. Il prête à la monnaie un rôle auquel il subordonne tous les échanges.

## CHAPITRE III

### **Le système Van Ter Meulen adopté par la Société des Nations**

Le 2 octobre 1920, M. Ter Meulen, directeur de la Banque Hope et C<sup>ie</sup>, d'Amsterdam, soumit un projet, connu sous son nom, à la commission des importateurs de la conférence internationale de Bruxelles<sup>1</sup>.

M. Ter Meulen commence par déclarer :

Le temps est passé de l'octroi de crédits par les gouvernements, autrement que dans les cas d'urgence absolue.

Cette déclaration nous inspire une certaine confiance. Mais le système de M. Ter Meulen y est-il bien conforme ?

Son auteur constate que les vendeurs n'ont pas de confiance dans la capacité de payer des acheteurs de certains pays ; et quoiqu'il ne le dise pas dans sa communication, il est tout particulièrement préoccupé de l'Autriche.

Je reproduis le texte même de son projet :

- 1° Le projet devra fournir aux exportateurs d'un pays des facilités pour vendre aux importateurs des autres pays ;
- 2° Ce projet devra rester entièrement distinct de tout

1. *Conférence financière internationale de Bruxelles.*. T. 2, vol. 2, p. 116.

projet ayant pour objet l'émission d'emprunts d'États internationaux quelle que soit leur affectation, ne pas se préoccuper de la stabilisation du taux du change ni d'aucun autre objet, si désirable qu'il soit en lui-même mais qui, à mon sens, ne serait pas réalisable dans les circonstances présentes ;

3<sup>o</sup> Les crédits que l'on accorderait devraient être alimentés par le rendement de certains impôts ou d'autres recettes spécialement affectés par le Gouvernement du pays importateur à la constitution de ces fonds de crédit.

Pour arriver à des propositions concrètes, je voudrais suggérer un projet offrant ces caractéristiques. La description de nos autres propositions présentant un caractère très technique, le Secrétariat de la Société des Nations a eu l'obligeance de les faire reproduire et de les distribuer aux délégués de la Conférence.

Une Commission que j'appellerai une Commission Centrale ou C. C., formée d'experts financiers réputés, sera nommée par la Société des Nations et chargée de contrôler les mesures arrêtées avec les pays qui désirent participer à ce projet.

Le Gouvernement d'un pays dont les importateurs ont besoin de crédits et qui désire participer à ce projet, fera une demande à cette Commission et lui fera connaître la nature des garanties qu'il est disposé à donner en nantissement pour les crédits accordés à ses importateurs.

Après avoir examiné les garanties offertes, la Commission fixera la limite en valeur-or des crédits qui pourront leur être accordés.

Une émission d'obligations serait alors préparée par le Gouvernement en question, gagée sur l'affectation de certains impôts ou autres recettes spécifiées. Ces obligations porteraient intérêt à un taux qui serait fixé d'un commun accord entre les pays et la C. C. ; elles viendraient à échéance au bout de cinq ou dix ans, peut-être même d'une période plus longue. Naturellement la date de l'échéance de ces obligations ne dépendrait aucunement de la durée pour laquelle les divers crédits seraient consentis. La période, pour laquelle les crédits seraient accordés, serait fixée dans chaque cas d'un commun accord par l'importateur et l'exportateur.

Les obligations de cette émission seraient exclusivement employées comme nantissement pour les crédits à accorder aux importateurs du dit pays. Elles seraient payables, intérêts et principal en monnaie du pays de l'exportateur ou en toute autre monnaie dont l'importateur et l'exportateur pour-

raient convenir. Une même obligation ne serait pas libellée en monnaie de différents pays, mais on aurait toute liberté pour libeller les bons en monnaie d'un pays quelconque, pourvu que ce pays ait adopté le projet.

Les impôts ou autres recettes servant de nantissement aux obligations seraient administrés soit par le pays lui-même, soit par une sous-commission selon que la C. C. en déciderait dans chaque cas, les membres de cette sous-commission devant être nommés par la C. C. Dans le cas où une nation qui administrerait elle-même les nantissements affectés aux obligations viendrait à ne pas tenir ses engagements, l'administration des impôts ou autres recettes de ce pays serait aussitôt remise à une sous-commission.

Les sommes provenant des impôts ou autres recettes affectées seraient transférées à chacun des pays dont les exportateurs auraient accordé des facilités de crédit, conformément au projet, et proportionnellement au total des crédits accordés par les exportateurs de ce pays. Sur ces sommes serait prélevé le paiement des coupons échus et celui du fonds d'amortissement. Puis après que la provision nécessaire au remboursement possible des obligations par voie de tirage au sort aura été assurée, ainsi que nous l'expliquerons ci-dessous, l'excédent ferait retour au Gouvernement du pays qui aurait émis les obligations.

Un importateur d'un pays donné, qui voudrait acheter à un exportateur d'un autre pays commencerait par faire une demande à la C. C. pour obtenir la permission d'importer les marchandises qu'il désire en donnant comme garantie les obligations dont je viens de parler. On accorderait cette permission uniquement dans le cas où il s'agirait de marchandises de première nécessité ou de matières premières importées dans le but d'être réexportées sous formes de produits manufacturés ou semi-manufacturés.

Ensuite, l'importateur réglerait avec l'exportateur tous les détails concernant les crédits à accorder, par exemple la durée du crédit, le taux de l'intérêt, le montant du nantissement qui, dans ce cas serait égal à la valeur nominale des obligations du Gouvernement de l'importateur, que l'importateur serait tenu de fournir.

L'importateur emprunterait ensuite à son Gouvernement des obligations jusqu'à concurrence de la somme nécessaire pour couvrir sa transaction. Chaque pays serait libre de décider des conditions auxquelles il consentirait à prêter ses obligations à ses ressortissants. Si le Gouvernement le désirait, l'importateur pourrait être tenu de fournir un nantissement pour le prêt des obligations, la nature de ce

nantissement devant être décidée d'un commun accord entre l'importateur et son Gouvernement.

Tant que les conditions auxquelles le crédit aurait été accordé seraient régulièrement observées par l'importateur, les coupons mêmes des obligations détenus en nantissement par les exportateurs seraient retournés en espèces à leur date d'échéance à l'importateur. L'importateur à son tour rendrait ces coupons à son Gouvernement et le Gouvernement deviendrait de ce fait propriétaire des sommes détenues dans le pays de l'exportateur pour le paiement des dits coupons. Lorsque le crédit serait venu à expiration et que la dette aurait été remboursée, l'exportateur rendrait les obligations de nantissement à l'importateur qui, à son tour, les rendrait à son Gouvernement, en échange des garanties fournies par lui. Le Gouvernement serait alors autorisé à prêter ces obligations de nouveau pour une nouvelle opération commerciale.

Dans le cas où l'importateur ne tiendrait pas ses engagements vis-à-vis de l'exportateur, les obligations détenues, en nantissement, devraient être tout d'abord offertes au Gouvernement de l'importateur par l'exportateur, contre paiement des sommes dues augmentées de l'intérêt à cette date. Si le Gouvernement ne remboursait pas la créance dans la quinzaine par exemple, l'exportateur serait libre de vendre le gage.

Quelle valeur aurait ce gage mis en vente parce que le gouvernement qui l'a émis n'a pas pu remplir ses engagements ?

M. Ter Meulen fait reposer tout son système sur les cautions que donne l'État de l'importateur. Par conséquent après avoir constaté la précarité actuelle et variable des crédits des Gouvernements, il en fait la caution des importateurs. Que vaut le nantissement du gouvernement autrichien ? Est-ce qu'il peut actuellement ajouter quelque chose au crédit d'un particulier ?

La Société des Nations a été saisie d'une proposition en faveur du système Ter Meulen. M. Innes, rapporteur du Comité financier<sup>1</sup>, relève dans la proposition de la Société des Nations cette phrase :

1. *The Economic journal*, december 1921, p. 544.

L'exportateur devra, comme maintenant s'assurer du crédit de son client.

Alors à quoi servira sa caution ? c'est la caution qui doit s'informer du crédit du client, puisqu'elle le garantit.

M. Innes ajoute :

La dette est domiciliée dans la maison du débiteur et ne peut pas plus être déplacée que la maison. Si un manufacturier anglais vend à un importateur autrichien, il obtient le prix en monnaie d'Autriche : et il ne peut changer cette monnaie en Angleterre. Quelle qu'en soit la valeur en Autriche, pour lui elle est nulle.

Pratiquement, il n'y a pas de marché à Londres pour les fonds autrichiens. Donc personne ne peut les accepter comme garantie. Il faudrait que l'Autriche accumulât d'abord à Londres un fonds de garantie : et que durerait-il ?

Tout achat d'Autriche en Angleterre provoquerait une demande en paiement à terme en sterling, immédiatement, augmenterait le taux du change et par conséquent le prix des marchandises pour l'acheteur. Si celui-ci avait déjà vendu ses marchandises d'après le prix auquel il les avait achetées, il serait en perte.

Les difficultés ne furent pas dissimulées par les experts de la Société des Nations qui visitèrent Vienne et sont responsables du rapport du comité financier du 15 juin 1921, comme le prouvent les conditions qu'ils jugent indispensables pour la reconstitution financière de l'Autriche.

1° Toutes les nations seront d'accord pour suspendre leurs droits relatifs aux dépenses des armées d'occupation, titres de réparations et désarmement et pour le remboursement des *Relief Credit*, bons de 20 ans au moins.

2° Le gouvernement autrichien prendra certainement des dispositions pour équilibrer son budget, le déficit pour l'année 1920-1921 ayant atteint 53 milliards de couronnes, (au pair la couronne = 1 fr. 05).

3° Suppression des émissions du papier-monnaie.

4° Un emprunt intérieur sera émis pour assurer l'exécution des articles 2 et 3.

5° Une banque d'émission sera créée au capital de 100 millions de francs, dont la moitié sera souscrit dans les



pays étrangers. Un des principaux devoirs de la Banque sera de prendre les mesures pour maintenir la valeur de l'or dans la circulation.

6° Emission d'un emprunt étranger : un des principaux objets étant d'obtenir des fonds dans les pays étrangers pour être employés conjointement avec les opérations de la banque pour stabiliser le change.

Pourvu que ces conditions soient remplies, dit M. Innes, la Société des Nations est disposée à autoriser l'émission des obligations Ter Meulen, comme garantie pour des crédits temporaires.

Il veut bien ajouter que « leur réalisation présente de formidables obstacles » ; on peut même ajouter qu'ils sont si formidables que ces conditions paraissent empreintes d'une cruelle ironie : — Nos conditions sont telles qu'elles valent une interdiction.

Les résolutions de la commission des crédits internationaux furent inspirées, dit M. Celier, le vice-président de la conférence et président de la commission, surtout par MM. Ter Meulen, Wallenberg, Sir Marshall Reid et Briboza Carneiro. En voici les passages essentiels :

La Conférence a été amenée, à recommander au Conseil de la Société des Nations les dispositions ci-après :

Un organisme international serait formé et mis à la disposition des Etats qui désireraient recourir au crédit pour assurer le paiement de leurs importations essentielles. Ces Etats feraient connaître les garanties qu'ils veulent affecter à la sécurité du crédit et s'entendraient avec l'organisme international sur les conditions dans lesquelles les garanties devraient être gérées. Les bons créés sous ces garanties serviraient de collatéraux à des crédits destinés à couvrir les prix des marchandises.

Un plan, répondant à ces idées générales, a été conçu en vue de fournir aux Etats un moyen de faciliter à leurs ressortissants l'obtention de crédits commerciaux. Il est aisé d'apercevoir qu'il est susceptible de développements variés et qu'on peut trouver dans une partie de ses dispositions les moyens de faciliter l'obtention directe du crédit par les collectivités publiques.

Un Comité de financiers et d'hommes d'affaires pourrait

être désigné par le Conseil de la Société des Nations en vue d'élaborer les mesures d'exécution.

On a fait observer à la Conférence que des résultats plus complets seraient obtenus si les Bons servant de collatéraux jouissaient d'une garantie internationale. La Conférence ne voit pas d'objection à la prise en considération de cette proposition et il lui paraît que le Comité prévu au paragraphe précédent aurait à apprécier les conditions d'application.

La Conférence a été également saisie d'une proposition d'extension sur des bases internationales du système d'assurance des crédits d'exportation. La Conférence considère cette suggestion comme digne d'être retenue et de faire l'objet d'une étude approfondie avec le concours d'experts en la matière.

L'attention de la Conférence a été attirée sur les crédits *de finition*, c'est-à-dire ceux sous le régime desquels la matière première au cours de ses transformations successives ne cesse pas de servir de nantissement aux crédits accordés, soit par l'exportateur soit par un banquier, le produit de la vente de l'article fabriqué devant servir en premier lieu au remboursement du crédit.

La réalisation de ce genre de crédit a rencontré de grands obstacles dans beaucoup de pays par suite de l'absence d'une législation protégeant suffisamment l'exportateur pendant les opérations d'importation, de fabrication, de réexportation et de vente. La Conférence propose de recommander au Conseil de la Société des Nations d'attirer sur cette question l'attention des divers Gouvernements et de charger un Comité composé de juristes et d'hommes d'affaires de proposer les mesures législatives propres à atteindre le but poursuivi dans chacun des pays intéressés.

L'annexe de la délibération de la commission contient les dispositions suivantes :

1. Pour permettre aux Nations appauvries et actuellement incapables d'obtenir des crédits à des conditions raisonnables sur le marché international, d'inspirer confiance pour se procurer les ressources nécessaires à leurs importations essentielles, une Commission Internationale sera constituée sous les auspices de la Société des Nations.

2. Cette Commission se composera de banquiers et d'hommes d'affaires de notoriété internationale, nommés par le Conseil de la Société des Nations.

3. Cette Commission aura le pouvoir de créer des sous-

commissions et de leur déléguer son autorité dans les pays ou groupements de pays qui auront adhéré au projet.

Mais les banquiers et hommes d'affaires ont-ils de tels loisirs qu'ils puissent consacrer leur temps aux besognes que veut leur déléguer la Société des Nations? Sagement la Conférence a pensé qu'ils n'accepteraient d'entrer dans cette commission que si elle ne leur demandait pas une grande assiduité. Aussi a-t-elle ajouté que cette commission pourrait déléguer son autorité à des sous-commissions. En réalité ce seront elles qui auront le pouvoir.

Toutefois l'article 17 porte :

— Chaque obligation, avant d'être délivrée à l'importateur par le Gouvernement intéressé, devra être contresignée par la Commission, comme preuve de son enregistrement.

Voilà à coup sûr, si le système fonctionne, une besogne absorbante

Certains articles de l'annexe semblent avoir été inspirés par la Perrette de la fable du Pot-au-lait :

25. Les revenus des sûretés données en garantie seront consacrés au service des obligations, de la façon suivante :

26. Selon le cas, la Commission ou le Gouvernement intéressé devront prélever sur les dits revenus la somme nécessaire à l'achat de monnaies étrangère pour payer, à leur échéance, dans les différentes monnaies étrangères, les coupons de toutes les obligations existant à une date quelconque.

27. En outre, ils constitueront à l'étranger, dans les monnaies voulues, un fonds d'amortissement suffisant pour rembourser à leur échéance 10 0/0 des obligations existant dans chacun des pays étrangers.

28. En plus des sommes prévues pour le paiement des coupons et pour la dotation du fonds d'amortissement, ils devront, en outre, constituer un prélèvement sur les sûretés affectées en garantie, une réserve spéciale, en une ou plusieurs monnaies étrangères, destinée au remboursement des obligations vendues conformément aux dispositions du paragraphe 22.

A l'unanimité, la Conférence les adopta.

En décembre 1920, le Conseil de la Société des Nations fit sien ce projet et décida de conférer à un organisateur qui fut sir Drummond Frazer, directeur de la *Manchester and Liverpool district Bank*, le soin d'en préparer l'application.

Toutefois, en 1921, le comité financier des Nations a déclaré que dans les conditions actuelles, on ne pouvait espérer un grand progrès des facilités spéciales données aux crédits commerciaux privés; et que les finances des Etats au secours desquels il s'agit de venir en aide sont encore en plus mauvais état que celles des particuliers.

En Californie, à Los Angelès, sir Drummond Frazer a recommandé la formation d'une vaste corporation américaine formée en vertu de l'*Edge law* qui pourrait émettre des obligations à long terme, en présentation des bons Ter Meulen qui lui auraient été remis en gage par les exportateurs américains.

Un projet analogue a été publié par un négociant français M. Peschier, secrétaire général de la société d'Economie industrielle et commerciale. M. Peschier voulait envoyer des matières premières aux Autrichiens et en recevoir des produits finis.

C'est une conception juste, mais comme il n'y a jamais compensation exacte, il faut bien une monnaie pour faire l'appoint: et pour exprimer la valeur des objets, il est nécessaire d'avoir recours à des unités monétaires.

Cette organisation ne peut pourvoir qu'à certaines formes de l'activité du pays importateur. Elle ne peut pas pourvoir aux besoins de l'alimentation. Les marchands de grains et les boulangers ne peuvent exporter les *produits finis* de leurs importations.

Quelle sera donc la valeur de la *finition* à exporter relativement à la valeur des matières importées? Elle devrait être égale, d'après la conception de M. Peschier, au prix du pays exportateur, sans être influencée, par le change du pays importateur; dans ce cas, l'exportateur

des matières premières devrait devenir l'importateur des objets qu'elles auraient servi à fabriquer. Il faudrait un forfait à l'origine de chaque affaire : et elle ne serait pas à l'abri du risque de collusion.

## CHAPITRE IV

### Les résolutions de la conférence de Bruxelles

*Résolutions proposées par la commission des circulations monétaires et du change et adoptées le 7 août 1920 à l'unanimité par la Conférence.*

Ces résolutions furent proposées dans un rapport de M. Vissering, (Hollande).

La circulation monétaire d'un pays, prise dans le sens du pouvoir d'achat immédiat de la communauté, comprend :

- a) La monnaie légale qui existe en fait et
- b) Toutes promesses de paiement en monnaie légale — par exemple les disponibilités en banque — dont on peut disposer à vue pour les transactions ordinaires.

Depuis le commencement de la guerre, la circulation monétaire dans les Etats belligérants et dans beaucoup d'autres a été, bien qu'à des degrés très différents, artificiellement accrue sans égard aux restrictions qui sont habituellement opposées à ce genre d'accroissement (dont il sera question plus loin) et sans aucune augmentation de la valeur réelle sur laquelle reposait leur pouvoir d'achat; au contraire, dans la plupart des cas, c'est une réduction de cette valeur qui s'est produite.

Il faut que l'on comprenne bien que cette expansion artificielle et sans frein, appelée « inflation », de la circulation monétaire ou de moyens de paiement immédiat, n'ajoute et ne peut ajouter en rien au pouvoir total d'achat existant en

sorte que cette « inflation » ne peut que réduire le pouvoir d'achat effectif de chaque unité de cette même monnaie. C'est une forme de dépréciation de la monnaie.

L'inflation a eu pour effet d'intensifier la hausse générale des prix par rapport à la valeur de la circulation qu'elle a subie en sorte qu'un montant plus élevé de cette même monnaie est nécessaire pour pouvoir se procurer la quantité habituelle de marchandises ou de services. Partout où cette augmentation de la circulation a été obtenue au moyen d'une nouvelle inflation (c'est-à-dire par l'impression de nouveaux billets ou par la création de crédits nouveaux) on a vu s'élever cette « spirale vicieuse » comme on a dit, de la hausse constante des prix et des salaires, entraînant sans cesse un accroissement de l'inflation d'où déséquilibre dans toutes les affaires, augmentation progressive du coût de la vie, dislocation du marché des changes et malaise inévitable dans le monde du travail. En conséquence :

I. — *Il est de la plus haute importance de mettre un terme à l'extension de l'inflation* et, bien qu'il soit très difficile de le faire immédiatement dans certains pays, ce but pourrait être rapidement atteint si l'on s'abstient d'augmenter la circulation (prise dans son sens le plus large ainsi qu'il a été défini ci-dessus) et si l'on augmente la valeur réelle qui sert de base à cette circulation.

On ne devrait pas obtenir l'arrêt dans l'augmentation de la circulation fiduciaire uniquement au moyen de restrictions apportées à l'émission de la monnaie légale. Une telle méthode, si elle n'est pas accompagnée d'autres mesures, tendrait à aggraver la situation en provoquant une crise monétaire. Il faudrait résolument s'attaquer aux causes qui entraînent nécessairement un accroissement de la circulation.

Voici la principale de ces causes dans le plus grand nombre des pays : les Gouvernements, se trouvant dans l'impossibilité de faire face à leurs dépenses uniquement au moyen de leurs revenus, ont été amenés à recourir à la création artificielle de nouveaux moyens d'achat, soit par l'émission directe de nouvelles monnaies légales ou plus fréquemment en obtenant, en particulier des banques d'émission qui dans certains cas ne peuvent pas, dans d'autres ne veulent pas, les refuser, des crédits qui doivent eux-mêmes être réalisés en monnaie légale. Nous disons en conséquence que :

II. — *Les Gouvernements doivent régler leurs dépenses sur leurs recettes.* (Nous ne visons pas ici la manière de financer la reconstitution des contrées dévastées).

III. — *Les banques et particulièrement les banques d'émission devraient être soustraites à toute influence politique et devraient être gérées uniquement en s'inspirant des principes d'une politique financière de prudence.*

Mais les Gouvernements ne sont pas les seuls coupables à cet égard ; d'autres, notamment dans certains pays, les corps publics (municipalités, etc.), se sont procuré des crédits excessifs qui multiplient également les instruments d'achat.

Il ne suffira pas davantage, pour mettre obstacle à une nouvelle inflation, de cesser d'augmenter les émissions de monnaie légale ou le montant des crédits accordés, car les dettes flottantes des Gouvernements et autres corps publics constituent en elles-mêmes une forme de circulation latente du fait que si elles ne sont pas incessamment renouvelées, leur montant viendra s'ajouter au total de la circulation déjà effective. Par conséquent :

IV. — *L'augmentation du volume total des crédits devrait prendre fin et les Gouvernements ainsi que les municipalités devraient non seulement s'abstenir d'augmenter leurs dettes flottantes, mais commencer à les consolider ou les rembourser graduellement.*

En temps normal, le régulateur naturel — et le plus efficace — du volume et de la distribution du crédit est le taux de l'intérêt que les banques centrales d'émission sont obligées, pour leur propre défense et par devoir envers la communauté, d'élever lorsque les crédits se développent démesurément. Il est vrai qu'un taux élevé coûterait cher aux Gouvernements qui ont des dettes flottantes considérables, mais nous ne voyons aucune raison pour que la communauté, sous sa forme collective (c'est-à-dire le Gouvernement), échappe plus que les particuliers aux lois normales qui restreignent le crédit. Dans certains pays cependant, le mécanisme financier est devenu tellement anormal qu'il pourrait être difficile d'appliquer immédiatement ces mesures. C'est pourquoi nous recommandons que :

V. — *Tant que le crédit ne pourra pas être réglé seulement par l'influence normale du taux de l'intérêt, il ne devrait être consenti que pour satisfaire à de véritables besoins économiques.*

Il est impossible d'établir une règle pour la fixation du taux normal d'escompte et d'intérêt dans chaque pays. Ces taux dépendent non seulement du jeu de l'offre et de la demande, mais aussi d'autres facteurs qui sont souvent d'ordre psychologique. En effet, nous ne craignons pas de dire que si l'augmentation arbitraire de l'inflation prend fin et si les banques



d'émission réussissent à s'acquitter de leurs fonctions normales, les taux retrouveront leur niveau approprié.

Les mesures complémentaires pour enrayer l'extension de l'inflation au moyen d'un accroissement de la richesse sur laquelle est basée la circulation, peuvent se résumer en ces mots : augmenter la production, diminuer la consommation.

La production la plus intense possible est indispensable pour compenser les pertes dues à la guerre et enrayer l'inflation pour réduire par là le coût de la vie ; et cependant nous voyons dans beaucoup de pays une production au-dessous de la normale et accompagnée de ces grèves fréquentes qui aggravent, au lieu de les atténuer, le manque et la cherté actuels des produits.

Lorsque les Gouvernements, demandant moins de crédits, en libéreront davantage pour le commerce et la restauration du monde, que l'inflation aura diminué, que les prix auront cessé de monter et que le bouleversement général causé par la guerre aura disparu, alors il est probable qu'une grande amélioration se manifestera dans la capacité de production. Et cependant, selon nous, la production de richesses souffre dans beaucoup de pays d'un mal auquel les Gouvernements sont plus particulièrement à même de porter remède à savoir le contrôle sous ces différentes formes, qu'ils ont souvent imposé comme mesure de guerre et qu'ils n'ont pas encore complètement rapporté. Dans certains cas, le commerce a même été retiré, par les Gouvernements, des mains des particuliers dont l'initiative et l'expérience sont un instrument très supérieur pour le relèvement économique du pays.

Un autre besoin urgent est l'échange international des marchandises avec le maximum de liberté possible. Une autre Commission s'occupe de cette question, mais nous avons le sentiment que nos recommandations au sujet de l'inflation ne seraient pas complètes, si nous n'ajoutions ceci :

*VI. — On devrait libérer, aussi rapidement que possible, le commerce de tout contrôle et supprimer les entraves qui existent encore dans le commerce international.*

Non moins urgente est la nécessité de réduire la consommation dans un monde appauvri où tant de choses ont été détruites et dont la force productive a été affaiblie. Il est donc particulièrement important à l'heure actuelle que, soit de la part des pouvoirs publics, soit de celle des particuliers, la règle suivante soit observée, non seulement dans les pays appauvris, mais dans toutes les parties du monde :

*VII. — On doit éviter toutes dépenses superflues. Pour atteindre*

dre ce but, le chemin le plus direct est d'éclairer l'opinion publique. Si le contrôle avisé des opérations de crédit amène la cherté de l'argent, ce résultat contribuera par lui-même à encourager l'économie.

Nous passons maintenant de l'étude de l'inflation et de ses remèdes aux autres questions qui nous ont été soumises. Sans entrer dans les questions de savoir si l'or est ou n'est pas l'étalon commun idéal de valeur, nous estimons très important que le monde possède un étalon commun déterminé. Comme l'or est à l'heure actuelle l'étalon nominal du monde civilisé :

VIII. — *Il est extrêmement désirable que les pays qui se sont écartés du régime de l'étalon-or effectif y reviennent.*

Il est impossible de dire quand et comment toutes les vieilles nations pourront reconstituer leur régime monétaire d'avant-guerre ou combien de temps il faudra aux pays nouveaux pour instituer l'étalon-or effectif. Mais selon nous :

IX. — *Il est vain d'essayer de fixer un rapport entre les circulations fiduciaires actuelles et leur valeur nominale-or, car, à moins que les conditions dans le pays envisagé soient suffisamment favorables pour rendre cette fixation superflue, ce rapport ne pourrait se maintenir.*

Le retour à un étalon d'or effectif ou son institution, exigerait dans bien des cas une déflation énorme et il est certain que :

X. *La déflation, au cas où elle serait effectuée, devrait être entreprise progressivement et avec la plus grande prudence, autrement il s'ensuivrait une perturbation dans le commerce et le crédit qui pourrait avoir des résultats désastreux.*

XI. *Nous ne pouvons recommander aucun essai de stabilisation de la valeur de l'or, et nous doutons fort qu'une tentative de ce genre puisse réussir, mais cette question pourrait très bien être soumise à la commission dont nous parlerons plus loin au cas où elle serait créée.*

XII. *Nous ne croyons ni à l'utilité d'une monnaie internationale, ni à celle d'une unité internationale de compte, aucun de ces moyens ne pouvant supprimer les difficultés dont souffre à l'heure actuelle le marché des changes.*

XIII. *Nous ne pouvons trouver aucune justification pour appuyer l'idée qui a été soulevée de traiter les détenteurs étran-*

gers de billets ou d'avoirs en compte, sur un autre pied que les nationaux.

XIV. Dans les pays où il n'existe pas de banques centrales d'émission, il devrait en être créé une et si, pour sa fondation, il fallait recourir aux capitaux étrangers, cela pourrait impliquer, sous une forme ou une autre, un contrôle d'ordre international.

XV. Toute tentative en vue de limiter les fluctuations des changes en établissant un contrôle artificiel des opérations est vaine et nuisible. En tant qu'elles aboutissent, ces tentatives faussent le marché, tendent à éliminer les correctifs naturels à de telles fluctuations et gênent les opérations à terme qui permettent aux commerçants et industriels de supprimer, dans leurs calculs, la marge destinée à couvrir les risques du change, marge qui contribue à la hausse des prix. Au surplus, toute ingérence de l'Etat dans le commerce, y compris le change, tend à entraver cette amélioration des conditions économiques d'un pays qui seul peut assainir et stabiliser le change.

XVI. Une Commission devrait être instituée aussi bien pour continuer à réunir toutes les statistiques financières utiles qui ont été présentées à cette Conférence que pour poursuivre l'étude d'une politique en matière de circulation monétaire.

La Conférence de Bruxelles a adopté non seulement les conclusions de la commission, mais les a fait précéder d'une petite introduction sur l'inflation dont j'ai parlé ailleurs.

Les résolutions I, II, III, IV, V, VII, sont si évidentes qu'elles pourraient être considérées comme des vérités de M. La Palisse.

Les résolutions VI et XV sont des déclarations libérales qui devraient servir de guide à chaque nation.

La résolution XI est en contradiction avec le système de M. Keynes et les résolutions que le *committee* des experts a essayé de faire triompher à la Conférence de Gênes.

Nous traitons ailleurs la résolution XII.

La résolution X est pleine de prudence : mais si les

prodigalités sont rapides, les liquidations sont lentes. Il n'y a pas de danger que la déflation se fasse à la vitesse d'un express. Ce sera très beau, si elle se fait à la vitesse d'une tortue. L'important, est que la tortue ne soit pas arrêtée, comme le propose M. Bokanowski.

## CHAPITRE V

### M. J. M. Keynes et son projet de dévaluation

M. J. M. Keynes est professeur à Cambridge et directeur avec M. Edgeworth de *the Economic Journal*, organe de *the Royal Economic society*. Avant la guerre, il avait publié un ouvrage intitulé : *Indian currency and finance* et un autre *Principles of probability*. Il était fort considéré parmi les spécialistes de la science économique ; toutefois il était, comme la plupart d'entre eux, ignoré du grand public, mais pendant la guerre, il fut temporairement attaché au *Treasury* et il en fut le représentant officiel à la Conférence de la Paix à Paris jusqu'au 7 juin 1919. Il donna sa démission parce qu'il était opposé à la politique de la Conférence à l'égard des problèmes économiques de l'Europe. Il a expliqué pourquoi dans un livre intitulé : *the Economic consequences of the Peace* <sup>1</sup> qui a eu un énorme succès, moins dû aux vues économiques de l'auteur qu'aux silhouettes qu'il a tracées des membres du Conseil suprême et aux anecdotes relatives à Lloyd George, Wilson, Clemenceau et quelques autres personnages importants. Comme je causais avec un Américain du tirage énorme du volume aux Etats-Unis, il me dit : — Aux Etats-Unis, le volume a paru

1. London, Macmillan.

orné de portraits. On l'achète pour voir les portraits, on les regarde : et la partie économique du volume reste indifférente.

Depuis, M. Keynes a publié : *Revision of the Treatise*. Il a perdu l'équilibre nécessaire aux hommes de science. Il s'est résolument jeté du côté de l'Allemagne. Il accuse les Français d'avoir l'esprit de Bismark. Il subit certainement une déformation psychologique, qui lui fait approuver les relations amicales de l'Allemagne avec la Russie, en lui faisant oublier le traité de Brest-Litovsk.

Il publia quelque temps avant la Conférence de Gênes une sorte de manifeste intitulé : *The stabilisation of the European exchanges. A Plan for Genoa*<sup>1</sup>.

Nous allons donner immédiatement les résolutions votées par la Conférence de Gênes. Nous analyserons plus loin le plan de M. Keynes sur lequel nous concentrerons les critiques que nous opposons à la dévaluation qui est dissimulée sous le nom de stabilisation.

1. V. *Reconstitution in Europe*, publication du *Manchester Guardian*.

## CHAPITRE VI

### **Les Résolutions de la Conférence Internationale Économique de Gênes**

#### *1. La Commission financière à la Conférence de Gênes.*

— Le 23 avril, ayant fini sa besogne, la Commission financière de la Conférence de Gênes déposa son rapport.

Elle tint sa première réunion, le 11 avril, et choisit pour président, sir Robert Horne, chancelier de l'Échiquier. Elle décida de prendre pour base de ses travaux les études faites à Londres par les experts. Elle désigna une sous-commission de onze membres pour préparer les questions et proposer des solutions ou plutôt des résolutions. Elle comprit : Un représentant de chacune des cinq puissances invitantes : France, Angleterre, Italie, Belgique, Japon; et de chacune des puissances invitées Allemagne, Russie, Hollande, Tchéco-Slovaquie, Danemark et Finlande. Chacune des onze délégations admises à siéger à la sous-commission ne pouvait être représentée que par un seul délégué, un adjoint et trois experts.

La Commission financière constitua encore trois sous-comités chargés d'étudier respectivement les questions de monnaie, de crédit et de change.

Les cinq puissances invitantes étaient représentées dans chaque sous-comité, ainsi que l'Allemagne et la Russie; de plus, du premier sous-comité (monnaie) faisaient partie : la Hollande, la Tchéco-Slovaquie, le Danemark, la Roumanie, la Finlande; le second (crédit) comprenait : la Suède, l'Autriche, la Lethonie, l'Espagne, la Suisse; le troisième (change) comprenait : la Pologne, la Yougo-Slavie, la Grèce, la Norvège et la Hongrie.

Sur la proposition de M. Rathenau fut créé un comité consultatif de onze membres sans caractère officiel, composé des principales personnalités financières privées présentes à Gênes : MM. Vissering, Cassel, sir Henri Strakosh, Léopold Dubois, Brand, Cattier, Havenstein, Postisil, sir Basil Blakett, Avenol et Bianchini.

Le 12 avril, à la réunion de la sous-commission financière, M. Rakowski, délégué des Soviets, adhéra en principe au rapport des experts de Londres sur la question monétaire : il exprima une vérité en disant que la stabilisation des changes était impossible sans l'arrêt préalable de l'émission du papier-monnaie. Il présenta comme modèle le budget des Soviets dont les  $\frac{6}{7}$  des crédits sont couverts par des impôts. Le 13, il voulut bien déclarer que « le gouvernement des Soviets mettait sa science économique à la disposition des Alliés », mais, toutefois, il demanda leur aide pour la solution de la circulation fiduciaire en Russie, et une redistribution de l'or entre les nations telle que chacune en eût un stock égal à celui qu'elle avait avant 1914.

Sir Francis Horne répondit avec une politesse ironique que les propositions du délégué russe « méritaient réflexion », et il les fit envoyer à l'examen du comité consultatif d'où elles ne paraissent pas être ressorties.

La sous-commission de la monnaie, en adoptant les conclusions de Londres, ne fit que reprendre les résolutions de Bruxelles de 1920 : la nécessité du maintien de l'étalon d'or; les budgets d'Etat en équilibre par leurs ressources propres; la suppression de toute émission de



billets de banque non couverts par des contre-parties en métal ou en effets de commerce; enfin, la renonciation à des émissions d'emprunts pour les dépenses ordinaires des gouvernements.

Nous publions *in extenso* les résolutions relatives aux monnaies, dit le texte français — à la *Currency*, à la circulation monétaire aussi bien que fiduciaire, dit le texte anglais, et celles relatives aux changes, proposées par le Comité des experts et adoptées par la Conférence de Gènes. On trouvera plus loin les observations qu'elles provoquent.

Le *Temps* du 2 mai a donné quelques renseignements sur ce qui s'est passé autour de l'œuvre de la Commission financière.

La base des discussions dans les deux premières sous-commissions a été fournie par le rapport élaboré par le comité des experts techniques constitué à Gènes. Ce comité avait d'abord élaboré un rapport dans lequel il avait repris d'une manière générale les principes et conclusions arrêtés à la Conférence de Bruxelles de 1920, principes généraux de sagesse monétaire, concluant à la nécessité d'une réunion des représentants des banques centrales d'émission, afin de nouer des rapports plus étroits et plus fréquents entre ces diverses banques. Il n'y aurait donc pas grand'chose à dire de ce rapport si, dans l'introduction les experts n'avaient cru accorder une faveur particulière à la dévaluation. Sans prétendre la recommander à tous les Etats, les experts en faisaient un éloge tel qu'elle paraissait être désignée comme le meilleur remède conseillé aux pays à monnaie dépréciée.

Dans la première sous-commission, quand ce point fut discuté, les délégués des Etats qui ont fait des efforts pour rétablir la valeur de leur monnaie ont émis des réserves sur les tendances du rapport des experts.

Il fallut l'intervention de M. Ernest Picard, sous-gouverneur de la Banque de France, appuyé par les représentants de l'Italie, de la Belgique, de la Roumanie, de l'Espagne et du Japon, pour faire échouer ce plan.

Le rapport avait évidemment subi l'influence de M. Keynes.

Le délégué russe, M. Rakowski déclara impossible de

renoncer à l'intervention de l'Etat dans les opérations de change. L'opinion contraire de la part d'un Bolchevik eût surpris.

Dans les résolutions du Congrès de Gênes, il n'est pas question du projet Van Ter Meulen

**RAPPORT DU COMITÉ DES EXPERTS NOMMÉ  
PAR LES SOUS-COMMISSIONS DES MONNAIES  
ET DES CHANGES DE LA COMMISSION FINANCIÈRE**

**I. — Monnaies.**

Les membres du Comité des Experts nommé par les Sous-Commissions des monnaies de la Commission financière, ont examiné attentivement les documents qui leur ont été soumis, par la Sous-Commission des Monnaies, et, en ce faisant, ils ont étudié la situation monétaire actuelle de l'Europe entière. Leurs conclusions se conforment, dans une large mesure, à celles des experts réunis à Londres. Les suggestions intéressantes présentées par les diverses délégations ont été également examinées avec soin, et les experts croient que leur rapport a retenu les points principaux soulevés par les délégations.

En soumettant leur rapport, les membres du Comité des Experts désirent présenter les observations générales ci-après :

1. Ils admettent qu'ils ont à s'occuper de deux catégories différentes de pays :

*Catégorie I.* — Pays où l'inflation s'est produite, mais a été déjà arrêtée, et où une certaine déflation est dès à présent réalisée.

*Catégorie II.* — Pays où l'inflation continue à se produire.

Dans les pays de la Catégorie II, il est essentiel, en vue d'arriver à l'assainissement monétaire, que l'inflation soit arrêtée, et que ces pays passent ainsi dans la Catégorie I. Le programme tracé dans les Résolutions 6 à 8 décrit les mesures grâce auxquelles ce passage devrait s'effectuer; dans certains cas, il ne sera possible qu'avec l'aide de l'étranger, et cette aide devra parfois comporter la participation de l'étranger à l'organisation d'une banque centrale d'émission.

2. La question de la dévaluation doit être résolue par

chaque pays selon l'opinion qu'il a lui-même de ses propres nécessités. Les experts estiment cependant qu'il est important d'appeler l'attention sur quelques-unes des considérations qui influenceront nécessairement sur la décision prise, à ce sujet, par chaque pays. Il existe une opinion répandue dans les divers pays selon laquelle le retour à la parité or serait nécessaire ou désirable par lui-même. Un tel retour serait accompagné d'avantages certains, mais les experts désirent faire remarquer que dans les pays où le cours est descendu très au dessous de la parité or d'avant la guerre, un retour à cette parité entraînerait, d'une part, une désorganisation sociale et économique inhérente aux réadaptations ininterrompues des salaires et des prix et, d'autre part, une augmentation continuelle du fardeau de la dette intérieure.

Tout en tenant compte des dettes considérables qui ont été contractées depuis l'armistice par beaucoup des pays intéressés, les experts inclinent à penser que le retour à l'ancienne parité or demande un effort trop grand à la production; ils répètent que la décision doit être laissée, dans chaque cas, aux pays intéressés; mais ils croient devoir suggérer que tout pays ayant atteint une stabilité monétaire relative, à un niveau si inférieur à celui de l'ancienne parité que le retour à celle-ci constituerait un processus long et pénible, contribuerait à améliorer considérablement son économie intérieure et rendrait un service important à la reconstruction européenne en prenant le premier hardiment l'initiative d'assurer une stabilité immédiate en valeur or par la fixation d'une nouvelle parité or égale ou voisine du chiffre atteint par la stabilité relative.

3. Enfin, les experts ne peuvent, en toute loyauté, soumettre à la sous-commission des monnaies une série de recommandations tendant à obtenir des résultats pratiques, sans examiner certains autres aspects de la situation économique et financière actuelle de l'Europe; cela supposerait en effet que ces résultats pourraient être obtenus immédiatement. On ne peut espérer un rétablissement permanent de la prospérité de l'industrie européenne aussi longtemps que cette industrie aura à supporter, soit directement sous la forme d'impôts, soit indirectement par suite de l'inflation fiduciaire, — laquelle constitue la forme d'imposition la plus insidieuse et la plus contestable —, un fardeau de dépenses budgétaire dépassant ses ressources. Les experts ne peuvent mieux faire, sous ce rapport, que renvoyer au mémoire relatif aux finances internationales et aux systèmes moné-

taires des différents Etats, daté du 16 janvier 1920, qui a été soumis aux Gouvernements de certains pays, et figure parmi les documents présentés à la Conférence internationale financière, réunie à Bruxelles en septembre 1920. Dans son ensemble, ce mémoire, bien que datant de plus de deux ans, a gardé toute son actualité, et l'on ne peut espérer rétablir définitivement les changes ou la prospérité économique de l'Europe, avant que les questions traitées dans ce mémoire, notamment le problème des dettes internationales n'aient été résolument examinées. Un Etat ne peut s'acquitter de ses dettes étrangères que si les Etats créanciers sont en mesure de les contre-balancer en absorbant le surplus de sa production. Si le fardeau des obligations extérieures d'un pays dépasse sa capacité de paiement et si ce pays ne peut obtenir l'aide d'emprunts étrangers, ses efforts en vue de faire face à ses obligations ont nécessairement pour effet, d'une part de désorganiser les marchés des autres pays, et, d'autre part, de déprécier continuellement le change du pays débiteur, ce qui empêchera absolument ce dernier de tenter aucun effort, dans la voie de la stabilisation.

4. Les experts présentent à la sous-commission des monnaies, avec les observations préliminaires qui précèdent, les résolutions ci-après; ils se permettent de suggérer que la sous-commission pourrait recommander l'adoption de ces résolutions aux Gouvernements représentés à la Conférence. On remarquera que les recommandations contiennent un projet de convention internationale monétaire.

(Les résolutions soumises ci-après sont celles qui ont été adoptées, après modification, par la Commission Financière).

## II. — Changes

Nous avons l'honneur de présenter à la sous-commission des changes, les résolutions suivantes, en lui suggérant d'en proposer l'adoption aux Gouvernements représentés à la Conférence. Nous recommandons principalement une liberté complète dans le domaine des changes. Nous n'avons pas essayé de définir les causes profondes de la désorganisation actuelle des changes européens. Quelques-unes de ces causes sont mentionnées dans l'introduction du rapport que nous avons soumis à la Sous-Commission des monnaies.

Toute tentative d'examen de la question dans sonensem-

ble nous entraînerait hors des limites rationnelles du présent rapport.

Il en est de même pour les changes : leur rétablissement intégral dépend du règlement de questions qui ne sont pas actuellement de notre ressort.

Nous avons examiné avec soin l'amendement proposé par la délégation allemande en ce qui concerne les mesures à prendre pour prévenir l'évasion des capitaux dans le but d'échapper à l'impôt. Nous sommes arrivés à la conclusion que cette question devrait être considérée comme rentrant dans la compétence de la Sous-Commission des monnaies. En conséquence, nous avons signalé ce qui suit à cette Sous-Commission :

Toute proposition tendant à entraver la liberté du marché des changes ou à violer le secret des relations entre les banquiers et leurs clients doit être, à notre avis, absolument condamnée. Sous cette réserve, nous sommes d'avis que l'étude des mesures à prendre en vue d'une coopération internationale destinée à prévenir l'évasion fiscale pourrait être utilement rattachée à celle de l'imposition double, question qu'examine actuellement une commission d'experts de la Société des Nations.

Nous proposons, en conséquence, que la Société des Nations soit invitée à étudier les mesures dont il s'agit.

(Les résolutions soumises ci-après sont celles qui ont été adoptées, après modification par la Commission Financière.)

|                            |                   |
|----------------------------|-------------------|
| SIR BASIL BLAKETT,         | M. DUBOIS,        |
| PROF <sup>r</sup> CASSEL,  | COMM. BIANCHINI,  |
| D <sup>r</sup> HAVENSTEIN, | HON. A. H. BRAND, |
| D <sup>r</sup> VISSERING,  | M. AVENOL.        |
| SIR HENRI STRAKOCSH        |                   |

## CONFÉRENCE INTERNATIONALE ÉCONOMIQUE

A. — RÉSOLUTION DE LA COMMISSION FINANCIÈRE  
RECOMMANDANT CERTAINES RÉSOLUTIONS AUX FINS D'ADOPTION  
PAR LA CONFÉRENCE.

A. — RÉSOLUTION ADOPTÉE PAR LA COMMISSION FINANCIÈRE  
LE 20 AVRIL 1922

La Commission Financière ayant reçu les rapports des Sous-Commissions des monnaies et des changes, les transmet à la Conférence et lui recommande les résolutions suivantes aux fins d'adoption.

**I. — Monnaie***Résolution 1*

La condition essentielle de la reconstruction économique de l'Europe est que chaque pays parvienne à stabiliser la valeur de sa monnaie.

*Résolution 2*

Il conviendrait d'affranchir les banques, notamment les banques d'émission, de toute influence d'ordre politique et d'en assurer le fonctionnement exclusivement d'après des méthodes financières prudentes. Dans les pays où il n'existe pas de banque centrale d'émission, il y aura lieu d'en établir une.

*Résolution 3*

Les mesures d'assainissement monétaire seront facilitées si on parvient à développer la pratique d'une coopération constante entre les banques centrales d'émission ou les banques chargées du contrôle de la politique suivie en matière de crédit dans les divers pays. Une telle coopération des banques centrales, qui ne serait pas nécessairement limitée à l'Europe, donnerait la possibilité de coordonner la politique suivie en matière de crédit sans entraver la liberté d'aucune banque. Il est suggéré qu'une réunion des représentants des banques centrales ait lieu à une date prochaine afin d'examiner les moyens les plus convenables pour donner effet à la présente recommandation.

*Résolution 4*

Il est désirable que toutes les monnaies européennes soient basées sur un étalon commun.

*Résolution 5*

L'or est le seul étalon commun qu'à l'heure actuelle tous les Etats européens pourraient convenir d'adopter.

*Résolution 6*

Il est de l'intérêt général que les gouvernements européens déclarent, dès à présent, que l'établissement d'un étalon or

est le but final vers lequel ils tendent et qu'ils se mettent d'accord sur le programme par l'application duquel ils se proposent d'atteindre ce but.

#### *Résolution 7*

Aussi longtemps qu'un budget annuel d'un État présentera un déficit qui sera comblé par la création de papier-monnaie ou de crédits en banque, il sera impossible de réaliser une réforme monétaire et l'on ne saurait arriver à établir l'étalon or. Par conséquent de toutes les réformes, la plus importante doit être d'équilibrer chaque année les dépenses publiques sans avoir recours à l'ouverture de nouveaux crédits sans contre-partie.

L'équilibre du budget nécessite une imposition adéquate, mais si les dépenses publiques sont élevées au point de porter l'imposition au delà de la capacité rationnelle du pays cette imposition elle-même peut encore amener l'inflation fiduciaire. La compression des dépenses constitue le vrai remède. L'équilibre du budget contribuera dans une large mesure à couvrir les dettes extérieures en réduisant la consommation intérieure. Mais il est reconnu que dans le cas de certains pays, le montant des dettes est tel qu'il est impossible de réaliser l'équilibre du budget sans avoir recours en outre à un emprunt extérieur. Sinon, il se peut qu'on ne parvienne pas à réaliser la stabilité relative de la monnaie dont l'équilibre du budget, par les moyens indiqués ci-dessus, dépend dans une large mesure.

#### *Résolution 8*

La seconde mesure consistera à déterminer et à fixer la valeur or de l'unité monétaire. Cette mesure ne pourra être prise dans chaque pays que lorsque les circonstances économiques le permettront; chaque pays devra, en effet, trancher la question de savoir s'il adopte l'ancienne parité or ou une nouvelle parité voisine de la valeur du change, à ce moment de son unité monétaire.

#### *Résolution 9*

Ces mesures pourraient à elles seules suffire à établir un étalon or; mais le succès de son maintien serait efficacement favorisé, non seulement par la collaboration proposée des banques centrales, mais encore par la conclusion, au moment opportun, d'une convention internationale.

L'objet de cette convention serait de centraliser et de coordonner les demandes d'or et d'éviter ainsi dans le pouvoir d'achat de ce métal les amples variations que, sans ces précautions, pourraient provoquer les efforts simultanés et concurrents qui seraient faits par plusieurs pays pour se procurer des réserves métalliques. La convention devra contenir des dispositions tendant à l'économie dans l'usage de l'or, par le maintien de réserves sous forme de balance à l'étranger ; on citera à cet égard le système dit de l'étalon or de change « gold exchange standard » ou un système de compensation internationale.

#### *Résolution 10*

Il n'est pas essentiel que tous les pays, même en Europe, participent à la convention internationale visée à l'article précédent, mais plus ladite convention comprendra de membres, plus grandes seront ses chances de succès.

Si, toutefois, les pays participants, et les États-Unis doivent se servir du même étalon monétaire, aucun programme tendant à stabiliser le pouvoir d'achat de l'unité monétaire ne saurait être fécond si l'Europe n'arrête, de concert avec ces États-Unis, les mesures à prendre, et, à cet effet, il conviendrait d'inviter les États-Unis à collaborer avec elle.

#### *Résolution 11*

Il y aurait lieu de soumettre pour examen à la réunion des banques centrales, suggérée à la Résolution 3, les propositions suivantes qui doivent servir de base à la convention internationale envisagée à la Résolution 9 :

1. — Les Gouvernements des pays participants, déclarent que le rétablissement d'un étalon d'or effectif est le but final vers lequel ils tendent et qu'ils convient d'exécuter le programme suivant aussi rapidement que possible :

a) Afin d'être maître de sa propre monnaie, chaque Gouvernement doit faire face à ses dépenses annuelles sans avoir recours à la création de papier-monnaie ou à l'ouverture de crédits en banque.

b) Par la suite il y aurait lieu de déterminer et de fixer la valeur or de l'unité monétaire aussitôt que les circonstances le permettront. Cette valeur ne sera pas nécessairement l'ancienne parité or.

c) La valeur or ainsi fixée devra alors devenir effective sur un marché libre.



d) Pour maintenir la monnaie à sa valeur or, il sera indispensable que chaque Gouvernement constitue une réserve suffisante de valeurs approuvées, réserve qui ne sera pas nécessairement constituée par de l'or.

2. — Lorsque la reconstruction économique sera assez avancée, certains pays participants établiront un marché libre pour l'or et deviendront ainsi des centres or.

3. — Un pays participant peut, outre les réserves d'or qu'il conserve chez lui, s'assurer dans tout autre pays participant des valeurs reconnues sous forme de balances en banque, de lettres de change, d'obligations à court terme ou d'autres ressources liquides convenables.

4. — Dans la pratique, tout pays participant achètera et vendra sur demande, contre sa propre monnaie, les devises d'autres pays participants à un cours qui ne saurait s'écarter de la parité de plus d'une fraction déterminée.

5. — La Convention sera ainsi basée sur un étalon de change or. Pour qu'un pays puisse continuer à être membre, il lui faudra maintenir l'unité monétaire nationale à la valeur fixée. Sinon, le droit de garder les bilans de réserve des autres pays participants lui sera retiré.

6. — Chaque Gouvernement sera responsable devant la Convention de l'exécution des mesures (législatives et autres) nécessaires au maintien de la valeur de sa propre monnaie au pair dans les autres pays, et il aura toute latitude pour employer à cet effet telle méthode qui lui conviendra, — que ce soit la stabilisation du crédit par les banques centrales ou tout autre moyen.

7. — En stabilisant le crédit, on aura non seulement pour objet de maintenir les monnaies au pair les unes par rapport aux autres, mais encore d'empêcher les fluctuations anormales du pouvoir d'achat de l'or. Toutefois, on ne se propose pas d'entraver l'initiative des banques centrales en élaborant des règlements précis à cet effet, mais de s'assurer leur collaboration dans les questions qui ne sont pas du ressort des gouvernements participants.

#### *Résolution 12*

Afin de développer la pratique d'une coopération constante entre les Banques centrales et les Banques réglant la politique suivie en matière de crédit dans les différents pays, ainsi qu'il est recommandé à la Résolution 3, cette

Conférence émet le vœu que la Banque d'Angleterre soit invitée à convoquer une réunion des dites banques, aussitôt que possible, afin qu'elles examinent les propositions adoptées par la Conférence et fassent des recommandations à leur Gouvernement respectif en vue d'adopter une convention monétaire internationale.

## II. — Évasion des capitaux

### *Résolution*

Nous avons examiné les mesures qui pourraient être prises, le cas échéant, pour prévenir l'évasion des capitaux en vue d'échapper aux impôts, et nous sommes d'avis que toute proposition tendant à entraver la liberté du marché des changes ou à violer le secret des relations entre les banquiers et leurs clients doit être absolument condamné. Sous cette réserve, nous sommes d'avis que l'étude des mesures à prendre en vue d'une coopération internationale destinée à prévenir l'évasion fiscale pourrait être utilement rattachée à celle de l'imposition double, question qu'examine actuellement une Commission d'Experts de la Société des Nations.

Nous proposons, en conséquence, que la Société des Nations soit invitée à étudier les mesures dont il s'agit.

## III. — Changes

### *Résolution n° 1*

Tout contrôle artificiel des opérations de change, que ce soit en exigeant des licences pour les opérations de change, ou en limitant les tarifs auxquels ces opérations peuvent être effectuées, ou en établissant une distinction entre les différents buts en vue desquels le change peut être exigé, ou enfin en empêchant la liberté des opérations de change à terme, est vain et nuisible et devrait être aboli le plus tôt possible.

### *Résolution n° 2*

Il est désirable qu'un marché de change à terme organisé d'une façon adéquate soit établi là où n'existe aucun marché de ce genre. Il a été suggéré que, dans tout pays où l'entre-

prise privée s'est montrée incapable d'organiser un marché, la banque centrale devrait accorder des facilités à cet égard sans s'exposer elle-même au risque d'un change découvert. Il pourrait être utile, par exemple, d'accorder aux banques et établissements financiers reconnus des facilités pour convertir les opérations de change étranger effectuées au comptant en opérations à terme, par un système de « contange » ou de « reports » sur les changes étrangers; la cote de ces banques et établissements financiers s'appliquerait à l'opération double comprenant simultanément une opération au comptant dans un sens, et une opération à terme dans l'autre sens.

Les banques centrales intéressées s'engageraient à accorder des facilités pour garder en dépôt des balances étrangères (et des garanties) pour le compte d'autres banques centrales; des garanties spéciales seraient demandées à chaque banque et au gouvernement du pays où elle se trouve en ce qui concerne la liquidité et la liberté de mouvement absolues de ces balances en toutes circonstances et leur exemption totale de toute imposition, emprunts forcés ou moratorium.

Il conviendrait que cette question soit examinée par la Conférence des banques centrales mentionnée dans une résolution antérieure.

Ni à la Conférence de Bruxelles ni à la Conférence de Gènes, personne ne s'est levé pour célébrer les bienfaits de l'inflation et en demander la stabilisation ou le développement.

Seulement les experts, sous l'influence de M. Keynes et de quelques autres, avaient plus de sympathie pour la dévaluation que pour la déflation. Mais ils ont eu soin de partager les nations en deux catégories : celles qui peuvent revenir à la parité de l'or, et celles qui en sont incapables.

Ils considéraient en réalité qu'il n'y en avait qu'une qui fût dans cette situation : les États-Unis, puis trois pays scandinaves et un ou deux autres peut-être. M. Keynes en avait tout d'abord exclu l'Angleterre; mais il a fini par admettre qu'elle se trouvait dans des conditions qui lui donnaient l'espoir d'atteindre la parité.

Toutes les autres sont condamnées à la dévaluation

qu'on dissimule sous le nom décent de stabilisation.

Les experts insistent sur la lourdeur du fardeau. Hélas ! tous les contribuables la connaissent. Ils parlent des dettes internationales ; mais certainement on sent sous la structure de la phrase qu'il s'agit de l'Allemagne quand ils disent : « Si le fardeau des obligations extérieures d'un pays dépasse sa capacité de paiement et si ce pays ne peut obtenir l'aide d'emprunts étrangers... »

Qui veut prêter ? à qui et pourquoi ?

Le comité des experts a demandé la liberté des changes, la liberté de circulation des capitaux. La première des résolutions votées par la Conférence est le désir que « chaque pays parvienne à stabiliser la valeur de sa monnaie ». Mais le mot « chaque » est de trop, car il y a de nombreux pays qui ne peuvent stabiliser quelque chose qui n'a plus de valeur. La résolution 2 qui demande la séparation de l'Etat et des banques est fort bonne. Quant à la résolution 3, la coopération des banques d'émission de divers pays se faisant par la force des choses, elle est peut-être inutile.

Le désir en faveur de l'étalon d'or à toutes les monnaies européennes sera, espérons-le, réalisé ; mais je me méfie de l'épithète « commun » dont on l'a accompagné.

La résolution 7 dit des vérités si évidentes qu'elles paraissent inutiles, et cependant elles ne le sont pas. Nous examinerons plus loin les articles 7 et 10, destinés à des réglementations concernant l'or. La Conférence a accepté en bloc sept paragraphes dont, sous une forme enveloppée, plusieurs sont relatifs à la dévaluation.

Le paragraphe 7 dit : « En stabilisant le crédit, on aura pour objet de maintenir les monnaies au pair les unes par rapport aux autres. » Les financiers qui ont rédigé cette résolution pensent-ils qu'ils parviendront à supprimer le change ?

LIVRE VI

**La dévaluation**



## CHAPITRE PREMIER

### La Dévaluation, projet de M. Keynes

*La dévaluation est la réduction légale du poids de l'or de l'étalon monétaire. Elle implique la conversion de toute monnaie en or à un taux inférieur au pair.*

Les partisans de la dévaluation font preuve de mépris pour la déontologie financière.

M. Jacques Arthuys<sup>1</sup> dit dans son très intéressant rapport sur la dévaluation à la Semaine de la Monnaie :

Une monnaie convertible a deux caractères :

1<sup>o</sup> C'est une promesse de remboursement au pair;

2<sup>o</sup> C'est une monnaie légale, c'est le moyen des échanges.

Toute la question est ici de savoir lequel de ces deux caractères l'emporte sur l'autre, au moins dans l'esprit de ceux qui se servent d'une telle monnaie.

Les uns disent : le premier caractère a une grande importance, parce que le fait pour un Gouvernement de ne pas tenir l'engagement pris est contraire à l'honnêteté, c'est-à-dire de nature à ruiner le crédit public. On doit faire honneur à la parole donnée, et un Gouvernement y est tenu plus encore qu'un particulier. Le prestige même de l'Etat en dépend.

Les autres disent : le second caractère est de beaucoup

1. Secrétaire général adjoint de la fédération industrielle et commerciale de Roubaix-Tourcoing.

le plus important. Pratiquement, la généralité des hommes considère et utilise surtout le billet comme moyen de paiement, et c'est ce caractère-là qui, l'observation le montre, prime l'autre.

Ceci dit, observons qu'en fait, c'est le plus souvent la seconde tendance qui l'emporte sur la première, dans les cas que nous connaissons où la hausse des prix a été persistante. Quelquefois, cependant, les Gouvernements se résignent à tenir compte des deux caractères, et font une sorte de cote mal taillée entre eux, comme au Chili, où les créanciers de l'Etat eurent leurs contrats exécutés avec des billets convertibles au taux de 20 pence la piastre, alors que tous les autres contrats entre particuliers furent réglés sur le pied de la piastre de 18 pence.

Prenons le cas de la France. M. Keynes, dans son dernier mémorandum sur la situation monétaire, observe que la seule raison que l'on puisse fournir en faveur de la déflation est celle qui se tire de la nécessité d'exécuter la promesse de remboursement au pair que le Gouvernement a faite. Mais il ajoute que si cette raison vaut pour l'Angleterre, dont le change n'a point subi la dépréciation de celui de la France, elle n'a aucune force pour la France ou l'Italie. Cela ne changera rien, dit-il en substance, au prestige de la France que le dollar vaille 13 francs ou 8 francs.

Je ne comprends pas les casuistes qui mettent des scrupules à violer le premier caractère qu'ils donnent à la monnaie convertible, mais qui acceptent facilement de violer le second. Mais qu'est-ce cet acte ? C'est de la fabrication de fausse monnaie. Quand M. Keynes dit : « Cela ne changera rien au prestige de la France que le dollar vaille 13 francs ou 8 francs ». Ce déplacement de valeur par un acte du gouvernement est une opération semblable à celles de Philippe le Bel et autres rois de France qui « augmentaient la monnaie » selon l'expression consacrée, en augmentant le nombre des livres tournois que représentait le mark d'argent. Ils restent qualifiés du titre de faux monnayeurs.

Le plan de M. Keynes a pour conclusion une banqueroute universelle à laquelle ne pourraient échapper que les Etats-Unis.

Nous allons examiner comment il le justifie.



M. Keynes se garde d'employer le mot dévaluation. Il pose l'alternative suivante : stabilisation ou déflation.

M. Keynes déclarait que dans aucun pays européen, les autorités publiques n'avaient fait savoir s'ils avaient le projet d'augmenter la valeur de leur monnaie ou de la stabiliser.

Maintenant, disait-il, la stabilisation est le cri populaire (c'est-à-dire le mot sur les lèvres des premiers ministres et des journalistes).

Les événements ont prouvé qu'il prenait son désir pour une réalité : et lui-même était obligé de reconnaître que ce n'est pas du tout l'idéal des gouverneurs des Banques d'État en Europe : leur politique, qu'ils la suivent avec succès ou non, est d'améliorer leur change.

Nous devons donc examiner s'il vaut mieux fixer le change de chaque pays, aussitôt que possible, au niveau de la valeur qu'il est le plus facile de maintenir ou s'il vaut mieux graduellement améliorer le change, ce qui signifie un ajournement de la stabilisation, peut-être pour peu de temps, peut-être pour des années.

Je conclus nettement, dit M. Keynes, qu'il est plus important de fixer les changes que de les améliorer.

Voilà un premier point établi : la stabilisation maintient le niveau du change à l'heure où il est fixé. Cependant, chaque nation ne gardera pas exactement la position dans laquelle elle se trouve à ce moment. — Peu importe, d'après ce système, vous avez fait banqueroute : votre crédit restera au niveau de la banqueroute que vous avez faite. Vous devez vous y résigner. C'est la solution passive, de toutes la plus facile à accepter, mais qui pèsera indéfiniment sur l'avenir.

M. Keynes commence par montrer les avantages de l'établissement de l'étalon d'or pour toutes les nations européennes. Ce n'est pas en discussion : mais on est surpris en lisant :

Parler d'améliorer les changes en Europe est nuisible parce que dans la situation actuelle de l'Europe, ce sera assez difficile d'éviter une nouvelle chute et de stabiliser, s'il n'y a pas de progrès. A mon avis, la situation actuelle flatte beaucoup de changes européens : et la dépression du commerce peut les placer au-dessus du niveau qui peut être maintenu d'une façon permanente. Les pays de l'Ouest de l'Europe, étant surtout des pays manufacturiers, doivent importer avant d'exporter : ils accumulent de larges stocks d'importations afin d'être prêts pour le grand commerce qu'ils prévoient, de sorte que le prix de leurs importations tombe plus rapidement au-dessous de la normale que le prix de leurs exportations ; quand le commerce revit, leur besoin d'importations peut abattre de nouveau leurs changes. En outre, la dépression du commerce a facilité la vente des bons du Trésor et d'autres valeurs par les gouvernements européens, de sorte que les déficits budgétaires, par exemple, de la France et de l'Italie n'ont pas provoqué une aussi grande inflation de billets que celle qui autrement se serait produite ; mais quand la confiance reviendra, la monnaie employée actuellement en bons du Trésor sera requise pour le commerce, et des citoyens tendront à souffrir de ce qui peut être considéré comme une inflation différée.

Après cette argumentation, M. Keynes posait les trois principes généraux suivants qu'il proposait comme « devant être adoptés par la Conférence de Gênes ».

1° Les pays dans lesquels la monnaie légale a une valeur or dépréciée de plus de 20 p. 100 au-dessous de sa valeur en 1914, sont invités à ne pas tenter un retour de leur circulation à la valeur de l'or avant la guerre.

2° Il est désirable que toutes les circulations deviennent aussitôt que possible échangeables contre de l'or à un taux fixe, dans le but que les taux, auxquels les nouvelles valeurs or seraient fixées, seraient choisis sur une base qui paraîtrait, avec une certitude raisonnable, pouvoir être maintenue dans le prochain avenir.

3° Il est nécessaire de considérer l'usage de l'or dans la circulation actuelle. Il est essentiel de le prohiber, car l'Europe aura besoin de tout son or comme réserve contre les fluctuations du change et ne peut admettre qu'il soit dissipé dans les poches ou dans les coffres du public. Les puissances acceptent, qu'alors que leurs banques émettront une monnaie légale en échange d'or, elles ne frapperont pas de monnaie

d'or et n'en permettront pas la circulation. L'or qui pourra être obtenu en échange de billets à un taux fixe, devra être seulement exporté ou servir à régler des dettes internationales, et dans ce but, les billets ne pourront être changés contre de l'or (en forme de lingots ou de monnaies étrangères) que par sommes de 50.000 livres sterling ou supérieures.

La Commission financière de la Conférence de Gênes n'a pas adopté ces « trois principes généraux » sous leur forme impérative.

M. Keynes pose ensuite la question :

La stabilisation est-elle possible actuellement? Cette politique n'est-elle pas prématurée? Les réparations ne sont pas réglées; très peu de budgets sont en équilibre. Ce sera très difficile pour l'Allemagne et pour des pays voisins avec une valeur intérieure du mark trois fois supérieure à sa valeur à l'étranger.

Je n'ai pas de confiance dans le maintien de la valeur actuelle du franc et de la lire quand le commerce deviendra actif. Cependant, nous devons être un peu hardis. C'est pourquoi je ferais la tentative.

M. Keynes propose alors le plan d'action suivant : Les tentatives pour établir la conversion immédiate en or, seraient limitées aux nations suivantes : Grande-Bretagne, France, Italie, Belgique, Pays scandinaves, Espagne, Hollande, Suisse et Tchéco-Slovaquie; d'autres pays pourront être admis plus tard.

Les nouvelles valeurs de l'or devraient être basées sur la situation financière de chaque pays; c'est-à-dire à un taux considéré comme base par l'opinion publique, de manière que le risque d'un échec fût aussi petit que possible.

Les banques d'État de l'Europe devraient faire une différence de 5 p. 100 entre le prix d'achat et de vente de l'or, soit ne pas garantir la vente de l'or à moins d'une prime de 5 p. 100 sur le prix d'achat; cela permettrait de petites fluctuations raisonnées ou temporaires dans les

changes. Cette prime serait une protection contre le retrait de l'or pour des raisons frivoles.

Les banques centrales de chacune des nations participantes donneraient une garantie formelle qu'elles rachèteraient leurs billets en or à un taux non inférieur au taux de la conversion primitivement fixé aussi longtemps que 1° leurs billets en circulation excèderaient de 80 p. 100 un étalon initial (basé sur le volume en circulation à la date initiale); 2° qu'elles possèdent de l'or.

Sans s'inquiéter de la situation légale du *Federal Reserve Board*, des États-Unis, M. Keynes le fait alors intervenir, et lui demande, pendant ces cinq années, de faire de temps en temps, des prêts temporaires en or, au taux de de 10 p. 100 (cet intérêt serait payé au fonds de garantie) à quelques-unes des banques participantes, représentant 15 p. 100 des *Standard Notes* en circulation, avec un maximum de 150.000.000 de dollars pour un pays, et un total de 500.000.000 de dollars pour l'ensemble : toutes les banques participantes garantiraient le *Federal Reserve Board* contre les pertes, chacune proportionnellement à ses *Standard Notes* en circulation.

En exemple, M. Keynes dresse les tableaux suivants au taux de la fin de janvier. Ce taux pourrait être autre, le jour où le projet serait appliqué.

|                            | Taux d'émission garanti auquel les billets seront émis en échange d'or (plus 5 p. 100) |         | Taux de conversion garanti auquel les billets seront convertibles en or exprimés en dollars |           |
|----------------------------|--|---------|---|-----------|
|                            | Dollars  | Dollars | Dollars   | Dollars   |
| <i>Sterling</i> . . . . .  | £ 1  | = 4,20  | £ 1   | = 4,41    |
| Francs français et belges. | 100  | = 8     | 100   | = 8,4     |
| Lire italiennes . . . . .  | »  | = 4,40  | »   | = 4,62    |
| Couronnes suédoises . .    | »  | = 25,50 | »   | = 26,80 x |
| — norvégiennes.            | »  | = 17    | »   | = 17,85   |
| — danoises . . . . .       | »  | = 21,25 | »   | = 22,31   |
| Florins hollandais . . .   | »  | = 38,20 | »   | = 40,20 x |
| Francs suisses . . . . .   | »  | = 13,35 | »   | = 40,20 x |
| Pesetas espagnoles. . .    | »  | = 18,35 | »   | = 19,30 x |
| Couronnes tchèques . .     | »  | = 1,50  | »   | = 1,575   |

Les chiffres marqués d'un x représentent la parité d'avant-guerre. Les banques d'Etats seraient autorisées à élever le taux ci-dessus à un chiffre ne dépassant pas un demi par mois (soit 6 p. 100 par an). La Banque d'Angleterre pourrait être autorisée, par exemple, à élever le sterling à la parité d'avant-guerre dans un délai de vingt mois à partir de la mise en vigueur de ce projet.

La valeur en or des billets de ces pays, à la fin de janvier 1922 est donnée ci-dessous en chiffres ronds avec la valeur approximative de leur réserve d'or à cette date et le total de l'or qu'elles seraient autorisées à emprunter au *Federal Reserve Board*, le chiffre de leurs billets en circulation, à la fin de 1921, étant pris comme leur *Standard Circulation*.

|                            | Chiffres en \$<br>1.000.000 de billets<br>émis | Réserves<br>or<br>et argent | Emprunts<br>possibles |
|----------------------------|--|-----------------------------|-----------------------|
| Grande-Bretagne . . . . .  | 1.700  | 790                         | 150                   |
| France . . . . .           | 2.900  | 770                         | 150                   |
| Belgique . . . . .         | 500  | 50                          | 75                    |
| Italie . . . . .           | 925  | 270                         | 140                   |
| Suède . . . . .            | 140  | 75                          | 20                    |
| Norvège . . . . .          | 65   | 40                          | 10                    |
| Danemark . . . . .         | 95   | 70                          | 15                    |
| Hollande . . . . .         | 400  | 245                         | 60                    |
| Suisse . . . . .           | 160  | 110                         | 25                    |
| Espagne . . . . .          | 770  | 500                         | 100                   |
| Tchéco-Slovaquie . . . . . | 170  | 13                          | 25                    |

M. Keynes termine en disant :

Je soumets ce plan comme décidément simple et ne contenant rien d'impraticable qui puisse empêcher son adoption immédiate.

Ce programme de stabilisation est un programme de dévaluation, c'est-à-dire de faillite plus ou moins importante.

M. Keynes a confiance dans son projet. Soit; mais cette

confiance n'est pas justifiée par les précédents. Dans notre livre, *Inflation et Déflation*, Raffalovich et moi, nous avons montré que « la dévaluation est rarement définitive ».

Les nations qui adopteront le plan de M. Keynes seraient certaines d'une perte : elles ne seraient pas certaines de la réparer. Il n'y a même pas d'exception pour la Grande-Bretagne.

Quel est l'étalon de mesure de la valeur de la monnaie or ?

M. Keynes prend la monnaie or d'après le cours du dollar relativement au change des divers pays considérés à la fin de janvier. Mais le change n'est pas invariable. M. Keynes le prend à ce moment et lui donne une rigidité d'au moins cinq années. Mais chaque année, chaque mois, chaque jour il peut être modifié dans chaque pays. Il suffit de quelques accidents météorologiques, d'un incident politique, d'une bonne ou d'une mauvaise récolte pour en augmenter ou en diminuer la valeur.

Le 8 juillet, la valeur du dollar pour certains pays n'était plus exactement la même qu'à la fin de janvier. Les chiffres de la parité montrent la perte que stabiliserait le système de M. Keynes.

| Exchange                  | Method<br>of<br>Quoting | Parity                         | 8 jul.                         | 31 aug. |
|---------------------------|-------------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------|
|                           |                         | \$                             | \$                             | \$      |
| London cables . . . . .   | £ 1                     | 4.86 <sup>2</sup> <sub>3</sub> | 4.44 <sup>5</sup> <sub>8</sub> | 4.46    |
| — sight . . . . .         | £ 1                     | —                              | 4.44 <sup>3</sup> <sub>8</sub> | 4.45    |
| Paris, short sight . . .  | 100f.                   | 19.30                          | 7.80                           | 7.61    |
| Rome, cables . . . . .    | 100l.                   | 19.30                          | 4.41                           | 4.35    |
| Amsterdam, short sight.   | 100fl.                  | 40.20                          | 38.76                          | 39.01   |
| Christiana, cables . . .  | 100kr.                  | 26.80                          | 16.47                          | 16.67   |
| Stockholm . . . . .       | 100kr.                  | 26.80                          | 25.87                          | 26.51   |
| Copenhgn., cables . . .   | 100kr.                  | 26.80                          | 21.58                          | 21.41   |
| Berlin, short sight . . . | 100mk.                  | 22.80                          | 0.18                           | 0.06    |

Le 8 juillet était un jour de dépression. Cependant dans son projet, M. Keynes met la livre sterling à un cours

inférieur à celui qu'elle avait ce jour-là, 4,40 au lieu de 4,44 5/8; la couronne norvégienne, la couronne suédoise, la couronne danoise, le florin hollandais beaucoup au-dessous de leur cours du 8 juillet. Ces pays sont-ils disposés à accepter pendant cinq années le classement que leur fait subir M. Keynes?

M. Keynes veut fixer les taux du change, d'après un cours momentané. Mais la variabilité des prix de toutes choses est la condition même de la vie économique. Quand ils ne bougent plus, c'est le collapsus; et cette immobilité donne l'appréhension du coma.

Est-ce que le tableau de compensation qu'il a fabriqué pourrait rester invariable en dépit de tous les accidents politiques, économiques, météorologiques auxquels sont exposés les rapports économiques des nations qu'il y a inscrites?

Dans ce tableau, M. Keynes proportionne le crédit de chacune d'elles aux réserves d'or et d'argent que les banques peuvent avoir. Mais est-ce que l'or et l'argent constituent le seul élément d'actif des banques? Ce qui constitue la sécurité de la banque, c'est l'équilibre de ses entrées et de ses sorties. Son véritable trésor, c'est son portefeuille commercial. L'encaisse or est une garantie indispensable, mais n'est qu'une garantie. Les deux années avant la guerre, le chiffre du mouvement d'or de la Banque de France était de 12.000 francs par million. M. Keynes n'attache de l'importance qu'aux réserves de deux métaux de valeur inégale et variable.

Voudrait-il aussi rétablir le rapport de 15 1/2 0/0 entre l'or et l'argent? Ce serait logique: M. Keynes aboutit au bimétallisme.

Du reste, toute sa politique financière est empreinte de l'erreur des bimétallistes. Ils voulaient établir un rapport fixe entre deux métaux de valeur variable: la politique de M. Keynes a *pour but d'établir un rapport fixe entre l'or et le papier*, valeurs qui n'ont rien de fixe.

Ce que M. Keynes appelle la stabilisation, c'est une

mobilisation de l'étalon monétaire qu'il déplace dans chaque pays, sauf aux Etats-Unis. Il en affaiblit la valeur et, par conséquent, augmente les prix ou au moins essaye de stabiliser les prix à un niveau élevé. Il leur donne un coup de pouce qu'approuvent naturellement les inflationnistes.

Il dit :

L'Italie ne serait pas plus riche ou plus glorieuse en élevant la livre à 60 par livre sterling que de la fixer à 90.

Cependant c'est une différence de 33 o/o en moins dans le pouvoir d'achat de la livre à l'égard du dollar des Etats-Unis : et l'Italie peut avoir l'espoir de voir diminuer cette différence.

En convertissant le billet à *un taux de change différent du pair, c'est-à-dire en reconnaissant publiquement, en matérialisant la dévalorisation de la monnaie* : autrement dit, et par exemple, supposant qu'un billet de cent francs (qui était convertible en or en 1914, et s'échangeait alors contre 20 dollars) ne s'échange plus en 1922 que contre 8 dollars, *par hypothèse*, on réalisera la conversion sur ce pied ; on créera en somme une nouvelle monnaie, dont le poids d'or fin ne sera plus que de 40 centièmes de ce qu'elle était avant.

C'est l'opération qui a été pratiquée par nombre d'Etats Sud-Américains (Caisse de conversion de l'Argentine, du Brésil, de la Colombie, du Chili). C'est encore l'opération réalisée par les pays qui étaient soumis au régime bimétallique au moment de la baisse de l'argent, et qui ont été contraints d'abandonner ce métal, lequel frappé en pièces, était un véritable papier monnaie à cours forcé (Russie et Autriche<sup>1</sup>).

Par la dévaluation, vous fixez à un taux inférieur le taux du cours de la circulation d'un pays. C'est une limitation que vous lui imposez. Or, il y a des étrangers qui ont des soldes déposés en France, par exemple, et qui les y laissent. On a estimé ce chiffre à 1 milliard de dollars<sup>2</sup>.

1. M. Jacques Arthuys, *op. cit.*

2. M. Pierre Guébbard, avril 1922, communication du 5 avril à la *Société d'Economie politique*.



Ils les y laissent parce qu'il ont l'espoir qu'ils feront un bénéfice par le relèvement du franc. La seule menace de la dévaluation du franc provoquerait le rapatriement de ces soldes étrangers et ferait un vide dans nos banques.

Il n'en serait pas de même, par exemple, pour l'Allemagne. On peut estimer à 80 milliards de marck les dettes flottantes résultant pour l'Allemagne des opérations de la spéculation internationale. Le 8 juillet les 100 marck valaient 0.19 cents, et les 80 milliards 152 millions.

M. P. Guébard dit :

Au surplus, on estime généralement que la moitié environ de cette somme est représentée par des billets que détiennent les étrangers, et les étrangers, et les partisans allemands de la dévaluation proposent qu'une barrière soit opposée à l'entrée en Allemagne desdits billets, lesquels seraient obligatoirement convertis en titres d'emprunt. Une pareille mesure, qui, évidemment, faciliterait beaucoup les choses, est possible pour un pays dont la réputation financière ne peut pas tomber plus bas qu'elle n'est déjà.

L'opération de la dévaluation implique la constitution de caisses de conversion : et M. Keynes essaye d'en constituer une. Nous connaissons leur histoire dans l'Amérique du Sud<sup>1</sup>, nous en parlons plus loin.

Les partisans de la dévaluation ne font valoir qu'un seul argument en sa faveur. C'est son opportunité. Que vaut-il ?

M. Keynes se trouve hardi de la proposer en ce moment. M. Jacques Arthuys déclare qu'elle est impossible pour le moment<sup>2</sup>. Il explique pourquoi :

D'abord, la question de dettes interalliées n'est pas réglée. Tant qu'elle subsiste, nous avons contre nous le risque d'une balance des paiements déficitaire ou brusquement favorable. Dans le premier cas, que se passera-t-il, si nous avons fixé un certain taux de change ? C'est que ce taux de change ne correspondrait pas à la réalité ; le change tendant à baisser

1. V. Yves-Guyot et Arthur Raffalovich. *Inflation et Déflation*.

2. *Op. citato*.

par suite du déficit de la balance des paiements, la caisse de conversion serait obligée à un effort disproportionné avec ses ressources, pour maintenir le change au taux fixé par elle. Exactement, elle ne pourrait pas le faire.

Mais si la balance des paiements est déficitaire, il faut *ou envoyer de l'or*, ce qui vide la Caisse de conversion, ou hausser le taux de l'escompte, ce qui est insuffisant si la balance des paiements est contre nous d'une façon aussi appréciable qu'elle le serait par le paiement des dettes interalliées, ou même de leurs intérêts. Comme on ne peut envoyer de l'or indéfiniment, il faudra réinterdire la sortie du métal jaune, c'est-à-dire fermer la Caisse de conversion. Le change ira de nouveau où il voudra, et avec une rapidité d'autant plus grande qu'on aura voulu le maintenir artificiellement, à la manière d'un ressort bandé qu'on relâche tout à coup.

Les mêmes réflexions valent, dans le cas, où des paiements allemands importants, ou de fonds provenant d'emprunts internationaux rendraient, avec une certaine rapidité, notre balance de paiements nettement favorables.

#### M. Jacques Arthuys demande :

Que serait devenue une Caisse de Conversion allemande, échangeant la monnaie allemande au taux de 2 dollars les 100 mark, en 1921 alors qu'aujourd'hui les 100 mark sont tombés, à cause des émissions folles de papier monnaie du Reich, à 30 cents.

Autrement dit, et plus généralement, la dévaluation tirant tous ses avantages de ce fait qu'elle ne change rien à l'état des choses existant, la première difficulté est de connaître cet état de choses, et la seconde de savoir si cet état de choses ne se modifiera pas. Tout est là. Or c'est précisément ce que nous ne savons pas, ou plutôt nous savons qu'il y a de forts risques pour qu'il se transforme.

Il est curieux que ce système de dévaluation soit proposé et appuyé par des Anglais; car il est en opposition complète avec la tradition britannique qui est la fixité monétaire.

#### Nous disions dans *Inflation et déflation* :

Le *pound sterling* anglais s'appliqua d'abord à un poids d'argent représentant 5.760 grains dont 11 onces 2 dwt étaient du métal fin et 18 dwt de l'alliage, ce qui fait 924 millièmes de fin. Il était reconnu comme l'étalon

monétaire du Royaume en 1158, et il était divisé en 240 pence. Cette monnaie ne fut pas altérée jusqu'au règne de Henri VIII et elle fut rétablie lors de l'avènement d'Elisabeth, après un intervalle de quinze années, de 1543 à 1558. Quand en 1816, l'étalon d'or unique fut adopté, on conserva le poids et le titre primitif de la monnaie d'argent.

On maintint également la valeur de l'or telle qu'elle avait été fixée « trois siècles plus tôt », disait Robert Peel en 1844. Une livre d'or devait donner 44 guinées. Le prix de l'once d'or à la monnaie de Londres était fixé à £ 3. 17 s. 10 1/2 d.

En 1844, une brochure signée « Un Economiste de Birmingham » demandait que la Banque donnât 5 livres par once. Robert Peel répondait : « Alors ceux qui auraient contracté des dettes au prix de £ 3. 17 s. 10 d. 1/2 les payeraient au prix de £ 5 par once. Ce serait fort avantageux pour eux ; mais on s'en apercevrait pour les contrats à venir et l'étranger ne tiendrait aucun compte de ces arrangements législatifs ».

En réalité cet économiste de Birmingham, dans son enthousiasme pour les progrès réalisés par la Grande-Bretagne, demandait une forte dévaluation de l'or.

Robert Peel répondait en montrant la nécessité de la fixité de l'étalon monétaire, comme mesure de valeur en s'étonnant que « les économistes de Birmingham n'eussent pas aussi proposé de mettre le pied anglais à 16 pouces pour le proportionner au développement de la richesse de l'Angleterre ».

Le métal est une marchandise soumise à des variations de prix comme toute autre marchandise. C'est commettre une erreur d'essayer de lui donner un taux fixe. Nous avons vu que les bimétallistes n'avaient pu réussir à l'établir ni pour l'or ni pour l'argent.

Ce n'est pas le métal qui est l'étalon monétaire.

*L'étalon monétaire est un rapport établi entre le poids et le titre d'une certaine quantité de métal déterminé qui fixe un prix prototype auquel se rapportent tous les autres prix et qui est le moyen légal de liquidation pour toutes les obligations.*

En un mot : *L'étalon est fixe; la monnaie est variable.*

Dans le système de M. Keynes, *la dévaluation porte sur l'étalon monétaire du pays par rapport à un étalon monétaire étranger qui en détermine et en stabilise la perte.*

M. Keynes n'applique son système de stabilisation qu'à onze pays dans lesquels il ne comprend même pas l'Allemagne!

Il reconnaît qu'il n'y a pas de stabilisation possible avec le rouble russe qui se compte par millièmes. Et quelle dévaluation peut-on faire avec la monnaie autrichienne quand, le 25 août, pour acheter £ 1, il fallait 400.000 couronnes (de fr. 1.05); avec le mark polonais dont le 25 août 40.000 M. étaient nécessaires pour acheter une livre sterling?

Le 5 août, il fallait de 8.100 à 8.400 mark allemands pour acheter une livre sterling et le prix atteignait 11.000; le 24 octobre, il en fallait 20.000. M. Keynes ne pourrait désirer une stabilisation à ce taux. Les experts de la conférence de Gênes savent qu'elle est impossible. Alors ils n'offrent la dévaluation que pour les pays qui sont à peu près à la parité de l'or comme l'Angleterre, les Pays Scandinaves, la Hollande, ou qui peuvent y arriver comme la France et l'Italie.

Pour les pays à finances gangrenées, il n'y a ni stabilisation, ni dévaluation possibles, — il n'y a qu'une solution, c'est la déflation complète.

Notez que pour ces pays toute émission équivaut à une mise au pilon; car c'est une destruction de la valeur des papiers en cours.

Mais nous considérons, en dépit de M. Keynes, que tout *pays qui peut avoir quelque chance de revenir à la parité or d'avant-guerre doit faire tous les efforts possibles pour y parvenir.*

## CHAPITRE II

### Arguments branlants pour la dévaluation

Dans un article : *Pour la déflation contre le défaillisme monétaire*<sup>1</sup>, Raffalovich disait : « Dans un journal financier, un professeur de Toulouse a publié un article où éclate son embarras. De cruels souvenirs du dix-huitième siècle, le spectacle de l'Europe au vingtième l'empêchent de demander la continuation de l'inflation ».

Mais cela ne veut pas dire qu'il faille procéder à une compression de la circulation fiduciaire, s'efforcer de rendre au franc son ancien pouvoir d'achat.

Erreur pernicieuse, répondait Raffalovich, une monnaie inélastique fondée sur le *fiat* de l'Etat ne suffirait pas. Aucun assainissement sérieux des finances publiques n'est possible dans un pays qui se résigne à un change avarié et est chargé d'une dette étrangère.

Un autre professeur plus connu ne craint pas d'écrire que l'Etat ne doit pas rembourser le papier à la valeur de l'or, car se serait le rembourser plus cher qu'il ne l'a émis. Nous demandons comment il se tirera du paiement

1. *Journal des Economistes*, avril 1921, p. 23.

des intérêts et du capital de la dette publique contractée à des périodes différentes. Aura-t-on recours à un barème comme lors du calcul de la valeur des assignats? Justement un des grands arguments en faveur des souscriptions des emprunts de guerre a été la certitude que les rentiers continueraient à toucher des francs de bon aloi et non des francs susceptibles d'être affaiblis.

Les partisans de la dévaluation empêchent toute affaire à long terme parce que ceux qui l'auraient contractée ont à craindre la dévaluation partielle de l'or. Les industriels et négociants sont, au contraire, rassurés par la déflation, parce qu'ils sont certains d'avoir des règlements en monnaie d'or qui aura recouvré sa valeur d'avant guerre.

Enfin les partisans de la dévaluation ne s'aperçoivent pas de l'extraordinaire ironie de leur système : — *Ce n'est pas l'étalon d'or qui est en baisse dans les pays à inflation de papier. Au contraire, il est en hausse, et c'est sa valeur que les partisans de la dévaluation proposent d'abaisser alors que c'est le papier qui est en baisse.*

## CHAPITRE III

### **Une proposition de dévaluation de l'encaisse de la Banque de France**

Au mois de mars 1921, MM. Paul Messier et Boussetot déposèrent une proposition de loi pour remédier à « la crise du numéraire ». Ils disaient :

La France dont la fortune privée atteint en francs-papier une valeur qui oscille aux environs de 750 milliards, se trouve dans la situation d'un propriétaire foncier qui posséderait des territoires immenses, des richesses immobilières considérables et qui ne pourrait pas trouver mille francs pour satisfaire aux besoins de la vie courante.

Si les stocks ne sont pas tous vendus, c'est parce qu'il n'y a pas assez de papier-monnaie pour les acheter! Et ils croyaient qu'en le portant à 50 milliards, ils allaient les écouler, sans se demander le prix auquel ils les feraient tomber. Ils ne pensaient pas que si des gens en avaient eu besoin et avaient été sûrs de leur trouver un débouché, ils les auraient obtenus à l'aide de traites.

Il est vrai que l'inflation ne favorise pas ce mode de paiement parce qu'elle est une menace constante contre le maintien de leur valeur.

MM. Paul Messier et Georges Boussetot avaient certai-

nement d'excellentes intentions : mais ils ont prouvé une fois de plus qu'elles sont dangereuses quand elles n'ont pas pour garde-fous quelques connaissances du sujet au quel on veut les appliquer.

MM. Paul Messier et Boussenot essayent de justifier leur proposition par un argument technique :

Cette nouvelle inflation est financièrement justifiée par la valeur internationale d'échange du gage métallique de la Banque de France.

Tant dans ses caisses propres qu'en dépôt dans des caisses étrangères, l'encaisse de la Banque de France dépasse cinq milliards.

La valeur en francs-papier du gramme d'or s'est élevée au-dessus de 10 francs et on est en droit d'estimer que la valeur commerciale internationale de l'encaisse métallique actuelle oscille aux environs de 15 milliards de francs-papier.

Dans ces conditions, le statut légal de la Banque de France l'autorisant à émettre en papier-monnaie trois fois la valeur de son encaisse métallique et de ses dépôts fiduciaires, l'augmentation que nous demandons est, tant au point de vue économique que légal, entièrement justifiée.

Avant d'invoquer le « statut légal de la Banque de France », les honorables députés auraient bien fait de le lire : ils n'y auraient pas trouvé la limitation de l'émission des billets qu'ils affirment y être.

Ils font de la dévaluation au préjudice de l'encaisse de la Banque de France : Croient-ils en augmenter la valeur?

*Toute multiplication d'un signe monétaire fictif le déprécie.*



## CHAPITRE IV

### **Le verdict d'un professeur anonyme.**

### **Un postulat de cause. — Un postulat d'effet**

Il est curieux de voir combien des professeurs, suivant M. Keynes, frémissent de la mettre sous le régime de la dévaluation.

L'un d'eux, appartenant à l'Université de Paris, homme fort distingué, qui se couvre de l'anonymat, a publié dans le *Moniteur des Intérêts Matériels* de Bruxelles, une série d'articles réunis en brochure sous le titre *le Retour à l'or*. Voici comment il procède :

Par contre, dans les pays qui ont su conserver un noyau d'or, — et c'est le cas pour le groupe qui nous intéresse le plus : celui des anciens alliés européens, l'Angleterre, la Belgique, la France et l'Italie, — une certaine déflation peut rapprocher du but. Il ne faut cependant pas s'illusionner sur ses résultats probables.

Prenons, par exemple, la France, dont la situation est à mi-chemin entre celle, très favorable, de l'Angleterre, et celle, beaucoup plus gênée, de l'Italie.

Admettons que l'on se propose de revenir simplement à cette proportion du tiers de l'encaisse à l'émission, considérée, autrefois, comme le minimum théorique nécessaire pour garantir l'échangeabilité du billet, mais, en fait, toujours dépassée par les banques prudentes.

L'encaisse-or de la Banque de France atteint aujourd'hui 3.575 millions. Le triple de ce chiffre est 10.725 millions. Telle serait la limite de compression à atteindre.

Or, la circulation à la fin de décembre s'élevait à 36.488 millions. C'est donc une réduction de **26 milliards** qu'il faudrait réaliser, si l'on veut, sur la base de l'encaisse existante<sup>1</sup>, appliquer la proportion du tiers.

La législation actuelle envisage les remboursements de l'Etat à la banque s'effectuant sur le pied de 2 milliards par an. Il faudrait 13 ans au moins pour atteindre le but visé,... si rien ne vient à la traverse.

Mais, de toute évidence, un tel but est inaccessible.

Une bonne partie des billets remboursés par l'Etat seront remis au fur et à mesure dans la circulation pour les besoins mêmes du commerce. Dans un régime de prix surélevés comme le nôtre, et avec des dépôts plus que quintuplés dans les sociétés de crédit, une marge d'élasticité très supérieure à la marge ancienne est une nécessité pour les banques d'émission. A combien l'expérience des prochaines années fixera-t-elle cette marge? On ne peut le dire aujourd'hui. Une chose est certaine : la réduction, même en treize ans, du montant des billets à un maximum de 10 ou 11 milliards est une impossibilité.

La baisse formidable des prix qu'entraînerait une pareille réduction serait la source d'une crise économique qu'il faudrait bientôt enrayer.

Le professeur distingué part de deux postulats : 1° l'un que la réserve d'or est le seul actif d'une banque : et il en revient à la vieille théorie empirique du tiers qui n'a été confirmée par nulle expérience.

2° Un autre postulat : la peur de baisse des prix, argument commun à tous les inflationnistes.

Puis le professeur distingué prononce la sentence :

La dévaluation s'imposera. Personne n'en peut douter!

C'est une phrase de professeur parlant *ex cathedra*. Mais je puis espérer que nombre de personnes qui, n'étant pas soumises à son examen, ne sont pas obligées de s'incliner quand il leur signifie que le doute leur est interdit, sont d'un avis complètement opposé au sien.

1. Il ne tient pas compte dans l'encaisse de la Banque de France, des 1.948 millions qui se trouvaient à l'étranger et dont le remboursement était subordonné au remboursement par la France des sommes reçues de l'Angleterre. Ce remboursement a commencé. V. *infra*.

## CHAPITRE V

### **Le gold exchange standard et les caisses de conversion**

Sir Sydney Chapman, président de la réunion d'experts qui se réunit à Londres le 22 mars, leur remit un document dans lequel se trouvait l'article suivant :

«... Le maintien fructueux (de l'étalon d'or) serait grandement favorisé par une convention internationale. Cette convention pourrait être basée sur le système connu comme un *gold exchange standard*; elle devrait être conçue de manière à centraliser la demande d'or en tant que circulation, et à éviter les larges fluctuations dans le pouvoir d'achat de l'or qui pourraient, sans cela, résulter des efforts simultanés et concurrents de nombre de pays pour s'assurer des réserves métalliques ». En annexe, se trouvait un plan de « convention monétaire internationale pour l'étalon d'or ».

Le système connu sous ce nom a pour base qu'un pays peut maintenir son papier monnaie à peu près au pair sans rachat immédiat d'or. La monnaie est rachetée, à l'aide de traites sur l'excédent de la valeur du *gold standard* d'un autre pays déterminé<sup>1</sup>.

« Pour un pays très pauvre le *gold exchange standard* a

1. V. derson, *Change economic bulletin* n° 1 p. 12.

un avantage sur le change or. Les autorités responsables pour maintenir la valeur de la monnaie de leur pays, au lieu d'enfouir dans leurs caves, une grande quantité d'or qui ne porte pas intérêt, l'envoient à l'étranger où il reçoit un intérêt ou envoient, avec des agents, dans les marchés étrangers, des *bills of exchange* qui portent encore un intérêt plus élevé et qui peuvent être rapidement vendus ou réescomptés ou employés comme base d'un emprunt collatéral quand la caisse en a besoin. Un pays *will to do* à l'aise peut apporter une réserve d'or adéquate. Un pays pauvre peut être incapable de le faire et cependant trouve possible d'avoir une réserve portant intérêt<sup>1</sup>.

« La différence entre le *gold exchange standard* et le *gold standard* n'est pas très grande. Le possesseur de papier monnaie (ou d'argent ayant une valeur supérieure) peut obtenir de l'or, sinon dans son marché intérieur, mais dans le marché extérieur pour une quantité fixée approximativement dans un délai donné », mais alors apparaît la difficulté à laquelle se heurtent toutes les combinaisons.

« Cependant il faut noter spécialement que le *gold exchange standard* ne peut être maintenu dans un pays qui a une forte balance commerciale avance de paiements internationaux ou qui est obligé de puiser dans la réserve pour couvrir des déficits fiscaux. »

L'Inde établit sa balance d'or à Londres en exportant des marchandises. Le gouvernement de l'Inde plaçait son titre sur les produits de ces marchandises vendues au dehors à l'aide de taxes dans l'Inde, créant ainsi un excédent fiscal. La seule autre voie par laquelle les balances étrangères pourraient être maintenues serait l'emprunt dans le marché étranger.

Dans une communication, faite le 7 avril 1922, à la *Société d'Economie politique* de Lyon portant ce titre : *la stabilisation des changes est-elle possible?* M. Camille Riboux disait :

1. M. Anderson, *Change Economic, Bulletin*, n° 1, p. 13.

Il y a un moyen de revenir à l'étalon d'or pour les relations internationales, de rétablir les barrières normales des *gold points* d'entrée et de sortie. Le système est bien connu : il a été pratiqué dans l'Inde en 1893, en Argentine en 1899, au Brésil en 1906.

*Cet étalon d'or de change serait établi sur la parité du papier : ce serait donc une dévaluation.*

L'institution implique une caisse de conversion.

Nous empruntons les détails suivants au remarquable rapport fait par M. Decamps sur les *Caissees de conversion* à la Semaine de la Monnaie.

Le rôle de la Caisse de conversion consisterait :

1° A échanger des billets de banque contre de l'or, sur la base de l'étalon nouveau qui aurait été adopté, en vue de faciliter aux Français débiteurs de l'étranger les paiements qu'ils pourraient avoir à faire au dehors et pour lesquels ils ne trouveraient pas, sur le marché du change, des moyens de compensation suffisants ;

2° A changer, sur la même base, l'or contre des billets de banque, en vue de permettre aux débiteurs étrangers de la France de s'acquitter par des envois d'or au cas, également, où les moyens de compensation normaux viendraient à faire partiellement défaut.

Cette faculté, donnée à la fois aux Français débiteurs de l'étranger et aux étrangers débiteurs de la France, de se procurer soit de l'or, monnaie internationale, soit des billets de banque ayant force libératoire à l'intérieur et ce, sur une base d'échange invariable, aurait comme conséquence de stabiliser, autour de cette base, le change du franc.

Ce système a été expérimenté dans l'Inde, en Argentine et au Brésil. Ces trois pays ont établi un étalon or de change, mais son fonctionnement a été assuré par des moyens quelque peu différents.

Dans l'Inde, il s'agissait de corriger les troubles de change qu'entraînaient, vers la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, les incessantes variations de la valeur réciproque de l'or et de l'argent.

L'Inde est au régime de l'étalon argent ; son unité monétaire est la roupie. La valeur de la roupie s'est stabilisée aux environs de 2 sh. aussi longtemps que la France et les pays de l'Union latine, par le jeu de leur double étalon, ont maintenu dans des limites étroites les variations de la valeur réciproque de l'or et de l'argent.

A partir du moment où la frappe libre de l'argent a été supprimée dans les pays de l'Union latine, le change indien a perdu son ancienne régularité. Toutes modifications survenant dans la valeur du métal argent par rapport à l'or, troublaient profondément les relations financières et commerciales de la grande colonie britannique, non seulement avec la Métropole, mais aussi avec les autres pays à étalon or.

Pour obvier aux inconvénients, résultant de cette situation, le gouvernement britannique, d'accord avec le gouvernement de la colonie, a organisé, et appliqué progressivement, *un étalon or de change*.

D'abord, en 1890, par l'acte du 26 juin, il a été décidé que les Hôtels des Monnaies de l'Inde seraient désormais fermés à la frappe de l'argent pour compte particulier. En même temps était fixé un rapport légal d'échange entre l'or et l'argent sur la base de la moyenne des valeurs réciproques des deux métaux pendant une certaine période. Les caisses publiques devaient recevoir les souverains et les demi-souverains à raison de 16 pence pour une roupie; les Hôtels des Monnaies devaient échanger, à la même parité, l'or, monnayé ou non, qui leur était apporté.

Un premier résultat était ainsi obtenu. La suppression de la liberté de frappe de l'argent enlevait aux débiteurs étrangers la possibilité de se libérer en lingots d'argent et, par suite, de faire baisser le change à la parité métallique de la roupie. Comme au moment où la réforme a été appliquée, la balance des paiements était favorable à l'Inde, le change s'est réglé peu à peu sur le pair officiel nouveau et en 1898-1899, il était stabilisé aux environs de 16 pence.

Ce n'était là, cependant, qu'un côté du problème. Le maintien du change se trouvait assuré dans le cas où la balance des paiements était favorable à l'Inde et où le pays aurait plus à recevoir qu'à payer. Mais dans le cas où il aurait plus à payer qu'à recevoir, il pouvait être amené à couvrir le solde par une exportation d'espèces.

Si, dans cette hypothèse, les débiteurs de l'étranger ne pouvaient se procurer de l'or et étaient obligés d'exporter de l'argent, le change risquait de fléchir à nouveau jusqu'à la parité métallique de la roupie.

Pour dissocier complètement le cours de la roupie du cours du métal argent, il fallait donc organiser une réserve de métal jaune dans laquelle la colonie puiserait, le cas échéant, pour assurer le règlement de ses balances défavorables. C'est ce qui a été fait par un act de janvier 1898.

Les débiteurs étrangers de l'Inde ont été autorisés à se libérer, en déposant de l'or au Secrétariat d'Etat pour l'Inde, à

Londres, au lieu d'avoir à l'expédier dans la colonie. Il leur était délivré, par contre, des transferts télégraphiques sur Calcutta, Madras et Bombay, au taux de 16 5/32 deniers par roupie. La Trésorerie indienne était autorisée à émettre des billets pour acquitter ces tirages.

Ces dépôts ont progressivement formé un *fonds d'échange* grâce auquel l'Inde a pu faire face aux remises supplémentaires que nécessitait la position débitrice de sa balance.

Dès que le prix des transferts télégraphiques sur la colonie avait une tendance à monter au-dessus de 16 5/32 deniers, ce qui était l'indice d'une appréciation de la roupie par rapport à la livre sterling, les débiteurs étrangers avaient avantage à déposer de l'or au Secrétariat d'Etat, à Londres, et à s'acquitter à l'aide de billets émis par la Trésorerie de l'Inde.

Ces émissions augmentaient le montant de la circulation monétaire et tendaient à abaisser la valeur intérieure de la roupie.

Si, au contraire, le change fléchissait au-dessous de 16 deniers, — situation provoquée par une tendance défavorable de la balance indienne et indice, par conséquent, d'une dépréciation de la roupie par rapport au souverain — le Trésor indien mettait, dans la Colonie, à la disposition des débiteurs ayant des paiements à faire au dehors, des tirages en livres sterling sur la réserve d'or constituée à la Secrétairerie d'Etat à Londres.

Ces ventes permettaient de ramener et de maintenir le change de la roupie autour du niveau légal, en même temps qu'elles rétablissaient l'équilibre monétaire, en provoquant le retrait d'un montant équivalent de billets-roupie ou de roupies-argent.

On le voit, ce système d'ajustement était fondé sur le double principe : de la dépendance des cours du change et de la valeur intérieure de la monnaie, de la dépendance de cette valeur intérieure et du montant en circulation.

L'expérience a donné de bons résultats. Depuis 1893, le change de la roupie n'a plus été affecté, comme il l'était dans la période antérieure, par les variations de valeurs du métal argent; depuis 1898, le fonds d'échange a permis de faire face à l'insuffisance des moyens de compensation résultant de balances exceptionnellement déficitaires.

La *Caisse de Conversion* établie en Argentine en 1899 et celle établie au Brésil en 1906, ont rempli le même rôle que le *fonds d'échange* dans le système indien.

Dans les périodes de balances favorables, ces Caisses reçoivent l'or importé pour couvrir le solde créditeur et

elles délivrent, en échange, de la monnaie locale ; dans les périodes de balances défavorables, elles fournissent aux débiteurs de l'étranger, contre remise de monnaie locale et sur la même base, de l'or destiné à compléter le règlement et à assurer l'équilibre des comptes.

En théorie, ces Caisses sont donc à la fois, des organismes de stabilisation relative du change et de régularisation de la circulation intérieure : elles maintiennent les variations du change dans les limites des *gold points* d'entrée et de sortie ; elles déversent, dans la circulation, des billets lorsqu'on leur apporte de l'or, elles reprennent ces mêmes billets lorsqu'on leur demande de l'or pour l'exportation.

Au moment où fut établie la Caisse de conversion argentine, la circulation du papier monnaie était d'environ 300 millions de pesos ; la prime de l'or variait entre 186 et 143 p. 100<sup>1</sup>.

Le Congrès décida que *tous les billets ayant cours légal* pourraient être convertis en monnaie d'or au change fixe de 1 peso billet pour 44/100 de peso or, ce qui correspondait à 100 pesos or pour 227 pesos papier en chiffres ronds. Des réserves métalliques devaient être constituées pour garantir cette conversion générale. En attendant, la caisse de conversion devait remettre, à quiconque en ferait la demande, des billets ayant cours légal en échange d'or, sur la base qui vient d'être indiquée et, réciproquement, *jusqu'à concurrence de ses disponibilités métalliques*. Elle devait remettre, sur la même base, de l'or contre des billets.

La Caisse de conversion garantissait donc *toute* la circulation fiduciaire argentine. Mais pour assurer une telle garantie, elle ne pouvait compter sur d'autres ressources métalliques que celles que lui apporterait le public.

Ses débuts ont été assez difficiles et c'est seulement à partir de 1903 que les dépôts d'or ont commencé à avoir quelque importance. Ce résultat est dû aux progrès économiques de l'Argentine, au développement de ses exportations, qui ont augmenté avec une très grande régularité ; enfin, à l'afflux des capitaux étrangers provenant des emprunts placés par la République sur divers marchés.

Depuis la fin de 1904, et jusqu'à la veille de la guerre européenne, la prime de l'or n'a pour ainsi dire pas varié : elle est restée aux environs de 127 1/4 p. 100 et le change

1. La moyenne de l'année 1899 avait été de 125 p. 100.



sur Londres, qui est le plus courant, s'est maintenu aux environs de 48 deniers pour un peso or.

La Caisse de Conversion du Brésil est, avons-nous dit, de création plus récente. Elle remonte à la fin de 1906. Son organisation se rattache aux mesures prises, à cette époque, pour remédier à la crise que traversait le commerce du café. Son but, comme celui de la Caisse Argentine, était de stabiliser le change du milreis au niveau déprécié où il était alors.

Le Congrès fixa, *provisoirement*, le taux de conversion à 15 deniers, qui était la moyenne du change sur Londres pour la période 1881 à 1905<sup>1</sup>. Il fut entendu que cette base pourrait être éventuellement relevée si la situation économique générale le permettait. Une loi du 30 décembre 1910 a relevé le taux de conversion à 16 deniers.

La loi originelle stipulait que la Caisse devait obligatoirement échanger contre des milreis papier, sur la base de 1 milreis pour 15 deniers, ou un poids d'or équivalent, les marks, les francs, les lire, les dollars et les souverains. Les billets émis étaient distincts de ceux qui circulaient déjà et qui restaient inconvertibles; ils pouvaient être échangés à la Caisse contre de l'or, sur la base de la nouvelle parité légale.

Au début, le montant de ces émissions spéciales avait été limité à 320.000 contos de reis<sup>2</sup>, correspondant à un dépôt d'or équivalent à 20 millions de livres sterling. La loi du 30 décembre 1910, en même temps qu'elle relevait le taux de conversion à 16 deniers, a porté le maximum d'émission autorisé à 900.000 contos.

Ce double relèvement avait été rendu nécessaire par la tendance du change qui, dans l'année 1910, avait monté jusqu'à 18 5/16 deniers et par l'afflux de l'or résultant d'une série de balances favorables. Fin décembre 1910, la réserve or dépassait déjà 300.000 contos; fin 1911, elle était de 378.500 contos; fin 1912 de 386.700 contos.

Contrairement à ce qui avait été décidé pour la Caisse argentine, la Caisse brésilienne ne *garantit la conversion que pour les billets qu'elle a émis contre dépôts d'or*; pour les billets qui étaient déjà en circulation lorsqu'elle fut instituée, une loi de 1899 en avait organisé l'amortissement à l'aide d'un fond spécial. Mais, en réalité, les retraits furent peu importants: fin 1900, la circulation de papier monnaie inconvertible était d'environ 700.000 contos; à la fin du

1. La parité normale, avant la dépréciation, était de 37 d. pour 1 milreis.

2. Le contos de reis vaut 1.000 milreis.

premier semestre 1914, elle restait encore de 600.000 contos.

En somme, ces deux caisses de conversion, dans la période qui va de leur fondation à la veille de la guerre européenne, ont donné les résultats qu'on en attendait. Elles ont stabilisé le change aux environs de la parité légale. Tout comme l'Inde, l'Argentine et le Brésil ont pu traverser sans défaillance la crise américaine de 1907-1908, bien que celle-ci ait provoqué d'importants retraits d'or.

On se tromperait, toutefois, si on attribuait les résultats que nous venons de rappeler au système lui-même ; ils sont dus surtout aux circonstances dans lesquelles ce système a été appelé à fonctionner.

C'est grâce à une suite d'années où la balance a laissé d'assez gros excédents, que l'Inde a pu constituer son fonds d'échange et que le cours de la roupie a pu être maintenu à la parité légale de conversion.

La même constatation peut être faite en ce qui concerne l'Argentine et le Brésil. Aux excédents favorables de la balance, résultant de fortes exportations, sont venus s'ajouter, ici, les placements étrangers qui ont pris un grand développement dans l'Amérique du Sud. Cet ensemble de circonstances a seul permis à l'une et à l'autre Caisse de centraliser une réserve d'or.

S'il leur a été possible de faire face aux difficultés de la période de crise 1907-1908, c'est d'abord parce que cette crise n'a pas été longue et, en second lieu, parce qu'elle a coïncidé avec de très bonnes récoltes et des exportations d'un montant élevé. Mais pas plus les Caisses de conversion que le système indien, ou tous autres systèmes analogues, ne pourraient supporter une période prolongée de balances défavorables.

La preuve en a été faite en ce qui concerne la Caisse brésilienne. Elle n'a pu résister aux troubles que la guerre a apportés dans le commerce extérieur du Brésil et dans les placements que l'Europe y faisait régulièrement depuis plusieurs années. Dès le début des hostilités européennes, le gouvernement brésilien a dû se faire autoriser à suspendre le remboursement des billets de la Caisse de conversion, son stock d'or menaçant d'être rapidement épuisé.

En avril 1914, le change brésilien s'est effondré à 10 5/8 deniers. Les années 1915 et 1916 ont été un peu moins mauvaises, les exportations s'étant améliorées. Comme le Brésil avait suspendu le service de sa dette publique extérieure et que l'acquittement des dettes privées était lui-même

assez irrégulier, le cours du milreis avait pu se relever jusqu'à 12 et 13 deniers.

La Caisse de conversion a alors essayé de fonctionner de nouveau, mais ses disponibilités se réduisirent rapidement et dans de fortes proportions. A la fin de 1920, ses réserves étaient tombées à 61.500 contos en chiffres ronds. Elle a dû fermer ses portes.

Actuellement, ce qui reste de la réserve or est déposé à la Banque du Brésil comme fonds de garantie générale de la circulation; le change du milreis se tient aux environs de 7 deniers.

On le voit — et ceci est à retenir — la Caisse brésilienne a été dans l'impossibilité de résister et de continuer son office, dès que les circonstances économiques n'ont plus été favorables.

La Caisse argentine, au contraire, après un certain flottement dans les premiers mois des hostilités, durant lesquels des retraits importants ont eu lieu à la suite d'un fléchissement du change de 46 1/2 deniers, a traversé sans trop de difficulté la période de la guerre.

Grâce à l'énorme accroissement des exportations, le cours du peso s'est graduellement amélioré. Cette amélioration a très vite dépassé la limite du gold point, les pays débiteurs de l'Argentine ne laissant plus sortir leur or, les Etats-Unis eux-mêmes ayant suspendu les exportations de métal jaune. Le peso s'est élevé très au-dessus de la parité de conversion. En décembre 1916, le peso était de 51 3/4 deniers. En décembre 1917, il s'élevait à 53 1/2 deniers, soit *une prime de 13 0/0 sur la parité légale*.

Ajoutons que ce résultat a été obtenu quoique l'Argentine ait ouvert à la France et à l'Angleterre un crédit global de 200 millions de pesos or pour régler leurs achats de céréales; elle a conclu, d'autre part, au profit des Etats-Unis, des arrangements de crédits pouvant aller jusqu'à 40 millions de pesos or, enfin, elle a liquidé les avances qu'elle avait dû se faire consentir antérieurement par des banques anglaises et américaines.

Au cours des dernières années, un renversement de la situation s'est produit. Le change argentin est, en ce moment aux environs de 44 1/2 deniers, c'est-à-dire au-dessous du gold point de sortie qui ne joue plus, le gouvernement argentin ne laissant pas sortir l'or de la Caisse de conversion. Le cours du peso ne se maintient d'ailleurs à ce niveau que grâce à des emprunts sur le marché de New-York et sur celui de Londres.

Le système indien a également été débordé. Il n'a pas pu résister à la pression de circonstances ultra-favorables pour l'Inde et défavorables pour la métropole. La parité d'échange des souverains contre des roupies n'a pas pu être maintenue sur la base de 16 deniers pour une roupie, après 1917.

A l'automne de 1919, le prix des traites sur l'Inde a été porté à 2 sh. par roupie ; celui des transferts télégraphiques à 23 15/16 deniers. De même, les traites en livres sterling, que le gouvernement de l'Inde pouvait être amené à vendre, étaient offertes à 23 29/32 deniers et les transferts télégraphiques à 23 31/32. Enfin, le prix auquel l'or importé devait être acheté par les Hôtels des monnaies de l'Inde était abaissé à 11 roupies pour un souverain, au lieu de 15 roupies, taux fixé en 1898.

Depuis quelques mois, la situation s'est complètement renversée. Sans rechercher les diverses causes qui ont provoqué le renversement, disons simplement que le change indien est retombé à son niveau d'avant-guerre. Il se tient à l'heure actuelle, à 15 11/16 deniers, très sensiblement au-dessous, par conséquent, du taux de conversion mis en vigueur en 1919.

De cet examen rapide des trois expériences principales qui viennent d'être rappelées, nous croyons pouvoir dégager les conclusions suivantes :

Il ne faut pas exagérer la vertu propre du système de l'*étalon or de change* et des *Caisse de conversion*. La formule ne vaut que dans la mesure où son introduction est favorisée par les circonstances, et la bonne condition du milieu ; elle ne vaut que si son application se développe dans une économie monétaire mondiale généralement équilibrée... C'est au contact des parties saines de l'organisme que les parties malades peuvent retrouver un peu de vigueur.

Par lui-même, l'*étalon or de change* ne pourrait ni guérir un change déprécié, ni lui rendre une stabilité définitive. C'est une *formule de répartition*. Elle discipline l'usage que le pays fait de ses disponibilités de change et, à ce titre, elle peut être dans certains cas, intéressante, à retenir ; mais elle est impuissante à augmenter ses disponibilités. De même, elle est exposée à ne plus pouvoir remplir son rôle stabilisateur, lorsque pour une cause ou pour une autre, les disponibilités deviennent surabondantes.

En résumé, pour que cette orthopédie monétaire puisse avoir quelque efficacité, il faut que les conditions suivantes soient remplies :

Tout d'abord, il est indispensable qu'à l'intérieur du pays où on veut l'appliquer, une discipline très sévère soit maintenue, qu'on soit bien résolu à s'abstenir de tout recours au papier monnaie.

Il faut, d'autre part, que cette application s'appuie sur une économie mondiale saine, au moins dans les parties essentielles de son organisme, que la balance des engagements du pays envers l'étranger laisse, pendant une assez longue période — et particulièrement au début des soldes créditeurs importants qui permettront de constituer une solide réserve d'or ou de change.

Il faut enfin que, par la suite, si cette balance devient déficitaire, ce ne soit que de façon tout à fait accidentelle et qu'elle ne s'écarte que très peu de la position d'équilibre. Sinon, la réserve or risquerait d'être vite épuisée.

En un mot, cette orthopédie ne vaut que pour des déformations exceptionnelles, isolées, et seulement, si les causes fondamentales, qui ont entraîné la dépréciation et l'instabilité, ont cessé leurs effets nocifs.

Ces faits prouvent que M. Camille Reboud avait des illusions quand il considérait que le système des caisses de conversion, tel qu'il a été appliqué dans l'Inde, en Angleterre et au Brésil est un régime normal.



LIVRE VII

**Trois expériences de déflation**





## CHAPITRE PREMIER

### Trois expériences de déflation

Il n'y a que trois peuples qui soient sortis de l'inflation sans banqueroute : — l'Angleterre en 1822, la France en 1878 et les États-Unis en 1879.

Relativement à la France, dont l'inflation était, du reste, très faible, nous avons dit que la déflation ne se heurta pas à de violentes résistances.

Mais il n'en fut pas de même en Angleterre et aux États-Unis. Il est utile de le rappeler, car aujourd'hui les partisans de la Déflation trouvent des oppositions semblables ; les démentis donnés par les faits aux arguments produits montrent la valeur qu'il convient d'attacher aux arguments actuels.

Nous allons donc exposer rapidement les difficultés qu'ont rencontrées en Angleterre et aux États-Unis les hommes qui ont rendu à leur pays l'immense service de l'arracher à l'état factice de la monnaie de papier inconvertible pour y rétablir la monnaie loyale.

## CHAPITRE II

### La déflation en France

En France, le 12 août 1870, une loi établit le cours forcé et légal des billets de banque. Les avances de la Banque à l'État étaient garanties par des bons du Trésor à échéances diverses, escomptables au taux de l'escompte du papier de commerce du jour de la négociation. L'émission des billets progressa de 1.470 millions, au début de la guerre à 2.216 millions le 29 juin 1871, à 3 milliards en octobre 1873. L'encaisse tomba de 3.311 millions en juin 1870 à 708 millions en septembre 1873.

Le remboursement des billets devait être effectué par annuité de 200 millions à partir de 1872.

La loi du 3 août 1875 déclara que les billets de banque seraient remboursables en espèces à présentation, lorsque les avances faites à l'État par la Banque de 1871 à 1875 auraient été réduites à 303 millions de francs. Elle supprima le cours forcé, mais le cours légal, établi par la loi du 12 août 1870, subsista. A compter de 1877, les paiements restant à faire furent fixés à 300 millions pour 1877 et à 150 millions pour chacune des deux années 1878 et 1879.

La situation était réglée.

## CHAPITRE III

### **Le Bullion committee Report et la déflation en Angleterre <sup>1</sup>**

- I. — La cessation du paiement en espèces et la dépréciation des billets. II. — Rapport du *Bullion committee*.  
III. — Variété de l'opposition à la déflation.

#### *I. — La cessation des paiements et la dépréciation du billet.*

En 1794, la Banque d'Angleterre se plaignit des demandes excessives d'avances à l'État. En février 1797, le Conseil de la Banque informe Pitt que la situation est désespérée. Pitt réunit le 26 février le Roi, le lord chancelier et quelques autres grands personnages, membres du conseil privé qui intimement l'ordre à la Banque de cesser le paiement en espèces, sous réserve de l'approbation du Parlement.

Le lendemain lundi, la Banque d'Angleterre affiche dans ses bureaux un avis rassurant, affirmant que sa situation est très forte et qu'elle continuera à escompter librement, en remettant des billets.

1. V. *Inflation et Déflation* par Yves-Guyot et Raffalovich.

L'après-midi une réunion de marchands et de banquiers de la *City* vote une résolution d'accepter les billets en paiement; elle fut signée de quatre mille personnes.

Malgré l'opposition de Fox qui prédit qu'il en serait des billets de la Banque d'Angleterre comme des assignats, le Parlement confirme par une loi, nommée le *Bank Restriction Act* et votée le 3 mai 1797, l'ordonnance en conseil du roi George III, du 26 février. Elle devait rester en vigueur jusqu'au 24 juin : elle dura de 1797 à 1821. Trois jours auparavant, l'émission de billets au-dessous de 5 £ jusqu'à 1 £ avait été autorisée. L'or disparut. Comme il y avait peu de pièces d'argent, pour les paiements inférieurs à 1 £, on s'aïda en frappant de l'effigie du roi, des dollars étrangers et en faisant émettre par la Banque des pièces divisionnaires de 5 sh.

En 1797, le billet ne fut pas pourvu de la qualité de *legal tender*.

Progressivement la circulation alla de 9,7 millions en 1797, à 24,8 en 1810, en même temps que les escomptes montaient de 5,1 à 23,8 millions. L'écart entre la livre papier et l'or ne fut d'abord pas considérable; en 1809, il augmente : le prix de l'or monte à 90 sh. au lieu de 77. En septembre 1809, Ricardo publia dans le *Morning Post* une série de lettres sous ce titre : *High Price of bullion a proof of the depreciation of banknotes*<sup>1</sup>.

Aussi longtemps, dit-il, que la circulation consiste exclusivement en pièces d'or et d'argent ou en papier immédiatement convertible en monnaie, sa valeur ne peut ni s'élever au-dessus ni tomber au-dessous de la valeur de la circulation métallique des autres pays, pour une somme plus grande que celle qui suffirait à payer les dépenses de transport pour importer les pièces étrangères ou le métal, si la circulation faisait défaut ou à payer les frais d'exportation en cas d'excédent de circulation intérieure. C'est ce taux de change qu'on appelle le *gold point* (point de l'or).

1. Le haut prix de la monnaie prouve la dépréciation des billets de banque.

Quand un pays émet des billets en papier inconvertisibles, ils ne peuvent être exportés dans les autres contrées; s'ils sont en trop grande abondance dans le pays, le change avec les États étrangers tombe au-dessous ou le prix de la monnaie s'élève au-dessus du prix de la monnaie légale, dans des proportions plus grandes que le prix de transport. C'est la preuve qu'il y a eu une trop grande émission de papier et Ricardo conclut :

La seule garantie légitime que le public peut posséder contre la Banque est l'obligation pour elle, de rembourser ses billets en espèces, et on ne peut obtenir ce résultat qu'en diminuant le chiffre de leur circulation jusqu'à ce que le prix de l'or soit abaissé au prix de la monnaie.

Le prix de l'or à la Monnaie de Londres était identique au prix actuel; le *standard gold* (l'or type) aux onze douzièmes de fin devait être frappé, sans aucun frais, en pièces de monnaie valant £ 3 17 s. 10 1/2 d. par once. Or, le prix de l'or standard, vers la fin de 1808 et pendant l'année 1809, s'était élevé à £ 49 sh. — et à 12 sh. par once. Le prix moyen du marché était de £ 4.10 soit 15,50 0/0 au-dessus du prix de la monnaie.

Le prix de l'argent était aussi de 10 à 13 0/0 au-dessus du prix de la monnaie.

La dépréciation du billet fut de 8 1/2 0/0 en 1801, de 7 1/4 0/0 en 1802, aux environs du pair de 1803 à 1809, de 13 0/0 en 1810, de 20 en 1812, de 22 en 1813, de 25 en 1814, de 19 en 1815, de 16 en 1816, elle redescend à 2 1/2 en 1817-18 remonte en 1819 à 4 1/2, et disparaît graduellement. Les prix des marchandises avancent jusqu'en 1814, où ils sont de 70 0/0 supérieur à ceux d'avant la guerre.

## II. — *Le Bullion Committee*

Le 1<sup>er</sup> février 1810, Francis Horner demanda à la Chambre des Communes de réclamer des tableaux indiquant la circulation des billets et le commerce de l'or, et proposa

la nomination d'un comité d'enquête. Celui-ci travailla pendant plusieurs mois, entendit de nombreuses dépositions et présenta un rapport qui fut rédigé principalement par Horner, Huskisson et Thornton. Ce rapport du *Bullion Committee* constitue un document de la plus haute importance. C'est une pièce de référence <sup>1</sup>.

En voici les grandes lignes

Le prix de l'or a été si élevé et le change sur l'étranger si défavorablement bas, qu'on peut considérer qu'il y a quelque chose d'anormal dans la circulation monétaire nationale. Le comité a demandé à des négociants compétents la cause de ces phénomènes.

Beaucoup de déposants sont d'avis qu'une demande inaccoutumée d'or sur le Continent en a été la cause, mais on ne remarque pas de hausse du prix de l'or à l'étranger. En admettant l'existence de cette demande, elle n'a pas amené la hausse de l'or en Angleterre. Le métal jaune n'est pas rare, son pouvoir d'achat n'a pas augmenté ici.

Le principe de la frappe monétaire anglaise est de maintenir l'équivalence de valeur entre l'or brut et l'or monnayé. Les lois contre la refonte et l'exportation de la monnaie ont pu troubler ce principe. Cependant avant 1797, il était impossible qu'un écart de valeur se produisît entre le lingot et la pièce d'or. Depuis 1797, l'étalon quel qu'il fût, a été exposé à des variations par un excès de billets non remboursables en monnaie d'or, susceptible d'être exporté.

Quant à la dépression des changes, quelques déposants en voient la cause unique dans la situation du commerce extérieur. Un négociant éminent a confirmé le principe que, sous le régime de la libre convertibilité du billet en or et la libre exportation des métaux précieux, la différence du change ne peut pendant longtemps dépasser le coût du transport et de l'assurance d'un pays à l'autre. L'état de la circulation explique certainement une partie de la baisse du change.

La politique de la Banque d'Angleterre n'a pas tenu compte du cours du change et du prix de l'or, ce qui eût été essentiel, à en juger par l'expérience des colonies nord-américaines, de l'Ecosse, de l'Irlande, de l'Angleterre.

Avant le cours forcé, la baisse du change et le prix élevé

1. Sir Francis Baring attribua le mauvais état du change aux restrictions du commerce avec le Continent et à l'accroissement de la circulation de papier qui amenait une diminution de la monnaie métallique.

de l'or agissaient automatiquement pour réduire les billets. Avec le cours forcé, cette action restrictive a disparu, l'émission est demeurée sans frein suffisant.

La Banque d'Angleterre est d'avis qu'aussi longtemps que des billets sont émis seulement contre escompte de bons effets à courte échéance, la quantité de billets en circulation ne saurait être exagérée.

Cette affirmation est exacte sous le régime de la convertibilité, elle ne l'est pas avec le cours forcé, car les billets peuvent, en ce cas, se déprécier sans être présentés à l'échange et peuvent s'accroître indéfiniment. Le maintien des lois contre l'usure, empêchant de relever l'escompte au-dessus de 5 0/0, rend la situation plus mauvaise. La Banque d'Angleterre voit si peu la vérité, qu'elle prétend que sa politique serait aussi efficace avec un taux plus bas d'escompte.

Un frein automatique vaut mieux qu'un frein appliqué arbitrairement. L'erreur de la Banque d'Angleterre dans l'exercice d'un pouvoir d'émission non limitée qui n'aurait jamais dû lui être concédé, est grandement responsable de la situation actuelle en 1810.

L'émission des billets est considérable et en voie d'accroissement. Elle n'est pas due récemment à de nouvelles avances à l'Etat, mais à l'augmentation graduelle des escomptes. La quantité des billets demandée varie avec les circonstances, l'introduction de chambres de compensation, l'état de confiance réciproque. L'existence de billets de banque de province, qui ont augmenté et qui sont échangeables en billets de la banque d'Angleterre complique la situation. Si celle-ci continuait, l'Etat devrait participer aux bénéfices.

La reprise des paiements en espèces est le seul remède à un excès de billets. L'excès qui abaisse la valeur de la monnaie est un grand mal. La persistance du mal peut provoquer la demande de réduire la teneur en or de la pièce d'or pour ramener la parité entre le papier et l'or. Le seul remède, c'est la reprise des paiements en espèces. Les détails peuvent être laissés à la Banque, mais l'époque de la reprise doit être fixée dès à présent, avec un délai de deux ans, que la guerre continue ou non. Une panique intérieure pourrait servir de prétexte pour ajourner la reprise, mais non l'état du change étranger.

Le fonds même du rapport, son idée maîtresse, c'est que lorsqu'un billet remboursable en espèces cesse de l'être, il peut être maintenu à sa valeur nominale seulement si la quantité émise est soumise à une limite établie en

observant le prix des métaux précieux et le cours du change. Pour avoir négligé cette doctrine, on a eu l'écart entre le billets et les 123 grains d'or du *sovereign*.

Le rapport fut présenté le 8 juin 1810. La prorogation du Parlement en fit ajourner la discussion. Dans l'intervalle, Huskisson, Giddy, Ricardo intervinrent dans la presse.

Le 6 mai 1811, Horner soumit seize résolutions à la Chambre des Communes, dont la quatorzième déclarait que le devoir de la Banque était de prendre en considération le cours du change et la valeur des métaux précieux en fixant la circulation des billets tant que subsistait le cours forcé; la seizième réclamait l'abrogation du non-remboursement en espèces, dans un délai de deux ans. Un débat s'engagea, il dura quatre jours. Horner, Thornton, Huskisson et surtout Canning se prononcèrent en faveur des résolutions. Elles furent repoussées par 151 voix contre 75; l'abrogation du cours forcé dans un temps limité le fut par 180 contre 45.

Le 13 mai, Vansittart proposa dix-sept contre-résolutions, dont l'une affirmait qu'il n'y avait pas d'écart entre les billets et la monnaie d'une part, le métal de l'autre : celui qui existait, provenant non d'un excès de billets, mais de la rareté du métal précieux, était justifié. Vansittart obtint la majorité malgré l'absurdité flagrante de ses thèses.

La troisième résolution contenait toute la substance de l'argumentation. Elle était ainsi conçue : « Les billets de la Banque d'Angleterre ont jusqu'à présent été, et sont, en ce moment, tenus par le public, dans l'opinion publique, à une valeur égale à la monnaie légale du royaume et généralement acceptés comme tels dans toutes les transactions pécuniaires auxquelles la monnaie est légalement applicable ».

Canning répondit : « Je ne puis croire qu'il soit possible, avant que le vote ait été émis, qu'une assemblée composée d'hommes raisonnables puisse lui donner son approbation. Une livre d'or (453 grammes) vaut exactement 58,16 en bank-notes, soit exactement 56 guinées. Or 44 1/2 guinées pèsent



exactement une livre. L'honorable gentleman affirme que des personnes donnent volontiers 56 guinées pour une marchandise qu'elles pourraient avoir pour 44 1/2 guinées ».

Vansittart avait affirmé que les billets de la Banque (qui n'avaient pas force libératoire) étaient acceptés comme les espèces l'avaient été, sans difficultés par le public. Cette assertion fut contredite. Lord King qui, en 1803, avait écrit une brochure pour prouver la dépréciation du billet, informa ses fermiers par circulaire qu'à l'avenir il n'accepterait plus de billets en exécution de contrats portant engagement de payer en bonne monnaie légale et qu'il exigeait des guinées ou des pièces d'or portugaises de même poids ou le montant en billets suffisant pour acheter la somme en or au cours du marché.

Cette démonstration força le Parlement de voter une loi obligeant à recevoir les billets, sans toutefois prononcer le mot de *legal tender*.

La Chambre des Lords discuta le 2 juillet 1810 les 17 thèses adoptées le 15 mai par la Chambre des Communes. Elle se prononça contre un bill « qui conduisait à l'introduction de lois imposant au pays le cours forcé d'un papier monnaie, mesure chargée d'injustice, destructive de toute confiance dans la sécurité des contrats et, comme l'a démontré une expérience indéniable, productive des calamités les plus fatales. »

En novembre 1810, l'or valut 84 sh. 6 pence, 110 en août 1813 et tomba à 85 en octobre 1814, remonta en février 1815 à 89, après l'évasion de Napoléon, il arriva à 110. Après Waterloo, il cota 83 en octobre 1815, 78 sh. 6 pence en 1816.

A cette époque, avec un écart seulement de 7 pence et demi entre le cours de l'or et la parité, la reprise des paiements aurait dû être facile, mais la Banque se sentait à l'aise, sous le régime de la non-convertibilité. Elle était dispensée de se procurer du remboursement. En outre, on se faisait des idées exagérées du montant de métal néces-

saire. De 1808 à 1815, l'encaisse, qu'on appelait alors le Trésor, avait fléchi de 8 à 2 millions £. La Banque se mit à le renforcer. Elle paya jusqu'à 80 sh. l'once, ce qui équivalait à donner 1 livre 6 pence pour 1 sovereign. Il eût été plus intelligent de retirer des billets, au lieu de payer 6 pence par livre de plus que la valeur nominale du billet pour accumuler les espèces en vue du remboursement.

En novembre 1816, l'encaisse étant de 8 millions £, l'or à 78 sh. 6 pence, la Banque voulut tâter le terrain. Elle se déclara prête à rembourser en or les billets de 1 et 2 livres, émis avant 1812. Très peu de billets furent présentés. En avril 1817, avec l'encaisse de 10 millions et l'or à 79, elle fit la même offre pour tous les billets de 1 et 2 £ antérieurs à 1816. Là encore, il y eut peu de demandes. L'encaisse étant de 12 millions en septembre 1817 et l'or à 80 sh. elle offrit de rembourser n'importe quels billets antérieurs à 1817, Mais là elle fut prise, faute d'avoir tenu compte du prix de l'or et du change. De grosses quantités de billets furent présentées. En août 1817 et février 1819, l'encaisse fléchit de 7 millions et demi, sans qu'il y eût une réduction correspondante des billets en circulation.

La Banque montra trop de libéralité à escompter, elle réduisit ses ressources en faisant une avance à l'Etat et en distribuant de trop grosses sommes à ses actionnaires.

En 1819 des commissions secrètes des deux Chambres furent chargées d'étudier la reprise des paiements. Elles conclurent aussitôt à la folie des tentatives partielles de reprises des paiements. Le Parlement interdit à la Banque de continuer dans cette voie.

A cette époque, le portefeuille de la Banque en effets de commerce était très réduit, 4 millions et demi à peine, il était grossi par les avances à l'Etat. Afin d'agir sur la circulation, il fallait réduire la dette de l'Etat. Le Parlement à la demande de la Banque, insista sur le remboursement de 10 millions de £ de bons de l'Echiquier. Le résultat en fut excellent : l'encaisse augmenta, la circulation en février 1821, se trouva au-dessous du maximum atteint

en avril 1817 (20 millions contre 27 millions £), l'encaisse de 12 millions contre 9 millions de £.

A cette époque, la reprise du payement en espèces devint facile. L'encaisse couvrait plus de la moitié.

Le 1<sup>er</sup> mai 1821, l'échange à vue des billets contre la monnaie de métal fut repris à guichets ouverts<sup>1</sup>.

Comment se fait-il que l'émission des billets n'eût pas pris de plus fortes dimensions? D'après Tooke, dans son *Histoire des prix*, cela est dû au maintien du taux élevé d'intérêt à 5 p. 100. Celui-ci a pu y contribuer. La vérité, c'est que la Banque, dans les premières années et dans les dernières du *Suspension Act*, s'attendait à une prochaine reprise des payements en espèces et voulait être en mesure d'y faire face. La leçon des assignats n'avait pas été perdue. Dans la période intermédiaire, après la rupture de la paix d'Amiens, la Banque se relâcha. La discussion de sa politique, notamment par le comité de 1810, la rappela à plus de modération.

Malgré leur obstination apparente, les gouverneurs et les régents de la Banque d'Angleterre ont été sensibles aux critiques et à la doctrine établissant des rapports entre les effets d'une grosse circulation fiduciaire et le cours du change.

Quand le *Bill Pell* prescrivit la reprise des paiements en or par la Banque d'Angleterre en 1822, un violent mouvement contre la déflation se produisit : et ses meneurs lançaient des arguments analogues à ceux que nous entendons émettre actuellement.

Ils pensaient, dit Smart<sup>2</sup>, qu'ils avaient compris quand ils avaient dit que « c'était le resserrement de la monnaie, qui forçait les banques à renoncer à leurs vieilles facilités ». S'ils

1. Jusqu'en mars 1819, le Conseil de la Banque se refusa à reconnaître un lien entre le retrait des billets et l'amélioration du change. En 1827, sur la proposition d'un administrateur, cette opinion fut officiellement contredite. On admit que l'émission des billets devait être conduite en prenant en considération l'état du change et le marché des métaux précieux.

2. *Economic Annals of the Nineteenth Century*, t. II, p. 92.

étaient obligés de réduire le prix de quelque chose qu'ils voulaient vendre sans trouver d'acheteurs, ils pensaient que c'était parce que l'acheteur n'avait pas assez de pièces de monnaie dans sa poche pour payer le prix qu'ils avaient demandé.

Un journaliste agité, Cobbett, poussa la théorie quantitative à son dernier degré. Il dit :

Que jamais la guerre n'avait élevé le prix du blé, c'était le papier; la baisse du prix du blé ne venait donc pas de la saison favorable, mais du « changement dans le volume des instruments de circulation »; en même temps, sans reculer devant la contradiction, « il prétendait que la disette des pommes de terre en Irlande provenait de la reprise des paiements en espèces. »

Ses articles étaient largement cités et reproduits dans les journaux de province et l'*Edinburgh Review* le désignait comme le premier journaliste hebdomadaire « en pouvoir et en popularité ». Il allait de meetings en meetings organisés par les agriculteurs, leur disant :

Les prix tomberont au-dessous de ceux de 1793. C'est reconnu universellement, excepté par M. Webb Hall et quelques autres, que la chute des prix est due au bill de M. Peel, en un mot, à la diminution de la monnaie en circulation. Qu'est-ce qui arrivera quand il aura son plein effet en 1823, quand les billets de la Banque d'Angleterre n'auront plus de cours forcé, quand les banques seront obligées de payer en or, et quand la plus grande partie de ces banques seront forcées de disparaître?

Il n'y a de remède pour les agriculteurs qu'une augmentation de la circulation. La reprise des paiements en espèces est un coup de maître en faveur des porteurs de fonds et des manieurs de monnaie!

Le 18 février, Peel trouva nécessaire de défendre son bill :

Si le système du papier continuait, les individus ne seraient jamais satisfaits avec un haut prix fixé pour leurs marchandises; le stimulant, qui dominait pendant la grande guerre, c'était l'espoir d'une augmentation continuelle des prix.

A cette époque, l'argument contre la reprise des paiements en espèces était la diminution des revenus et des bénéfices des manufactures et du commerce. Personne ne prévoit de semblables conséquences pour l'agriculture. Aujourd'hui les réserves ont augmenté, le commerce s'est développé, les manufactures sont devenues prospères. Comment donc la mesure causerait-elle une dépression à l'agriculture seule?

Malgré cet argument décisif, le 5 mars, Scarlett (depuis Lord Abinger) présenta une pétition

manifestant la crainte qu'une grande portion de la détresse ne provint du retour aux paiements en espèces, et il ajoutait : — « C'est un fait que les prix ont été réduits par l'augmentation que cette mesure donne nécessairement à la valeur de la monnaie ».

Le 8 mai, Wyvill dit qu'ils se trouvaient en présence de deux solutions : le rappel du *Peel's bill* ou la réduction des impôts de £ 20 millions. La première n'était pas possible ; le dégrèvement était donc nécessaire.

Le Gouvernement lui-même avait cru devoir prendre une avance de £ 4 millions en échange d'*Exchequer bills*. Londonderry et Liverpool expliquèrent fort mal les motifs de cette mesure. Huskisson l'approuva comme destinée à montrer que la Banque avait plus d'or à sa disposition qu'elle ne le jugeait nécessaire.

Le 11 juin, Western condamna la mesure comme aussi injuste qu'impolitique, « non pas parce qu'elle abaissait le prix mais parce qu'elle élevait la valeur de la monnaie », et il déclara que la baisse du prix du blé ne venait pas de l'abondance de la récolte, mais du renchérissement de la monnaie. Il voulait un système qui, donnant à tous les produits de l'industrie le même prix relatif que pendant la suspension des paiements en espèces, porterait le froment à 80 sh. par quarter et les salaires à 15 sh. par semaine. Huskisson lui répondit : « La dépréciation de la monnaie, ce fut le triomphe de Law ! » Et le *Peel's Bill* ne fut pas rappelé.

Le grand argument, c'était la baisse du prix des principales marchandises qui comme celle du blé avait été de 40 o/o depuis 1818.

Tooke <sup>1</sup> en donne les causes suivantes :

La très grande augmentation des importations à la fin de 1818 et les prix très hauts qui dominaient alors et qui pouvaient seulement être le résultat de la rareté, conduisaient nécessairement, en supposant le maintien d'une circulation égale, à une grande baisse de prix en 1819; et l'abondance continue des produits continua la baisse jusqu'à la fin de 1822.

En 1822 c'était la cinquième bonne récolte; elle fut magnifique pour tous les produits, blé, avoine, orge, seigle, haricots et pois; et cependant, au lendemain de la récolte, les prix augmentèrent <sup>2</sup>.

Comme conséquence logique de leur argumentation, ceux qui demandaient le maintien de la circulation de papier pour assurer la hausse des prix brûlaient les machines à battre. Dans une nuit, la malle, en traversant le Suffolk, avait vu dix-sept incendies. Cependant, les fanatiques qui les allumaient ne poussaient pas la logique jusqu'à briser les charrues.

Les chiffres du commerce extérieur confirmèrent la prospérité de l'année 1822; les importations s'élevèrent à £ 30.531.000 le même chiffre qu'avant la guerre; les exportations de produits britanniques furent de £ 36.966.000; les réexportations de £ 9.227.000. Les exportations de coton avaient augmenté de 10 o/o, celles de toile de 12 o/o, celles de lainages de 13 o/o, de quincaillerie de 17 o/o.

La seconde enquête de Peel montra, en 1823, une grande augmentation de constructions; la taxe des pauvres avait diminué dans chaque paroisse; les salaires avaient augmenté, ceux des filateurs de coton fin étaient de 30 sh. par semaine, des tisseurs de 20 à 28 sh. Partout les ouvriers étaient occupés.

1. *History of Prices*, t. II, p. 116.

2. Smart, *Economic Annals*, t. II, p. 115.

En 1824, le discours du trône célébrait la prospérité de l'agriculture et le Parlement n'entendait pas de plaintes de sa part, ce qui prouve qu'en dépit des prédictions de Cobbett, la reprise des paiements en espèces, le « resserrement de la monnaie » ne l'avait pas ruinée.

Le professeur Cannan a réédité en 1919 chez P.-S. King and Sons à Londres sous le titre de *The paper pound of 1797-1821* le rapport du *Bullion Committee*. Il termine l'introduction, où il fait un rapprochement entre 1797, 1821 et l'époque présente, par cette phrase :

Lorsque les écailles tomberont des yeux, les gens ne crieront plus à leurs gouvernements de pendre les profiteurs, mais de brûler des billets et de continuer à en brûler jusqu'à ce que le restant en circulation achète autant d'or qu'avant la guerre.

On ne peut que s'associer à cette conclusion.

## CHAPITRE IV

### Les arguments de Mac Culloch et la déflation aux États-Unis

I. *Notes legal tender*. — II. Les arguments de Mac Culloch. —  
III. Mesures de déflation et réaction. — IV. Le succès.

#### I. — *Notes Legal Tender*<sup>1</sup>

Aux États-Unis, les paiements en espèces furent suspendus en décembre 1861. Le 25 février 1862 un act donna à des *interest bearing notes* le *legal tender* (à des billets portant intérêt le caractère d'une monnaie légale). De cette date au 25 janvier 1865, en trois ans, leur émission s'éleva à \$ 1.250 millions. Cet act fut dénoncé à la *Suprême Cour* de New-York en 1865. Elle le déclara constitutionnel en se basant « sur la nécessité de la monnaie pour poursuivre la guerre ». Toutes les autres cours, excepté celle de Pensylvanie, établirent la même jurisprudence. En décembre 1867, la Cour Suprême des États-Unis fut saisie du cas Hepburn contre Griswold. La guerre était terminée depuis trois ans : l'argument décisif invoqué pour justifier la transformation des *notes* en *legal tender* n'existait plus.

1. *The financial history of the United states*, by Albert Bolles, editor of the *Bankers magazine*. T. 2, 1861-1885.



Le 31 janvier 1870, quatre membres de la cour suprême formant la majorité déclarèrent inconstitutionnel l'*act* de 1862.

Cette décision n'apporta aucun trouble dans les affaires. On continua de se servir des *notes* comme on en avait l'habitude : et puis on en avait moins besoin, la dette avait subi une large réduction, le crédit public avait été de beaucoup fortifié; les billets valaient ni plus ni moins et leur rachat n'était pas retardé.

La majorité de la Cour Suprême fut changée : contre les quatre membres qui avaient rendu l'arrêt du 31 janvier 1870, cinq membres y étaient hostiles. A propos du cas Knox contre Lee, l'attorney général Hoar, qui avait soutenu que l'*act* était constitutionnel, fit valoir la même thèse : mais les *judges* Bradley, Reverdy, Johnson, déclarèrent qu'un tel *act* ne serait pas justifiable en temps de paix. La question dans le cas Juilliard contre Greemian fut nettement posée : sur les neuf juges de la cour suprême, un seul fut d'un avis contraire.

M. Hugh Mac Culloch devint secrétaire du Trésor, le 7 mars 1865, au moment où Lincoln commençait sa seconde présidence. Il déclara aussitôt :

Je n'ai pas confiance dans une prospérité qui est le résultat d'une monnaie dépréciée, et je ne puis voir de voie sûre pour nous que celle qui conduit au retour des paiements en espèces. Nous avons une circulation beaucoup plus grande que celle qui est nécessaire pour les affaires légitimes : l'excédent est employé en spéculations. Plus l'inflation continuera et plus il sera difficile de revenir à la base solide des paiements en espèces, auquel nous devons revenir tôt ou tard. Si le congrès autorise au début de la prochaine session la consolidation du *Legal Tender Notes* et si le travail de leur réduction est commencé et continué résolument, quoique soigneusement et prudemment, nous l'atteindrons probablement sans embarras pour les affaires légitimes : sinon nous aurons une période de fausse et séduisante prospérité, se terminant par une banqueroute et un désastre immense.

Les déclarations du secrétaire du Trésor soutenues par

les *boards of trade* et autres organisations analogues, par la presse auraient un retentissement prolongé. Mais le Président était-il d'accord avec le secrétaire du Trésor? Dans son message, Lincoln déclara :

Notre premier devoir est de nous préparer à nous dégager du danger toujours plus grand d'une circulation inconvertible. Il est de diminuer par la loi le total du papier-monnaie en circulation. Il y a cinq ans, il était au chiffre de \$ 200 millions; il a maintenant atteint le chiffre de 700 millions. Ce simple fait démontre plus qu'aucun mot la nécessité d'en restreindre l'expansion. La réduction graduelle de la circulation est la seule mesure qui peut sauver les affaires du pays; et cela peut être presque imperceptiblement accompli en donnant au gouvernement le pouvoir de racheter à son gré des billets en circulation.

Le rapport de Mac Culloch parut en même temps que le message du Président. Il était conçu dans le même sens. Il demandait au congrès une loi portant que les valeurs mobilières amorties cesseraient d'être des *legal tender*.

Une partie du message était consacrée à l'exposé des objections faites à la déflation et des arguments en sa faveur.

M. Werley C. Mitchell, dit<sup>1</sup> :

Le grand argument financier en faveur des greenbacks était qu'ils constituaient un emprunt sans intérêt. C'était exact, seulement ils entraînaient une augmentation de dépenses.

## II. — *Les arguments de Mac Culloch*<sup>2</sup>.

La guerre de Sécession avait coûté \$ 6.180 millions. La fin de la guerre trouvait les États-Unis avec \$ 450 millions de *Legal Tender Notes* (Greenbacks), 400 millions en bil-

1. *History of the greenbacks 1903* (University Chicago Press).

2. Nous les avons produits dans *Inflation et Déflation*; mais nous croyons qu'il est bon de les rappeler, en complétant l'histoire des *greenbacks*.

lets à 6 o/o à un et deux ans, 400 millions à trois ans.

Voici le résumé des objections et les réponses :

1° Les prix baisseront, la répercussion de la baisse sera préjudiciable, sinon désastreuse et elle aboutira vraisemblablement à une crise financière.

*Réponse.* — Le prix des articles de première nécessité est si élevé, qu'il est ruineux pour le consommateur, notamment les personnes qui ont un revenu fixe et modéré, ainsi que pour les classes les moins aisées. L'intérêt et les nécessités absolues des masses exigent la baisse des articles qui leur sont indispensables. Quant au commerce, il n'a pas de raison d'appréhender l'adoption d'une politique qui pourrait amener une réduction de prix assez rapide pour être gênante. La reprise des paiements en espèces (car c'est toujours de celle-ci que parle Mac Culloch) ne ramènera pas les prix au niveau d'avant-guerre. Seulement, plus l'assainissement est retardé, plus forte sera la baisse ultérieure et plus sérieuses seront les conséquences.

2° La contraction monétaire réduira les recettes publiques.

*Réponse.* — Elle pourrait avoir cet effet immédiat, mais seulement temporairement. La baisse des prix entraînera le développement de la consommation et les taxes spécifiques donneront des plus-values. Elles se payeront d'autant plus aisément que le train de vie serait allégé. Comment le crédit du gouvernement pourrait-il être fortifié par la continuité d'une circulation inconvertible?

3° Une telle politique forcerait le gouvernement et tous les débiteurs à payer dans une monnaie plus chère que celle dans laquelle leurs dettes avaient été contractées.

*Réponse.* — Au point de vue des dettes individuelles, il faut remarquer que le nombre des débiteurs aux Etats-Unis, s'ils ne sont pas moins nombreux qu'il y a six mois, le sont beaucoup moins qu'il y a quelques années, et aussi moins qu'ils ne seront quand l'inévitable jour du paiement arrivera, si la quantité du papier monnaie n'est pas réduite. Une politique ferme qui empêcherait la création de dettes et stimulerait le payement de celles existant, loin d'être nuisible, serait bénéficiaire d'un haut degré.

4° Une réduction des *government notes* embarrasserait les *National Banks*, si elle ne les forçait pas à liquider.

*Réponse.* — Il vaut mieux que les banques soient embarrassées maintenant que condamnées à la banqueroute plus tard. Leurs affaires et leurs clients sont organisés. Quelle serait la condition si l'expansion du papier monnaie conti-

naît à se produire pendant un an ou deux? Ce n'est pas difficile à prévoir. Les banques conservatrices de ce pays, quoi qu'on puisse dire des *acts*, sont unanimes pour favoriser la restriction de la circulation dans le but de revenir au paiement en espèces.

5° La contraction monétaire en réduisant les exportations et en augmentant les importations diminuera le taux du change étranger.

*Réponse.* — Il est vrai qu'un taux élevé du change augmente l'exportation de notre production et réduit notre importation, mais cet avantage a pour contrepois la grande augmentation des dépenses du gouvernement et de tout le monde, provenant de la cause qui a produit le haut taux de l'échange. La hausse des prix dans les Etats, malgré le haut taux du change, a maintenant arrêté nos exportations et provoqué nos importations et créé une balance en faveur de l'Europe qui a été le plus grand obstacle à la reprise des paiements en espèces.

6° La réforme monétaire sera préjudiciable aux ouvriers dont les salaires baisseront.

*Réponse.* — La mauvaise monnaie, celle qui perd de sa puissance d'achat et qui est sujette à des oscillations, leur est nuisible. Le travailleur dépend de son salaire quotidien ou hebdomadaire. La question vitale pour lui, c'est ce qu'il peut acheter. A ce titre, il est intéressé à recevoir et à payer en un signe monétaire stable, susceptible de lui procurer le maximum de marchandises ou de services.

L'ouvrier travaille pour avoir ce qu'il consomme. Tout ce qui abaisse les prix tend à accroître le salaire réel, tout ce qui les augmente le diminue. Les prix de ce qu'achète l'ouvrier haussent dans les périodes de mauvaise monnaie plus vite que les salaires.

Aux Etats-Unis, de 1860 à 1865, l'ouvrier a vu la force d'acquisition de son salaire décroître, si bien qu'en 1865 il a travaillé pour les quatre cinquièmes du salaire réel de 1860.

Mac Culloch ajoutait :

La rapidité de la marche de la contraction monétaire ne peut être nuisible. Ni le total de la réduction, ni le temps qui sera nécessaire pour ramener la circulation à la monnaie métallique, ne peuvent être estimés avec quelque exactitude. La première chose à faire est d'établir une politique de contraction. Quand elle sera en vigueur, les affaires du pays s'accommoderont elles-mêmes au changement proposé dans l'action du gouvernement, et le paiement en espèces peut

être rétabli sans un choc au commerce et sans une diminution du revenu public, ou de l'industrie productive.

### III. — Mesures de déflation et réaction

Le 18 décembre 1865 la chambre des Représentants vota une résolution conforme au programme du Secrétaire du Trésor, sur la nécessité de restreindre la circulation, de reprendre le paiement en espèces aussitôt que les affaires le permettraient, et de procéder dans ce but à une action coopérative aussitôt qu'elle serait praticable. Le 12 février, le *Committee of ways and means* rapporta un bill autorisant le secrétaire du Trésor à racheter les titres ayant un *legal tender* en échange de *bonds* (obligations.) Ce bill souleva une vive discussion. M. Morrill lui reprocha de permettre au secrétaire du Trésor de changer une dette à court terme en une dette à long terme. Il avoua, du reste, que certains groupes étaient opposés à la reprise des paiements en espèces. Il proposait d'investir le secrétaire du Trésor d'une dictature lui permettant de faire des banqueroutes à son gré.

M. Hooper, un ancien marchand de Boston, spécialiste dans les questions monétaires, demanda :

Que la valeur du papier émis comme *legal tender* fût exactement égale à celle des monnaies, de manière à pouvoir être convertie en espèces au gré des importateurs. Aussitôt que la contraction de *legal tender notes* aura commencé, sans qu'aucun autre papier monnaie y soit substitué, la prime sur l'or baissera et les changes étrangers seront en notre faveur. Quand le public croira que le papier monnaie et la monnaie seront égaux, la production de nos mines d'or et resteront dans le pays, et d'Europe on importera de l'or.

Le papier monnaie et la monnaie étant au pair, ils circuleront à la fois et constitueront la monnaie du pays.

Un autre membre, M. Wentworth, lut dans la discussion la lettre d'un très vieux et très important banquier qui disait :

Ne vous inquiétez pas de ce qu'on peut dire des *national banks*. Nous n'avons pas payé de journal, nous n'y avons pas inséré d'articles et nous n'avons pas intrigué dans les couloirs. Ce sont les spéculateurs de rien du tout qui travaillent le congrès. Quant aux *national banks*, elles seront prêtes à reprendre le paiement en espèces dès que le voudra le secrétaire du Trésor. Donnez-lui un bon bill et n'ayez pas peur.

Il fit l'observation suivante, dont nous pouvons vérifier l'exactitude spécialement en Allemagne :

Parmi les gens qui se démènent dans les couloirs se trouvent des importateurs. Ils savent que le papier non converti provoque l'extravagance, et que des hommes qui tout d'un coup sont devenus riches en spéculant sur les besoins, surtout s'ils sont illettrés, sont les meilleurs clients des importateurs. Ils achètent des diamants et des dentelles, ne boivent que des liqueurs dont l'importation est certifiée, voyagent dans leurs meilleurs habits, fournis par un marché étranger. Les importateurs pensent qu'une circulation enflée enfle les modes.

Les inflationnistes plus ou moins avoués rendirent la discussion confuse. Ils apportaient des amendements au projet de manière à lui faire perdre son efficacité. Le vote final limita le retrait des *greenbacks* à £ 10 millions pour les six mois et à un maximum de £ 4 millions pour les mois suivants.

Le bill fut voté par 83 contre 53, avec 47 abstentions. Il fut accepté sans changement par le Sénat. (12 avril 1866).

Il permettait au secrétaire du Trésor de réaliser son plan de restreindre la circulation et de préparer les paiements en espèces.

Mac Culloh l'appliqua résolument avec l'appui du Congrès. En 1868, les billets portant intérêt (*interest bearing notes*) avaient cessé de circuler : ils étaient enfouis dans les réserves des banques.

Mais il y avait des appréhensions et des résistances. Le 25 janvier M. Van Dyck, le sous-trésorier de New-York, avait écrit au général Spinner, trésorier des États-Unis :

Nos amis m'avisent qu'il y aura une panique à Wall Street si la réduction mensuelle habituelle a lieu. La loi autorise seulement l'annulation de 4 millions. Vous savez qu'elle ne vous y oblige pas. Laissez-les où ils sont et ne les retirez pas de la circulation.

Ils furent retirés et, écrivait Mac Culloch, « ils ne reverront jamais le jour excepté pour être comptés et brûlés »; et Wall Street recouvra sa bonne humeur.

Cependant le 4 février, le Congrès suspendit les retraits qui s'étaient élevés au chiffre de \$ 44 millions. Il en restait en circulation pour \$ 356 millions.

Le 3 mars 1869, le Congrès, dans le *Public credit act*, affirma solennellement sa foi dans la nécessité de faire des provisions pour le rachat des *greenbacks* dans un délai aussi bref que possible. Mac Culloch avait espéré que le Congrès fixerait 1869 pour la reprise des paiements en espèces. Son rapport montrait que sur les \$ 356.000.000 de billets portant intérêt et ayant *legal tender*, \$ 28.000.000 seulement restaient impayés à la fin de l'année fiscale. Au lieu de le féliciter comme il aurait dû le faire la Chambre des Représentants, sur un rapport du *committee of ways and means* suspendit le pouvoir du *secretary of Treasury* de retirer des *legal tender notes*. Aucune discussion ne fut permise. Un amendement tendant à limiter la durée de cette suspension fut écarté. Le vote réunit une majorité de 127 voix contre 32, avec 28 abstentions.

Au Sénat, il y eut discussion. On déclara que, sans tenir compte des réserves des Banques, la circulation avait été réduite de \$ 142.439.000.

Mac Culloch quitta le secrétariat du Trésor le 7 mars 1869, sans voir réalisé son espoir; et son successeur, Boutwell, ne suivit pas sa politique.

Grant avait été élu président en 1868. Il avait dit dans son message :

Les fluctuations de la valeur papier de l'étalon monétaire (or) sont très préjudiciables aux intérêts du commerce.

L'homme d'affaires devient un joueur involontaire, car, dans toutes les ventes à terme, les deux parties spéculent sur ce que sera la valeur de la monnaie que l'une payera et l'autre recevra. Je ne saurais trop vous recommander une législation qui assurerait un retour progressif aux paiements en espèces, et mettrait un terme aux fluctuations de la valeur de la monnaie.

Les moyens qui nous permettraient d'obtenir le premier de ces résultats sont nombreux. Pour obtenir le second je ne vois qu'une solution, c'est d'autoriser le Trésor à racheter ce papier, à un prix fixé et de retirer de la circulation tous les signes monétaires ainsi rachetés, jusqu'à ce qu'ils soient de nouveau mis en circulation contre de l'or.

Le 24 février 1870, le Sénat vota la résolution suivante :

L'augmentation de la circulation de papier à cours forcé rendrait plus difficile et empêcherait même la reprise des paiements en espèces, elle encouragerait l'esprit de spéculation, déprécierait le crédit de la nation, et empêcherait la conclusion des affaires sur une base solide. Le Sénat est donc d'avis que le volume actuel de la circulation ne doit pas être augmenté.

Il y eut, néanmoins, de nouvelles émissions de billets du Trésor en 1871 et en 1872. Ces mesures donnaient satisfaction aux partisans de l'inflation et aux spéculateurs du *Stock-Exchange*, qui se rendaient parfaitement compte que le régime le plus favorable à la spéculation était celui de la monnaie de papier non remboursable. Mais elles provoquèrent des protestations de la part de ceux qui pensaient qu'une diminution de la circulation était absolument nécessaire. Les nouveaux billets furent retirés peu après.

La période d'inflation que les États-Unis traversèrent de 1869 à 1872 eut son aboutissement dans la grande crise de 1873. Les demandes de nouveaux billets se firent alors plus pressantes, et le nouveau secrétaire du Trésor, Richardson, émit \$ 26 millions de billets d'État. Le Sénat, gagné par le mouvement inflationniste, vota un projet, en avril 1874, élevant le maximum de la circulation de



\$ 382 millions à \$ 400 millions. Le président Grant opposa son veto ; il déclara que :

La théorie inflationniste ignorait les principes les plus élémentaires des finances et de l'intérêt national. « Je ne crois pas », dit-il que l'on puisse donner à du papier-monnaie une valeur égale à la monnaie métallique, si on ne possède pas de monnaie métallique pour le rembourser. La monnaie de papier n'est pas autre chose qu'une promesse de payer, et elle a une valeur qui est proportionnelle à la valeur des espèces contre laquelle elle peut s'échanger.

IV. *Le succès.* — Cet acte du président porta un coup sérieux au mouvement inflationniste. Le Congrès, abandonnant résolument les vacillations de la politique qu'il avait suivie jusqu'alors, vota un acte préparé et présenté par John Sherman, qui fixait à \$ 300 millions le maximum de la circulation des billets d'État.

Le 14 janvier 1875, le Président Grant y donna son approbation : Le Gouvernement commencerait le rachat des greenbacks le 1<sup>er</sup> janvier 1879 et reprendrait à cette date les paiements en espèces. Cet acte autorisait le Trésor à accumuler des espèces dans ce but et à vendre des *bonds* sans limite tant que les espèces seraient nécessaires dans ce but.

Un inflationniste, le judge Kelley, déclara qu'elle serait « le plus grand crime commis depuis le partage de la Pologne! »

L'effet de cette mesure sur la valeur des *Greenbacks* ne fut pas immédiat parce que pendant un certain temps l'opinion douta que le Gouvernement fût capable d'appliquer cette politique, combattue par une forte opposition. Les démocrates, qui avaient été opposés à l'émission des *legal tender* pendant la guerre, étaient opposés à leur suppression pendant la paix.

Mais en 1876, on crut au succès, et immédiatement la valeur des *greenbacks* s'améliora. La moyenne de la prime sur l'or était en 1875 de 14,9 o/o. En 1876, elle tomba

à 11,5 0/0. Au commencement de 1877, tout doute disparut sur le succès de l'opération : le greenback commença à être considéré comme un billet approchant de l'échéance. L'escompte tomba mois par mois. La plus haute prime escomptée en 1877 fut de 7,9 0/0 et la moyenne de 4,8 0/0 ; la plus haute prime en 1878 fut de 2 0/0 et la moyenne de 0,8 0/0 ; le 18 décembre 1870, treize jours avant le 1<sup>er</sup> janvier 1879, toute prime disparut.

Les Banques avaient plus \$ 125.000.000 de *legal tender notes*. Un mois avant cette date, elles demandaient \$ 43.000.000 d'or. Mais les Banques ne voulaient pas affaiblir la mesure. Elles prirent divers arrangements parmi lesquels se trouvaient : ne pas recevoir de l'or en dépôt spécial ; le traiter comme une monnaie ; abolir des échanges spéciaux d'or au *clearing house* ; supprimer les comptes spéciaux d'or à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1879. Le 1<sup>er</sup> janvier les Banques ne prirent pas un dollar. Les grands banquiers, y compris les Rothschild qui avaient placé les récents emprunts américains, avaient prédit qu'une grande quantité d'or serait expédiée d'Amérique en Europe. Dans la seconde semaine de juin, il n'y avait eu d'expédié que \$ 1.250.000<sup>1</sup>.

M. A. Barton Hophurn a raconté que dans un dîner qui lui était offert à Amsterdam, un banquier lui raconta qu'il avait acheté, pendant la Guerre de la Sécession, des *bonds* à 43 cents par dollar. Il les avait conservés jusqu'après le moment de la reprise des paiements en espèces le 1<sup>er</sup> janvier 1879 et les avait revendus à 118.

Le retour à l'étalon en or, donna une grande impulsion à tous les genres d'affaires. Beaucoup d'industries, qui avaient été déprimées depuis la panique de 1873, reprirent de l'activité ; et cette activité se manifesta dans toutes les branches de la production, de l'industrie et du commerce. Chaque préparation pour cette reprise fut accompagnée d'une augmentation de confiance et provoqua un

1. Alexander D. Noyes *Forty years of American finance*.

développement de l'industrie de la production sans précédent dans le passé.

M. Hugh Mac Culloch redevint secrétaire du Trésor le 28 octobre 1884, et il put constater que la politique de déflation avait produit des résultats complètement opposés aux désastres prédits par les inflationnistes.

Dans le discours qu'il a adressé aux banquiers américains lors de leur visite à la Banque de France le 30 mai 1921, le gouverneur, M. G. Robineau, leur a dit avec raison :

Pour cette œuvre de longue haleine, (le retour à la saine monnaie) l'Amérique nous a donné, il y a un demi-siècle, le plus encourageant exemple. Au lendemain des guerres de Sécession, elle a eu à poursuivre une tâche de redressement monétaire tout à fait analogue à celle qui s'impose aujourd'hui à la France. Elle a su l'accomplir méthodiquement, progressivement, sans hâte imprudente, avec sagesse, mais aussi toute la ténacité indispensable.



LIVRE VIII

**Les hauts prix et la déflation**



## CHAPITRE PREMIER

### **Les arguments de M. Keynes contre la déflation**

I. Complication des hypothèses. — II. Le prestige. — III. Les intérêts de classes. — IV. Les rentiers et les contribuables. — V. Le pouvoir d'achat intérieur et extérieur. — VI. Arguments inflationnistes.

La déflation, c'est la suppression du papier monnaie et le retour à la saine monnaie.

Si M. Keynes suivait le précepte d'Auguste Comte : — « construire toujours l'hypothèse la plus simple d'après l'ensemble des renseignements obtenus », il penserait que les partisans de la déflation sont des hommes qui voudraient voir revenir le jour où les différences du *gold point* constituaient les plus grands écarts du change; qui aspirent à revenir à un régime où on pourrait contracter les affaires à long terme sans s'occuper des variations possibles de l'instrument de paiement.

Mais ces mobiles paraissent trop simples à M. Keynes; et il suppose que les partisans de la déflation le sont pour quatre raisons que nous allons examiner une à une.

I. *Le prestige.* — Le prestige que donnera au pays le retour à la valeur de l'or d'avant-guerre.

Ce premier argument, M. Keynes n'en tient qu'un compte assez dédaigneux : c'est un sentiment que peuvent avoir la Grande-Bretagne, la Hollande, la Suède, la Suisse et l'Espagne. Il le refuse aux autres nations.

Il ne s'agit pas de prestige : un commerçant qui n'a pas fait faillite n'a pas de prestige, mais il a du crédit, il est réputé, il est honoré dans sa profession.

Un pays mauvais payeur a perdu son crédit, comme un individu en état de faillite : et il est de l'intérêt de tous ses habitants qu'il le conserve. Voilà le vrai motif qui guide les partisans de la déflation.

II. *Rentiers et contribuables.* — Laisser la valeur de l'or au niveau où la guerre l'a fait descendre, c'est commettre une injustice à l'égard des rentiers et de tous ceux dont les revenus sont fixés en terme de monnaie, tandis que le rétablissement de sa valeur, en ramenant cette classe à sa position antérieure, serait un acte de sage conservation.

Nous sommes au moins un certain nombre dont les conceptions ne sont pas guidées par des intérêts de classes.

Nous considérons l'intérêt général. Certains peuvent recevoir des avantages et d'autres subir des préjudices par les mesures qui sont prises : mais les inégalités sont moins grandes que si on veut les corriger par des mesures gouvernementales et administratives.

Répartir les individus, d'après leurs positions sociales, pour charger les uns, alléger les autres, c'est la négation de l'égalité des personnes devant la loi : c'est créer des castes ennemies se jalousant les unes les autres.

Et M. Keynes dénonce les rentiers aux contribuables.

Le second argument ferait peser les rentiers trop lourdement sur les contribuables.

Seulement, il ne sait pas ou il oublie qu'en France, tout au moins, les rentiers et les contribuables cumulent. Le contribuable soumis aux contributions directes qui n'a pas souscrit à quelque emprunt de l'État est une exception.



Par conséquent si le contribuable paye, le rentier touche : et si l'État le payait dans une monnaie autre que celle déterminée par l'étalon en vigueur au moment où il a fait sa souscription, ce rentier considérerait que l'État, manquant à son engagement, est un faux monnayeur.

M. Keynes poursuit :

Un change déprécié est une crise de la nature pour financer la guerre à l'aide d'emprunts : et il peut être enflé ; nous n'attribuons pas à cela les dangers qui sont réellement dus, non à un change déprécié (et fixe), mais à un change déprécié (et instable).

Ceci c'est l'opposition de la dévaluation à la déflation.

III. *Maintien du pouvoir d'achat de la circulation.* — Le pouvoir d'achat de la circulation d'un pays ne peut rester pendant une longue période très différent de ce qu'il est au dehors, tandis que, temporairement, il peut y avoir de grandes différences. Une politique qui fixe le change, d'après la valeur de la circulation au dehors, à sa valeur actuelle, peut entraîner une dépréciation de la valeur de la monnaie à l'intérieur dans l'avenir, beaucoup au-dessous de sa valeur actuelle, et produire de fâcheuses conséquences sociales.

M. Keynes lui-même se donne la peine d'exposer un argument de premier ordre en faveur de la déflation. Bien loin de le rejeter, nous le prenons volontiers à notre compte. Mais M. Keynes nous déclare que nous avons tort :

Le mauvais ajustement entre le pouvoir d'achat intérieur et extérieur est important dans un pays comme l'Allemagne ; mais il ne nous paraît pas avoir une grande influence en considérant les problèmes de la France, de l'Italie et de la Grande-Bretagne.

IV. *Avantages d'une saine monnaie.* — On croit souvent que si la valeur de l'or peut être augmentée, le travail en profitera, grâce à la réduction du coût de la vie, du meilleur marché des marchandises étrangères, et les dettes étrangères payables en or (celles des États-Unis, par exemple), seront payées plus facilement.

M. Keynes répond :

Le quatrième argument est illusoire; mais peut exercer cependant une grande influence. Si les francs, dit-on, ont une plus grande valeur, ils pourront acheter davantage, et les importations qui sont payées en francs seront moins chères. — Non, répond M. Keynes, si les francs valent plus, ils vaudront plus pour le travail aussi bien que pour les marchandises, c'est-à-dire que les salaires tomberont; et les exportations françaises, qui payent pour les importations, tomberont mesurées en francs juste autant que les importations.

C'est là un argument que pourraient invoquer tous les inflationnistes, en faveur du maintien de l'augmentation de l'inflation.

Aujourd'hui les inflationnistes invoquent contre la déflation les trois arguments qu'invoquaient leurs prédécesseurs en Angleterre au commencement du XIX<sup>e</sup> siècle et en Amérique de 1865 à 1879.

1<sup>o</sup> La baisse des prix;

2<sup>o</sup> Le manque des moyens de paiement;

3<sup>o</sup> La supériorité de l'émission de billets sur les emprunts.

## CHAPITRE II

### La hausse des prix

La loi de l'offre et de la demande. — *La hausse des prix n'est pas un signe de progrès. — La hausse et l'inflation. — L'alternative.*

Les partisans de la théorie quantitative croient que les prix montent automatiquement et baissent automatiquement, selon la quantité des signes monétaires.

Cette théorie mécanique est trop simpliste, Les mouvements des prix dépendent de la loi de l'offre et de la demande qu'il est utile de rappeler.

— Il y a tant de gens qui l'ignorent, me disait Maffeo Pantaloni à la suite d'une discussion entre gens qui auraient tous dû la bien connaître.

*L'offre est le désir pour un individu en échange des utilités qu'il possède, de se procurer des utilités d'une autre nature.*

*La demande est le désir, joint aux moyens d'achat, de se procurer une utilité déterminée.*

On peut dire que la valeur d'une utilité est en raison inverse de l'offre et en raison directe de la demande.

Le prix dépend des coefficients suivants :

Pour le producteur et le marchand, le prix de revient;

Pour le consommateur ou acheteur, le besoin et le pouvoir d'achat;

Pour l'un et pour l'autre, la quantité.

Trois de ces coefficients sont objectifs : le prix de revient, le pouvoir d'achat et la quantité; un est subjectif, le besoin.

L'acheteur ne connaît pas le prix de revient qui lui importe peu; c'est le prix d'achat qui détermine le cours de la marchandise; et il varie selon le jeu de la loi de l'offre et de la demande qui peut être déterminé de la manière suivante<sup>1</sup>.

L'augmentation de la demande augmente les prix.

L'élévation des prix provoque l'offre.

L'augmentation de l'offre abaisse les prix.

La baisse des prix augmente la demande.

La diminution de la demande abaisse les prix.

La baisse des prix diminue l'offre.

La diminution de l'offre augmente les prix.

L'élévation des prix diminue la demande.

**La demande est la force motrice de l'industrie : car l'industriel ne produit pas pour ses besoins personnels, mais pour les besoins des autres.**

**La hausse restreint la demande et provoque l'offre. Au moment où la production éprouve le plus grand besoin de débouchés, la hausse les restreint ou les supprime.**

**Les protectionnistes subissent souvent cet effet de la loi de l'offre et de la demande : le relèvement des prix provoque à la fois l'offre et la diminution des prix : donc la baisse.**

**Cependant si tout acheteur désire la baisse, nombre de vendeurs désirent la hausse : ils cherchent à la maintenir par des moyens factices, tel que le protectionnisme : et ils trouvent que l'inflation a eu la qualité de faire hausser**

1. Voir des graphiques indiquant ces conditions, F. U. Laycock. *Political Economy in a nutshell*, 1917, trad. française : *Economie Politique dans une coque de noix*, (F. Alcan, éd.)

les prix et ils redoutent que la déflation ne les fasse baisser.

On entend des apologistes de la hausse des prix la célébrer comme si elle était un facteur de progrès.

La hausse des prix indique cependant la rareté des objets relativement aux besoins. Si les prix haussent, les individus ont plus de peine à les satisfaire : il leur faut travailler plus longtemps : ils n'ont pas la même capacité d'achat : ils doivent se priver. Ils ne peuvent constituer que difficilement des épargnes.

Une mauvaise récolte hausse les prix du blé. Les partisans de la hausse des prix sont-ils partisans des mauvaises récoltes? Elles peuvent être avantageuses pour la minorité des cultivateurs dont la récolte n'est pas trop éprouvée. Ils profitent de la hausse des prix, mais tous les consommateurs souffrent de cette hausse.

Sans doute, l'émission instantanée de plus de 30 milliards de billets de banque a provoqué un pouvoir d'achat factice sans augmenter le nombre des utilités produites et la capacité des services : de là, la hausse ; mais elle n'est pas égale pour tous les objets. L'excès de cette hausse l'a épuisée. Il a fallu s'arrêter ; et la crise de baisse se produit toujours, même quand il n'y a pas déflation monétaire.

Mais qu'est-ce que la hausse résultant de l'inflation? C'est la diminution du pouvoir d'achat du papier monnaie. Le gouvernement du *Reich* s'est organisé pour que l'émission des marks papier pût être portée, en octobre, à 7 milliards par jour, soit à 210 milliards par mois.

L'émission d'un papier-monnaie dans de telles proportions équivaut à sa destruction. Toute nouvelle impression devient une mise au pilon. Tout nouveau billet émis détruit la valeur des anciens et absorbe la sienne.

— On manque de monnaie, disent les émetteurs ; et plus ils montrent d'activité, plus ils font le vide de la monnaie, puisqu'ils remplacent des marks par des millimes et les roubles par des millièmes.

Tout pays, qui subit l'inflation est placé dans cette alternative :

Ou une banqueroute plus ou moins violente ;

Ou le recours à la déflation qui a pour fin, la *sound currency*, la monnaie saine !

## CHAPITRE III

### La peur de la saine monnaie

Lors de l'interpellation sur les décrets Chéron, le 16 juin, M. Loucheur est intervenu pour soutenir que l'agriculture devait être florissante, ce que nul ne conteste; que nous n'avions pas su profiter de la diminution du prix de la vie, mais que si les droits de douane augmentaient les prix, ils n'y avaient été pour rien; et que si la monnaie saine tuera la vie chère, elle tuera aussi la France!

Mais il ajoute aussitôt : je ne vous dis pas qu'il faut conserver une monnaie avariée et malade.

Et alors? Alors si la monnaie devenait saine, « se produirait une épouvantable crise industrielle, agricole et sociale ». (*Applaudissements*).

M. Loucheur ne donne pas d'explications; il fait immédiatement une transposition politique en croquant « l'étroite solidarité des travailleurs des villes et des travailleurs des champs », et en flattant les appétits protectionnistes de la majorité :

Quelles seraient les conséquences de cette dévalorisation trop rapide du franc pour l'industrie, pour l'agriculture? Pour soutenir à nouveau la concurrence mondiale, nous serions obligés d'envisager de nouvelles augmentations de droits de douane et une réduction énorme des salaires.

Selon son habitude, M. Loucheur mêle les questions de telle manière qu'il n'en sort rien de net. Qu'entend-il par une dévalorisation « trop rapide ? » Croit-il qu'elle peut se faire du jour au lendemain ? Il ajoute : « une période transitoire s'imposera » ; nous y sommes dans cette « période transitoire ». Et malheureusement, elle ne se terminera ni l'année prochaine, ni dans deux ans, ni dans trois ans, etc.

Quant aux droits de douane, les coefficients ne suffisent pas à M. Loucheur. Il lui faut encore le change ! Mais le change frappe le coton en masse, frappe la laine, frappe toutes les matières premières. Donne-t-il donc une prime à notre industrie ? — Oul ! pour l'exportation. — Mais il élève le prix de revient de telle sorte qu'il pèse sur les objets exportés qui, en dehors des frontières, ne sont plus protégés par le tarif.

Et M. Loucheur conclut : « La solution qui sera adoptée devra protéger à la fois les travailleurs des villes et des campagnes. » Mais il ne la donne pas : et il passe à une apologie de la production et spécialement de la production agricole en réclamant « la liberté du commerce avec la concurrence », comme la meilleure solution contre les prix élevés. Dans l'esprit de M. Loucheur, il ne s'agit que de la liberté du commerce à l'intérieur : mais cette péroraison ne coïncide pas avec l'exode du discours.



## CHAPITRE IV

### Pour l'impôt et les droits acquis

Un industriel me dit :

— Mais nous sommes dans une situation exceptionnelle dont il faut tenir compte. Le service de notre dette et nos impôts dépassent tout ce que nous aurions pu imaginer.

Mon établissement industriel paye actuellement 50.000 francs d'impôts parce que je vends cher. Les prix baissent, les bénéfices diminuent. Il ne pourra plus payer les 50.000 francs.

— Êtes-vous sûr qu'il pourra les payer si les prix ne baissent pas ?

— Il y a plus de chances.

— Il y en a moins !

— Soyons sérieux.

— Je le suis, et je vous mets au défi de me donner une réponse affirmative à cette question : — si les hauts prix sont maintenus, qui vous garantit que votre établissement industriel sera toujours capable de payer ces 50.000 francs à l'État ?

— Pourquoi pas ?

— Qu'est-ce qui vous garantit que votre clientèle vous achètera toujours en même quantité et au même prix ? Est-ce que la hausse des prix aura maintenu le pouvoir

d'achat de vos acheteurs possibles? Est-ce que cette hausse de prix ne pourra pas avoir épuisé une partie de vos ressources?

— Non, puisque la hausse des prix se sera maintenue pour tout le monde.

— Vous en êtes sûr? vous avez<sup>?</sup> trouvé un moyen mécanique pour les maintenir invariables? Et votre moyen mécanique aurait un premier résultat, ce serait de maintenir à un chiffre élevé les dépenses de l'État.

— Cette hausse des prix aurait plus de chances de donner des ressources à l'État que l'abaissement des prix.

— Ressources factices en papier ou en monnaie rognée. Vous prétendez que votre établissement industriel ne peut conserver son profit industriel que si la hausse des prix est maintenue : et non seulement, il risque de perdre une partie de sa clientèle nationale, mais s'il est obligé de maintenir ses hauts prix, il y en a une autre qu'il perdra à coup sûr, c'est la clientèle étrangère. Le gouvernement ne peut ni garantir qu'elle lui continuera ses achats, alors que ses concurrents, ayant un prix plus bas, pourront vendre à meilleur marché que lui.

— Mais nous mettrons des droits de douane en proportion.

— Ils pourront fermer aux étrangers le marché national, mais ils ne pourront vous ouvrir le marché mondial. Vous ne pourrez prolonger les droits de douane au delà des frontières.

— Mais ils nous assureront les prix à l'intérieur.

— En augmentant vos prix de revient, ce qui n'est pas un moyen d'étendre votre clientèle soit à l'intérieur soit à l'extérieur.

— Ce qui importe, c'est de stabiliser les prix.

— C'est le vieil argument protectionniste, et cependant les faits ont prouvé l'impossibilité d'y parvenir. Les prix oscillent toujours.

— J'ai donné à mon entreprise des développements sur la prévision que les prix se maintiendraient. Si le gouver-

nement les diminue, il me trompe et il risque de me ruiner.

— Alors vous considérez que vous avez des droits acquis en vertu de l'inflation.

— Sans doute; et j'ai dit à mon député qu'il devait les maintenir.

— Même par de nouvelles émissions, si les prix baissaient?

— Il devrait faire le nécessaire.

## CHAPITRE V

### La déflation à la Société d'Économie politique de Lyon

La baisse des prix en France avant toute déflation. — Pas de synchronisme dans les prix. — Pas de prix de revient uniforme. — L'article 1895 du code civil. — Les « appréciations » et les « dépréciations » monétaires. — Toute monnaie est instable. — Pour la déflation.

Dans la séance de la Société d'Économie politique de Lyon du 7 avril 1922, M. Camille Riboud a fait une communication portant ce titre : *La stabilisation du change est-elle possible?* Il constate que la déflation ne peut être rapide. C'est un fait que nous sommes obligés d'admettre : mais il ajoute : Serait-elle souhaitable?

Et il donne les arguments habituels des inflationnistes contre la déflation.

La déflation correspond à la valorisation de l'argent (*sic*) et à la baisse des prix. Nous en sentons déjà l'effet. Voici les indices des prix de gros.

|          |               |     |
|----------|---------------|-----|
| Juillet  | 1914. . . . . | 100 |
| —        | 1920. . . . . | 506 |
| Janvier  | 1921. . . . . | 415 |
| Juillet  | 1921. . . . . | 337 |
| Décembre | 1921. . . . . | 333 |

La conséquence pour l'industrie est la baisse de la valeur des stocks, la baisse du prix de vente. Le prix de revient diminuera-t-il en proportion? Les prix des matières premières baisseront certainement, mais comment se comportera la main-d'œuvre? L'exemple de l'Amérique peut faire espérer qu'une baisse est possible, mais non sans difficultés, sans grèves. Il n'y a pas synchronisme dans la marche respective des prix pour les matières premières, les denrées courantes et les salaires.

Admettons cependant le synchronisme.

Mais non, il ne faut pas l'admettre. Le synchronisme est l'erreur qui résulte des *index numbers* dans lesquels on ne tient pas compte du prix des divers objets, mais on fait une moyenne en bloc.

La baisse des prix est forcément la baisse des prix de vente, car ce sont les acheteurs qui font les prix : et en 1921 l'erreur des fabricants et des négociants qui avaient de gros stocks a été de vouloir maintenir quand même leurs prix de vente au niveau de leurs prix d'achat.

Mais pourquoi M. Riboud présenta-t-il la baisse des prix en France comme une conséquence de la déflation? Est-ce qu'il y avait eu un centime remboursé à la Banque de France au mois de juillet 1921? Loin de là. Une loi donnait pendant les vacances des Chambres, au gouvernement l'autorisation de porter le chiffre des billets de banque, pendant les vacances du parlement, jusqu'à 43 milliards. Ils n'ont pas été mis en circulation, mais évidemment cette perspective n'était pas une mesure de déflation pouvant provoquer une baisse de prix.

Donc il n'y a aucun rapport de cause à effet entre la déflation et la baisse de prix en 1921. M. Camille Riboud a eu tort d'employer le mot : conséquence, alors que *la baisse des prix a été antérieure à toute déflation*.

M. Riboud demande si le prix de revient diminuera en proportion? Cela dépend. Est-ce qu'il y a un prix de revient uniforme pour toutes les industries? Il y en a dans lesquelles le prix de transport joue le rôle prédominant. Le prix de revient dépendra des variations du prix

de transport. Le prix de la houille a baissé ; et malgré la hausse du change le *Journal des charbonnages* (19 juillet 1922) annonce qu'on peut s'attendre d'ici peu à une baisse de 10 fr. à 55 fr. par tonne sur les charbons industriels par une entente entre ouvriers et exploitants de mines.

Voilà un élément de prix de revient important pour certaines industries. A Lyon, le prix de la soie a une importance de premier ordre : il dépend de l'abondance des récoltes au Japon, en Chine, en Asie, de la concurrence des Etats-Unis et enfin du change. La déflation, par conséquent, est donc favorable au prix de revient de la soierie. De bonnes récoltes de blé abaisseraient certainement les prix et auraient leur répercussion sur les salaires. De même la déflation, mais les droits de douane sur le blé portés à 15 francs sont établis pour en maintenir les hauts prix et justifier le maintien des hauts salaires.

Il y a une marche normale dans les prix. Les Américains ont constitué des graphiques de prix de gros et de prix de détails. La ligne des prix de gros est une série d'angles aigus : au contraire la ligne des prix de détail a de larges ondulations et indique qu'ils sont toujours en retard, soit au point de vue de la hausse, soit au point de vue de la baisse.

Ce retard est aussi celui des salaires. Leurs variations ne viennent, dans un délai plus ou moins long, qu'après les mouvements des prix : mais ce qui importe plus que le prix nominal du salaire, c'est l'efficacité du travail.

M. Riboud reconnaît que l'exemple de l'Amérique et de l'Angleterre peut faire espérer qu'une baisse est possible, mais non sans difficultés, sans grèves. Est-ce que les nations qui conservent l'inflation sont sans difficultés ? L'année dernière la grève des mineurs en Angleterre a été une terrible leçon pour eux. Les grèves prouvent le plus souvent l'ignorance économique des ouvriers. Il est prudent que les inflationnistes ne leur donnent pas l'exemple d'une ignorance encore plus dangereuse.

M. Riboud continue en disant :

Le chiffre d'affaires se trouve réduit, les bénéfices deviennent moindres, mais le pouvoir d'achat de la monnaie...

Le chiffre d'affaires se trouve réduit en chiffres monétaires; mais il est à supposer qu'il aura augmenté en quantités. Les bénéfices seront peut-être moindres, sur les livres, mais à coup sûr, ils seront plus solides.

Dans son rapport sur la dévalorisation, M. Jacques Arthuys dit :

D'autre part, les inconvénients qu'on redoute ne sont peut-être pas si graves qu'ils paraissent d'abord. Si, en effet, nous supposons que par la déflation une baisse de 6 ou 10 0/0 est obtenue annuellement, il suffira que pour l'établissement des prix de vente, les industriels et les commerçants tiennent compte d'une baisse de 1 1/2 ou 2 1/2 0/0 pour trois mois et de 3 ou 5 0/0 pour 6 mois. En outre, il leur est possible de travailler au prix de remplacement, c'est-à-dire, lorsqu'ils vendent une marchandise, de se préoccuper plutôt du prix qu'ils vont avoir à payer pour la remplacer que du prix auquel ils l'ont achetée. Sans doute cela n'est-il pas très aisé : le commerce s'accommode mal de la baisse, mais cela est possible. Au reste, même à supposer que le change fût stabilisé par la dévalorisation, le retour à la santé économique du pays serait marqué par une certaine baisse des prix au moins pendant un certain temps.

Non seulement cette observation est d'une justesse évidente, mais elle acquiert une autorité particulière de la situation de l'homme qui l'a faite. M. Jacques Arthuys est secrétaire général adjoint de la fédération industrielle et commerciale de Roubaix-Tourcoing. On peut supposer que c'est d'après les réflexions de ses membres et d'accord avec eux qu'il l'a produite.

M. Riboud attaque l'article 1895 du Code civil.

Je reconnais qu'il a pour origine la doctrine d'après laquelle, selon le conseiller d'État Le Bret, « le prince a le droit de hausser et de baisser le prix de la monnaie quand ses affaires le désireront. »

Pothier en tirait la conclusion suivante :

Une personne, en prêtant une somme, ne pouvait exiger d'être remboursée en pièces identiques de poids et de titre : car le prince distribuant la monnaie aux particuliers pour leur servir de signe de la valeur de toutes choses, elle n'appartient aux particuliers que sous ce regard et ne peut par conséquent que, sous ce regard, faire la matière des contrats de commerce tels que le prêt. On ne peut donc prêter la monnaie en elle-même, mais seulement comme signe de la somme qu'il a plu au prince de lui faire signifier. Toute convention contraire doit être rejetée comme contraire au droit public et à la destination que le prince a faite de la monnaie <sup>1</sup>.

Cette doctrine a été consacrée par l'article 1895 du Code civil :

L'obligation qui résulte d'un prêt en argent n'est toujours que de la somme numérique énoncée au contrat,

S'il y a augmentation ou diminution des espèces avant l'époque du paiement, le débiteur doit rendre la somme numérique prêtée et ne doit rendre que cette somme dans les espèces ayant cours au moment du paiement,

Le jurisconsulte belge Laurent, MM. Aubry et Rau déclarent que cette disposition est d'ordre public. Et en effet, elle l'est toujours.

M. Riboud proteste contre cet article. Il dit :

Ne semble-t-il pas rédigé par un inflationniste déterminé ? que veut-il dire ?

Je viens d'en rappeler l'origine qui est conforme aux hypothèses de M. Riboud.

M. Riboud continue :

Si l'on a emprunté, avant la guerre, de bon argent, on se libérera aujourd'hui avec la même quantité de mauvais argent (inflation). Mais si l'on emprunte aujourd'hui de mauvais argent, il faudra rendre dans dix ans la même quan-

1. *Traité du prêt de consommation*, n° 37.



tité de bon argent (déflation). Une affaire dont le chiffre d'affaires et les bénéfices auront diminué de moitié peut-être par rapport à ceux d'aujourd'hui, devra néanmoins faire face aux mêmes charges obligatoires. Ce sera l'écrasement. C'est que, en réalité, emprunter en une monnaie instable, emprunter en francs, est une spéculation. Il n'en serait pas de même si l'on empruntait en une valeur fixe, en dollars par exemple, c'est-à-dire en or.

Cette thèse est celle de la dévaluation, et je considère que nous devons lui opposer résolument l'article 1895.

« Mauvais argent » ? « bon argent » ? en réalité, c'est d'or qu'il s'agit, et non d'argent, quoique nous soyons encore sous le régime bimétallique.

En temps normal, tous les jours, des milliers de gens achètent des valeurs avec l'espoir qu'elles augmenteront de prix et par conséquent qu'elles « déprécieront la monnaie », faudrait-il, lorsque le prix de ces valeurs est monté, que le législateur ou l'administrateur intervienne pour leur dire : pardon ! vous avez fait perdre de leur valeur aux louis d'or qui sont la monnaie nationale : donc vous m'en devez la différence, afin que je rétablisse la parité de leur valeur aujourd'hui avec la parité de leur valeur au moment de votre achat.

Les bourses de valeurs et les bourses de marchandises, tous les marchés sont ouverts de manière que des gens viennent y opérer des affaires ayant pour objet d'établir pour chacun d'eux une *différence entre le prix d'achat et le prix de vente*.

Or ces différences ne peuvent se produire d'après les théories bullionnistes que par des « appréciations » ou des « dépréciations monétaires ».

Il y en a qui achètent au bon moment ; d'autres qui vendent au mauvais moment. Leurs gains ou leurs pertes résultent de la fixité de l'étalon d'après lequel ils règlent leurs opérations : et c'est fort heureux, car comment autrement pourraient-ils les évaluer ?

M. Riboud propose-t-il l'abrogation de l'article 1895 ?

Non. Il se borne à dire « qu'emprunter en une monnaie instable est une spéculation ». Mais toute monnaie est instable, relativement à toute chose puisque, dans un marché libre, tous les cours sont variables : et la femme qui marchande des pommes de terre au marché et choisit entre divers tas d'une valeur inégale se livre à un travail de spéculation dans le but d'avoir les meilleures pommes de terre au plus bas prix pour son dîner : cela se passe en dollars à New-York comme en francs à Paris.

Quant au péril de la déflation instantanée, il n'est pas à redouter. J'ai cité les exemples de l'Angleterre et des Etats-Unis : la déflation n'y a pas été instantanée : elle ne le sera pas en France. Je pense cependant que M. Riboud ne serait pas effrayé si elle était accomplie dans le délai que prévoit la convention de 1920 avec la Banque de France pour le remboursement de ses avances à l'Etat. Et nous sommes d'accord avec lui quand, après avoir repoussé la dévaluation, il déclare :

La Banque pourra choisir son moment pour nous ramener à la parité nominale du franc-papier et du franc or ou plutôt à la disparition de ces tristes distinctions.

M. Riboud ajoute :

Voici maintenant les conséquences pour l'Etat. Tous les frais d'administration profiteront de la baisse du coût de la vie, mais les traitements des fonctionnaires ne baisseront que lentement. Du côté des recettes, le rendement de la plupart des impôts fléchira, surtout des nouveaux impôts directs, très affectés en la circonstance. Le service de la Dette, 13 milliards, constituera un poids insupportable. La conversion dira-t-on, est possible ; mais quand ? Les emprunts 5 p. 100 et 6 p. 100 ne sont pas convertibles légalement avant 1931, les emprunts 4 p. 100 1917 et 1918 avant 1943 et 1944. La hausse des rentes ne se produira d'ailleurs pas tant que le robinet sera ouvert.

Le poids de la Dette, publique et privée, est donc trop lourd ; il ne sera pas possible de revenir à une circulation normale avant que l'amortissement de la Dette privée ne soit en cours, ni en vue la conversion de la Dette publique.

Ces prévisions sont peut-être pessimistes : mais elles peuvent être exactes. Et M. Riboud pas plus que nous ne demande de nouvelles émissions pour faire face au paiement des intérêts de la dette.

Il se fait des illusions sur les caisses de conversion pratiquées dans l'Inde, en Argentine et au Brésil <sup>1</sup>.

1. V. liv. *Supra*, liv. VI, chap. V.

## CHAPITRE VI

### Les prix et l'activité des affaires

Les adversaires de la déflation se figurent qu'il suffit de diminuer le chiffre des unités monétaires pour provoquer une baisse, et que cette baisse sera exactement proportionnelle.

Je trouve dans une communication à la *Royal statistical society* de Londres, faite le 21 février par M. R.-G. Hawtrey sur le *Federal Reserve system* une démonstration du contraire<sup>1</sup> Je cite. L'augmentation de la monnaie en circulation aux États-Unis de \$ 4.841 millions le 1<sup>er</sup> avril 1919 s'élève au 1<sup>er</sup> juillet 1920 à \$ 5.381 millions, soit 11 p. 100, tandis que les prix s'élevèrent de 200 en mars 1919 à 279 en mai 1920, soit de 36 p. 100.

En juin 1921, les rapports des banques membres du *Federal Reserve system* montrèrent une diminution dans les dépôts de \$ 21.886 millions à \$ 20.612 millions ou environ de 6 p. 100, tandis que les prix tombèrent de 269 à 148, soit de 45 p. 100. La monnaie en circulation qui, au 1<sup>er</sup> juillet 1920 était de \$ 5.381 millions continua d'augmenter et atteignit au 1<sup>er</sup> novembre \$ 5.617 millions, ce fut

1. *Journal of The Royal statistical society*, march 1922, 246.

son maximum : et elle tomba au 1<sup>er</sup> juillet 1921 à \$ 4.866 millions, soit une baisse de 10 p. 100 dans l'année.

Ici nous avons la preuve que lorsque les affaires sont actives les *prix augmentent dans une proportion plus forte que le stock du pouvoir d'achat et que lorsqu'elles sont stagnantes, les prix tombent ainsi dans une proportion plus grande*. L'activité des affaires augmente la rapidité de la circulation, la stagnation des affaires la ralentit. La stagnation des encaisses est une caractéristique de dépression. Quand le commerce donne des gains, les commerçants ne laissent pas leur monnaie inerte, mais quand chaque transaction menace de se traduire par une perte, les encaisses inertes peuvent s'élever. Dans le premier cas, chacun est un haussier (*bull*) des marchandises et un baissier (*bear*) de la monnaie ; dans le second cas, chacun est un baissier des marchandises et un haussier de la monnaie. L'idéal des industriels et des commerçants ne saurait être la hausse des prix : et ils le prouvent, car, au point de vue technique, tous les efforts qu'ils font doivent avoir pour résultat la baisse du prix de vente.

Tout industriel produit non pour lui-même, mais pour les autres et sa prospérité dépend des besoins et du pouvoir d'achat des clients possibles. La cherté diminue le pouvoir d'achat, dont restreint ou ferme le débouché et c'est le débouché qui constitue l'avenir du producteur.

Il y a une locution courante : « La richesse du commerçant, c'est la richesse de sa clientèle. »

La cherté restreint cette richesse : le bon marché la favorise.

La formation de nouveaux capitaux et la conversion des capitaux circulants en capitaux fixes sont les conséquences de bas prix.

Telle est la réalité qui doit remplacer, dans les conceptions financières et économiques, l'illusion bullionniste.

## CHAPITRE VII

### Le prix factice et le prix normal<sup>1</sup>

M. Lavington pose cette question.

Quel niveau des prix est maintenant désirable dans les intérêts généraux de la communauté? Doit-il être plus haut ou plus bas que le niveau après la guerre et de combien?

Le comité va-t-il les fixer? les gouvernements ont-ils pour tâche de maintenir un prix qu'ils appelleront le juste prix ou le prix normal, en faisant l'inflation nécessaire pour l'élever et tout en poursuivant, comme criminels, ceux qui apporteront leur collaboration à cette élévation?

Mais quel est le niveau de l'après-guerre? M. Lavington prend l'*index number* du *Times*, et trouve 329 en avril 1920. Ce chiffre lui paraît trop haut : il trouve 189 en avril 1921, celui-ci lui paraît trop bas. Il fait alors une soustraction et il prend la différence, 140, procédé arithmétique facile, mais qui ne correspond à aucune réalité.

Comment ferait-il pour obtenir cette stabilisation? Le gouvernement anglais devrait-t-il faire une émission de 10 millions de *currency notes* s'il voyait les prix au-des-

1. *Monetary policy* : Being the report of a subcommittee on currency and the gold standard. (London P. S. King) 1921.

sous de ce chiffre ou en opérer le retrait, s'il les voyait au-dessus?

Les autres collaborateurs du *Report* se sont bornés à dire :

Nous espérons qu'en l'absence de toute action délibérée, le niveau de l'après-guerre s'établira lui-même.

C'est la sagesse même : « le niveau de l'après-guerre s'établira lui-même », et ce que chacun doit demander, c'est que les protectionnistes ne fassent pas intervenir les gouvernements et les diplomates pour échafauder des prix factices dans le but de donner des privilèges à quelques-uns aux dépens de tout le monde.

Mais même en dépit de leurs efforts pour maintenir les prix d'inflation et les différences de change, comme compléments des tarifs de douane, on peut prévoir une baisse de prix résultant :

1° Des efforts techniques que feront l'industrie, le commerce et la Banque pour abaisser le prix de revient de toutes choses et de tous services;

2° De la tendance des prix de marché à se rapprocher toujours du prix de revient.

C'est là le prix normal.

Il est réservé aux marchés libres; et il tend toujours à s'établir en dépit des mesures destinées à le fausser.

## CHAPITRE VIII

### La stabilisation des prix

— Vous voulez stabiliser le thermomètre, en croyant que vous stabiliserez la température? Vous vous imaginez qu'en stabilisant le baromètre, vous ferez un beau temps uniforme?

— Ce n'est pas la même chose.

— C'est exactement la même chose. Le prix est l'indication des rapports entre les besoins des individus et les quantités variables des choses ou des services qui peuvent leur donner satisfaction. Les quantités objectives varient constamment. Elles dépendent des accidents météorologiques qui dominent la production agricole. Elles dépendent d'accidents multiples. D'un autre côté, les besoins sont subjectifs, donc variables, tantôt s'exaspérant dans un sens, s'atténuant dans un autre. Chacun donne à ses besoins une hiérarchie variable, si obstinée que soit sa routine. Elle dépend des variations du pouvoir d'achat : et le pouvoir d'achat éprouve des variations incessantes : car l'individu peut toucher le même revenu, chaque année, et n'avoir pas cependant les mêmes ressources à effectuer pour les mêmes dépenses, parce que si les prix des objets et des services varient en plus ou en moins, il est obligé de modifier les articles de son budget. *Les prix sont donc*



*constamment mobiles*. Ils bougent toujours comme le mercure dans le baromètre et dans le thermomètre. Leurs oscillations incessantes sont la caractéristique de la vie économique. Le jour où les pouvoirs publics interviennent pour les fixer par des taxations ou autres moyens, elle tombe en état de collapsus. Nierez-vous cette expérience constante?

— Mais l'État peut cependant modifier des prix.

— Oui, nous voyons des protectionnistes maintenir les prix à un certain niveau pendant des périodes plus ou moins longues. Quant à les uniformiser, impossible! donc ils font de la cherté utile aux privilégiés qui en profitent, nuisible aux spoliés qui en sont victimes. Ils faussent la notion du prix pour les gens qui sont à l'abri de ces tarifs. Ils augmentent le prix de revient des produits du pays, et comme la protection ne peut les suivre au delà des frontières, elle les laisse en état d'infériorité à l'égard de leurs concurrents du dehors. Leur production est adaptée aux prix du marché national : et le marché national est toujours plus petit que le marché international<sup>1</sup>.

La conclusion est donc nette :

— *Tout effort pour stabiliser les prix par des moyens artificiels provoque un collapsus de la vie économique.*

1. V. Yves-Guyot. *La comédie protectionniste*. L'A. B. C. du libre échange. G. Schelle. *Le bilan du protectionnisme*. (Ligue du Libre échange).

## CHAPITRE IX

### La baisse des revenus et la hausse des capitaux

La baisse du taux de l'escompte. — Préviation optimiste de la baisse du revenu des capitaux. — Cette baisse indique la hausse de la valeur des capitaux. — Bonne opération à faire sur les rentes françaises. — Inflation augmente la dette.

Vous craignez la baisse : — Craignez-vous la baisse du taux de l'escompte?

Comment considérez-vous la baisse du taux de la Banque d'Angleterre?

En voici les plus hauts chiffres depuis 1914 :

|        | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| P. 400 | 10   | 5    | 6    | 6    | 5    | 6    | 7    | 7    |

En 1922, le 30 juin il était à 3 1/2, le 14 juillet à 3 0/0.

C'est la preuve de l'abondance des capitaux disponibles : et ces capitaux disponibles se transformeront en capitaux fixes : d'où augmentation de l'outillage de la nation et de sa capacité de gain et de capitalisation.

Je lis dans la Revue financière de l'*Économiste français*, du 15 juillet :

De trois mois en trois mois nous constatons que le rende-

ment des bonnes valeurs à revenu fixe, tend de plus en plus à fléchir en dépit des difficultés de tout ordre, financières et autres, avec lesquelles notre pays est aux prises, et si ce mouvement devait se poursuivre, nous ne pourrions que nous en féliciter, car il marquerait le retour progressif à un état de choses plus normal que celui qui a prévalu depuis la guerre. Les rentiers qui ont de bonnes obligations en portefeuille ont la satisfaction de voir que la baisse des cours, après s'être arrêtée, a fait place à une reprise plus ou moins large, suivant les titres, mais générale.

Cette apologie de la baisse du revenu des bonnes valeurs, ne se trouvant pas dans un article de thèse doctrinale, l'argument en est d'autant plus fort. La baisse du revenu constate la hausse du capital, résultant du pouvoir d'achat et de la confiance des acheteurs.

Quand les valeurs d'État sont arrivées à un tel chiffre qu'elles sont susceptibles d'être converties, c'est un signe de prospérité incontestable. Ce n'est pas le maintien et encore moins l'aggravation de l'inflation qui pourra jamais donner ce résultat.

Le *Bulletin de la société alsacienne de Banque*, (1<sup>er</sup> décembre 1921) montrait à ses clients le gain qui pouvait résulter de la déflation loyale. Je cite textuellement :

Lorsque la monnaie nationale sera assainie, les porteurs des titres d'emprunts émis pendant la guerre et même depuis, réaliseront un bénéfice analogue à celui qu'attendent les amateurs de valeurs à change. L'État par exemple paiera en 1930 des intérêts et des amortissements en une unité monétaire (le franc restauré) valant deux ou trois fois plus que l'unité du moment où l'emprunt a été émis. D'aucuns voient même là dedans une injustice et l'on sent bien qu'ils n'osent le déclarer, que leur pensée intime est que l'État devra ultérieurement arriver à des amputations en revenu ou en capital.

Cette éventualité serait catastrophique. Nulle voix officielle n'a laissé entendre une diminution future du coupon ou du nominal des titres; bien au contraire! Il n'est pas prouvé non plus que nous y soyions contraints: la situation financière de notre pays pour être extrêmement difficile, n'est pas désespérée.

Donc, si les choses se passent normalement, il est bien certain que le souscripteur ou l'acheteur de valeurs bien garanties, opérant en 1921, retrouvera en 1930 un capital doublé grâce à ce qu'il aura fait en réalité une opération de change, si l'on peut dire, intérieure.

Pourquoi le public ne comprend-il pas qu'en se portant souscripteur ou acheteur aujourd'hui avec les billets de banque, il réaliserait à vues humaines un bénéfice proportionnel à la hausse du franc, laquelle sauf événements politiques intercurrents, entre bien dans nos prévisions? Nous n'hésitons pas à dire que le jour où les possesseurs de disponibilités s'apercevraient de l'absurdité de leur pratique préférée (bas de laine et bons à court terme) et du manque à gagner dû à leur timidité, les rentes d'Etat et fonds assimilés retrouveraient une clientèle subite dont les achats provoqueraient une hausse importante. Des progressions de 25 à 30 0/0 sur les cours actuels n'auraient rien de chimérique. C'est là qu'est le cours théorique, le cours vers lequel on va.

Les évocateurs de la contraction monétaire s'écrient avec terreur que le capital de la Dette de la France égale ou dépasse la fortune que les statisticiens lui attribuent. Qu'ils se rassurent, il ne s'agit pas de rembourser le capital, il ne s'agit que d'en payer les intérêts : et pendant longtemps, la question ne se posera pas autrement.

Les moyens de paiement ne feront pas défaut pour les acquitter.

Vous prétendez qu'il faut maintenir ou augmenter l'inflation; si vous l'augmentez, elle augmente votre dette; si vous la maintenez, elle maintient votre dette, la dépréciation du change et les hauts prix, c'est-à-dire une diminution du pouvoir d'achat de chaque particulier.

Et si le pouvoir d'achat de chaque particulier est diminué, comment celui de la nation serait-il augmenté ?

*L'inflationniste.* — Mais si le prix est élevé, il augmente le pouvoir d'achat de celui qui vend.

— Cela dépend du prix de revient. S'il vend cher, une marchandise importée parce qu'il doit la majorer du taux du change, cette cherté n'augmente pas son pouvoir d'achat. S'il reçoit des signes monétaires qui ont perdu une

partie de leur pouvoir d'achat, il ne peut acheter ainsi qu'en proportion avec le pouvoir d'achat qui leur reste. Et s'il paye des impôts avec les monnaies dépréciées, les revenus de l'Etat n'ont que le pouvoir d'achat qu'elles représentent : les fonctionnaires et employés de tout ordre affirment que ce pouvoir d'achat est encore plus faible qu'il n'est, afin d'en profiter pour réclamer des augmentations d'appointements. Voyez ce qui se passe en Allemagne, en Autriche, etc.

## CHAPITRE X

### Dévaluation ou déflation

Je me permets de recommander aux membres de la société d'Economie politique de Lyon la brochure : *l'Anarchie monétaire et ses conséquences économiques* que vient de publier (juin 1922) M. Lallemand, le célèbre ingénieur chargé du nivellement de la France.

En voici les conclusions :

Pour sortir de la situation actuelle, deux moyens seulement se présentent : consolider le cours avili de la monnaie ou relever lentement et progressivement celui-ci par une production industrielle stimulée par des économies sévères et par le relèvement des exportations.

Le premier moyen a été employé par la Russie en 1899.

Elle a substitué à son ancien rouble de 4 francs or un nouveau rouble, valant un tiers en moins. Cet artifice équivalant à une faillite partielle, n'accroîtrait pas précisément le crédit de l'Etat et ne faciliterait guère le placement futur de nouveaux emprunts. On n'y devrait recourir qu'à la dernière extrémité. Reste le second moyen, le retour progressif au pair, c'est-à-dire à la monnaie stable, basée sur l'or comme étalon, seule véritable garantie du progrès économique et du progrès financier.

C'est dans cette voie que depuis bientôt deux ans s'acheminent plus ou moins vite la plupart des Etats. Pour les Etats-Unis, la Suisse, la Suède et la Hollande, le résultat est même atteint déjà ou sur le point de l'être. En Angleterre, la livre

n'est plus qu'à 18 0/0 au-dessus du pair, et la peseta, en Espagne, à 20 0/0. Pour la France et la Belgique au contraire, malgré la notable amélioration des derniers mois, l'écart dépasse 50 0/0 et, en Italie, il atteint même 75 0/0 !

Pour le mark allemand, la chute s'accroît avec une rapidité vertigineuse, surtout depuis l'automne dernier. Il a déjà perdu plus de 98 0/0 de sa valeur. Il en va de même pour la couronne autrichienne qui à cette heure ne représente même plus un millième de sa valeur normale et aussi pour le rouble russe qui est descendu à moins de un cent millième du pair.

Quant à la France, malgré sa victoire, un nouvel avilissement de l'étalon monétaire la mènerait à la ruine. Entre les deux autres politiques, relèvement du franc ou consolidation aucune hésitation n'est possible.

Seule, une sage et prudente restauration de notre monnaie nationale nous vaudra, avec la confiance de nos créanciers, les crédits dont nous avons besoin pour relever nos ruines et ranimer notre industrie.

Seul en rendant possible un abaissement progressif des salaires et une diminution des prix de revient, le relèvement du franc ramènera chez nous la vie à un coût supportable pour les classes moyennes — armature de la nation — et nous permettra de rétablir nos finances.

Je n'ai pas besoin de rappeler que les chiffres ci-dessus sont antérieurs aux effondrements du mois d'août et des mois suivants.





LIVRE IX

**La Déflation**  
**et les moyens de paiement**



## CHAPITRE PREMIER

### La circulation fiduciaire et la couverture

Le *Moniteur des intérêts matériels* du 5 janvier 1922 a dressé le tableau ci-dessous de la quantité de papier et de la couverture métallique de ce papier, fin 1913, fin 1918, fin 1921.

|                          | 31 déc. 1913         |                     | 31 déc. 1918  |                     | Fin 1921      |                     |
|--------------------------|----------------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|---------------------|
|                          | Circulation          | Couverture<br>P. C. | Circulation   | Couverture<br>P. C. | Circulation   | Couverture<br>P. C. |
|                          | (Millions de francs) |                     |               |                     |               |                     |
| <b>Européens :</b>       | <b>Alliés</b>        |                     |               |                     |               |                     |
| Royaume-Uni . . .        | 740                  | 118                 | 9.925         | 27                  | 10.966        | 38                  |
| France. . . . .          | 6.035                | 58                  | 22.789        | 15                  | 36.488        | 9-8                 |
| Italie. . . . .          | 2.782                | 53                  | 14.087        | 7-8                 | 21.874        | 5                   |
| Belgique. . . . .        | 1.050                | 23                  | 4.696         | 5-7                 | 6.127         | 4-3                 |
| Russie. . . . .          | 4.449                | 90                  | »             | »                   | »             | »                   |
| <b>Totaux. . .</b>       | <b>13.056</b>        | <b>»</b>            | <b>51.497</b> | <b>»</b>            | <b>75.455</b> | <b>»</b>            |
| <b>Extra-européens :</b> |                      |                     |               |                     |               |                     |
| États-Unis . . . . .     | 3.521                | 66                  | 20.435        | 57                  | 18.689        | 74                  |
| Japon . . . . .          | 1.099                | 32                  | 2.951         | 39                  | 2.899         | 100                 |
| Canada. . . . .          | 1.175                | 51                  | 2.715         | 22                  | 2.309         | 18                  |
| <b>Totaux, . .</b>       | <b>7.795</b>         | <b>»</b>            | <b>26 101</b> | <b>»</b>            | <b>23.897</b> | <b>»</b>            |

|                            | 31 déc. 1913            |                  | 31 déc. 1918 |                  | Fin 1921    |                  |
|----------------------------|-------------------------|------------------|--------------|------------------|-------------|------------------|
|                            | Circulation             | Couverture P. G. | Circulation  | Couverture P. G. | Circulation | Couverture P. G. |
|                            | (Millions de francs)    |                  |              |                  |             |                  |
| <b>Européens :</b>         | <b>Neutres</b>          |                  |              |                  |             |                  |
| Suède . . . . .            | 328                     | 43               | 1.139        | 35               | 910         | 42               |
| Norvège . . . . .          | 151                     | 39               | 611          | 27               | 576         | 35               |
| Danemark . . . . .         | 212                     | 52               | 630          | 43               | 691         | 46               |
| Hollande . . . . .         | 657                     | 48               | 2.312        | 62               | 2.183       | 58               |
| Suisse . . . . .           | 314                     | 54               | 976          | 42               | 905         | 60               |
| Espagne . . . . .          | 1.924                   | 25               | 3.316        | 67               | 4.206       | 59               |
| Totaux . . . . .           | 3.576                   | »                | 7.984        | »                | 9.471       | »                |
| <b>Extra-européen :</b>    |                         |                  |              |                  |             |                  |
| Argentine . . . . .        | 3.791                   | 62-3             | 5.675        | 74               | »           | »                |
|                            | <b>Empires centraux</b> |                  |              |                  |             |                  |
| Allemagne . . . . .        | 2.242                   | 65               | 39.789       | 6-8              | 126.000     | 0-98             |
| Autriche-Hongrie . . . . . | 2.449                   | 53               | 35.500       | 0-77             | 90.242      | 0-085            |
| Totaux . . . . .           | 4.691                   | »                | 75.289       | »                | 216.242     | »                |

Ce tableau montre pour certains pays comme la France, l'Italie, le Belgique, l'énorme augmentation de la circulation après 1918, alors que sa diminution aurait dû commencer. Cette diminution a eu lieu chez les trois alliés extra-européens. Pour l'ensemble des neutres européens, la circulation fiduciaire a augmenté. Dans les empires centraux, la grande débauche a eu lieu depuis la paix.

Le *Moniteur des intérêts matériels* met la Russie parmi les pays alliés. Depuis novembre 1917, elle est entre les mains de Lénine et de Trotsky qui ont fait le traité de Brest-Litovsk. Elle ne compte donc plus sous cette rubrique. Quant à la proportion de la couverture et du papier émis, elle n'existe pas.

Nous pouvons dire que dans aucun des pays alliés ou neutres, mentionnés dans ce tableau, il n'y a une telle disproportion entre la circulation et la couverture monétaire qu'en Allemagne. Dans la semaine finissant le 21 octobre, le montant des billets de la *Reichsbank* avait augmenté de 35.500 millions, soit en six jours de 5.900 mil-

lions par jour. Le total atteignait 410 milliards. Il est inutile de parler de l'Autriche-Hongrie. Une correspondance du *Waal street Journal* a annoncé qu'en septembre 1922, les émissions ont atteint un total de 3 milliards.

Dans ce tableau, on ne trouve ni la Pologne, ni la Tchéco-Slovaquie, ni la Roumanie, ni la Yougoslavie, ni la Bulgarie, ni la Grèce qui viendraient apporter un fort contingent de papier.

Les quatre alliés européens cités avaient, avant la guerre, une circulation globale de 8 milliards et demi. Elle est montée à 75 milliards et demi. La couverture est tombée de 71 à 14 o/o.

La circulation des neutres européens est montée de 3 milliards et demi à 9 milliards et demi; mais l'encaisse a quadruplé: de 35 o/o en moyenne, elle s'est élevée à 55 o/o.

La circulation américaine et japonaise a grossi de 6 milliards et demi à 21 milliards: mais la proportion de l'encaisse à l'émission s'est accrue de 59 à 74 o/o.

Le régime du papier existe aussi en Egypte et en Algérie: dans l'Afrique du Sud, ce pays producteur d'or, on a établi des certificats de papier pour suppléer à l'exportation de l'or.

Dans l'Indochine, le Maroc, les Indes anglaises, pays à métal argent, on en a manqué et on a eu recours au papier-monnaie et au cours forcé.

Comment se résorbera cette quantité de papier? On doit se rappeler que ce n'est pas l'or qui est la vraie couverture du papier de banque: c'est le portefeuille commercial.

Dans tous les pays où le portefeuille commercial augmentera d'importance, le papier non gagé peut disparaître: les *Clearing Houses* et autres moyens de paiement fondés sur des compensations y aideront.

Mais les pays, qui sont étouffés sous le papier-monnaie, sont forcément acculés; une opération qui les en dégagera,

quelque nom qu'on puisse lui donner, sera une banqueroute : tel est le cas de la Russie des soviets qui, en septembre 1922, a annulé les roubles émis sous son régime.

Le *Times*<sup>1</sup>, fait observer que l'inflation de l'Allemagne a été pour elle une manière de réduire sa dette : le poids de sa dette, relativement aux marchandises et services, est plus léger que celui d'aucune autre importante nation européenne.

Pour elle l'inflation a été une forme de déflation : la banqueroute est la déflation complète.

1. 31 décembre 1921.

## CHAPITRE II

### L'or dans le monde

Production de l'or de 1913-1921. — Production d'or de 1810 à 1930 (prévision). — Absorption de l'or par l'industrie, la Chine et l'Inde. — Stock d'or de 1914 à fin 1921. — Mouvement de l'or des Etats-Unis avec les pays étrangers. — Trop d'or. — Répartition des monnaies par tête. — Stock des divers pays en 1912. — Petite part de l'or dans la richesse générale.

Pour la première fois, en 1906 la production de l'or atteignit 605.632 kilos valant 2.086 millions de francs. Ce chiffre de 2 milliards est peu de chose si on le compare aux produits de l'industrie agricole, de la houille, du fer, des tissus. Les chiffres s'élevèrent en 1912 à 709.400 kilos et à 2.442 millions. Ce n'était pas encore 2 milliards et demi. Cependant je dus faire pendant cette période un certain nombre d'articles pour répondre à des pessimistes qui signalaient avec terreur l'inondation de l'or, le danger de l'or, etc.

Aujourd'hui c'est le contraire, on signale avec terreur la diminution de la production de l'or.

D'après la circulaire de MM. Samuel Montagu and Co, la production de l'or de 1913 à 1921, a été :

| Années        | Transvaal | Autres parties<br>de<br>l'Empire | Total<br>Empire<br>britannique | Pays<br>étrangers | Total |
|---------------|-----------|----------------------------------|--------------------------------|-------------------|-------|
|               |           |                                  |                                |                   |       |
| 1913. . . . . | 37,4      | 21,4                             | 58,8                           | 35,9              | 94,7  |
| 1914. . . . . | 36,6      | 20,9                             | 56,5                           | 33,9              | 90,4  |
| 1915. . . . . | 38,7      | 22,0                             | 60,7                           | 35,7              | 96,4  |
| 1916. . . . . | 39,5      | 20,1                             | 59,6                           | 33,9              | 93,5  |
| 1917. . . . . | 38,3      | 17,8                             | 56,1                           | 30,2              | 86,3  |
| 1918. . . . . | 35,8      | 15,2                             | 51,0                           | 28,0              | 79,0  |
| 1919. . . . . | 35,4      | 14,6                             | 50,0                           | 25,2              | 75,2  |
| 1920. . . . . | 34,7      | 13,5                             | 48,2                           | 21,3              | 69,5  |
| 1921. . . . . | 34,5      | 12,0                             | 46,5                           | 19,5              | 66,0  |

L'or pur est compté au prix de la monnaie de Londres 84 sh. 11 3/4 d. par once. Cette évaluation de £ 66 millions est une baisse **serieuse**, relativement à la production des années antérieures. Tandis que la production du Transvaal a été un peu plus faible qu'en 1920, celle de l'Australie qui avait baissé de £ 5 millions en 1920, se relève de 3 1/4 en 1921. La production de la Rhodésie et de la West Africa, reste la même; celle de l'Inde a baissé; celle du Canada s'est élevée de £ 3.300.000 à £ 3.700.000, soit une augmentation de £ 400.000.

M. Joseph Kitchin, dans le but de soutenir la thèse de M. G. Cassel, au point de vue de la difficulté d'établir un étalon d'or universel, a dressé plusieurs tableaux <sup>1</sup>.

Dans l'un il évalue la progression suivante de la production de l'or depuis 1810 jusqu'à 1930.

|                             | Produit<br>millions £ | Par tête<br>de la popu-<br>lation<br>du globe<br>dollars | Augmentation<br>moyenne p. 100<br>pour ces deux<br>dernières<br>périodes |
|-----------------------------|-----------------------|--|--|
| 1810. . . . .               | 160                   | 53   | —  |
| 1847. . . . .               | 207                   | 50   | 0,1  |
| 1868. . . . .               | 531                   | 109  | 5,6  |
| 1891. . . . .               | 733                   | 122  | 0,5  |
| 1918. . . . .               | 1.916                 | 258  | 4,1  |
| 1930 <sup>2</sup> . . . . . | 2.277                 | 278  | 0,7  |

1. Publiés dans la *Reconstruction of Europe*. Section 1<sup>re</sup>. *Manchester Guardian commercial*.

2. Pour 1930, il prévoyait une augmentation de population de 15 millions.



Pour cette dernière période, il estime la production annuelle à £ 70 millions (au taux de 85 sh. l'once), en supposant qu'il n'y aura pas de guerres, pas de troubles profonds dans la production, ni de découvertes imprévues. Quant à la population du globe, nous ne savons pas exactement quel chiffre il lui donne, mais la consommation de centaines de millions d'individus est encore très faible. L'Égypte est une partie négligeable et a rendu £ 6 millions de 1914-20. La Chine de 1914-20 a absorbé £ 11 millions. L'Inde avant la guerre a augmenté sa consommation de £ 10 millions par an de 1890 à £ 15 millions en 1900 et à £ 25 en 1912. La guerre a réduit ce chiffre. Ces trois nations prenaient £ 29 millions par an pour les cinq années finissant, en 1908, £ 48 millions pour les cinq années finissant en 1913. Il évalue à £ 40 millions le chiffre que prendront pour l'industrie, l'Inde, la Chine et l'Égypte dans les prochaines années, laissant £ 30 millions pour la circulation dans le reste du monde, chiffre de la période décennale finissant en 1902; mais la moyenne pour la période décennale finissant en 1913 était de £ 50 millions. Ce serait donc une réduction de 40 o/o.

Mais depuis la guerre les stocks d'or ont augmenté dans les principales banques:

|                                  | Déc. 31<br>1911 | Déc. 31<br>1921 | Augmen-<br>tation |
|----------------------------------|-----------------|-----------------|-------------------|
|                                  | Livres sterling |                 | millions          |
| Etats-Unis, Canada et Argentine. | 335             | 732             | 397               |
| 12 Banques Européennes. . . . .  | 553             | 613             | 60                |
| Banque du Japon . . . . .        | 23              | 127             | 104               |
|                                  | <u>911</u>      | <u>1.472</u>    | <u>561</u>        |

Pendant cette période la production d'or a ajouté au stock monétaire :

|              |            |
|--------------|------------|
|              | <u>440</u> |
| Différence . | 121        |

Le total apporté par le public a été beaucoup plus con

sidérable. La banque de France a reçu du commencement de la guerre à 1917 plus de fr. 2 milliards, la Reichsbank à la fin de 1915 £ 20.560.000. Une partie des £ 121 millions ont pu aller dans des banques dont les chiffres ne sont pas donnés dans le tableau ci-dessus, situées au Canada, en Australie, dans la Nouvelle-Zélande; celles de l'Afrique du Sud ont augmenté leur encaisse de £ 42 millions pendant les huit dernières années.

M. J. Kitchin publie la situation du stock d'or des Banques, en faisant les défalcatons suivantes : pour la Russie de £ 152 millions à la fin de 1913, il le réduit à £ 10 millions à la fin de 1921; pour l'Autriche-Hongrie, de £ 52 millions à zéro.

|  | Stock d'or<br>au 31 déc. 1921<br>Liv. sterling millions | Pro-<br>portion<br>p. 100 |
|--|---|---------------------------|
| Etats-Unis (pour tout le pays comprenant<br>millions £ 621 dans le Trésor. . . . .                       | 751   | 37,1                      |
| 13 Banques centrales en Europe . . . . .   | 613   | 30,2                      |
| Banques centrales ou Trésors : Japon, Ar-<br>gentine, Canada, Australie. . . . .                         | 261   | 13                        |
|  | <u>1.625</u>  | <u>80,2</u>               |
| Encaisses publiques de banques centrales,<br>dans d'autres banques et dans la ciréula-<br>tion . . . . . | 400   | 19,8                      |
| Stock d'or du monde à l'exception de l'Inde,<br>de la Chine et du Japon. . . . .                         | 2.025   | 100                       |

La Monnaie des Etats-Unis évaluait au 31 décembre 1913 le stock d'or à :

|                           | Millions de dollars |
|---------------------------|---------------------|
| Dans les banques. . . . . | 5.408,3             |
| En circulation. . . . .   | 3.042,4             |
|                           | <u>8.450,7</u>      |
| Soit . . . . .            | 42.253 millions fr. |

M. J. Kitchin l'évalue fin 1921 à plus de 50 milliards de

francs. Malgré la diminution de la production, il n'y a donc pas raréfaction de l'or.

On peut ajouter qu'en France et ailleurs des personnes méfiantes gardent quelques réserves d'or. Il en sortira des monnaies et des lingots qui rentreront dans la circulation lorsque la liberté du marché de l'or sera rétablie.

L'exportation de l'or est toujours interdite dans le Royaume-Uni. Cependant le commerce extérieur des métaux précieux a donné les chiffres suivants :

En 1921 l'excédent des exportations sur les importations d'or, a été de £ 9,6 millions, tandis qu'en 1920, il avait été de £ 41,8. En 1921, on a envoyé £ 55,5 millions aux Etats-Unis, contre £ 52,8 millions en 1920 ; les expéditions à l'Inde Britannique sont tombées de £ 23,6 millions à 1,5 millions, tandis qu'on en a importé de ce pays £ 8 millions au lieu de £ 270.500.

Le Bulletin du *Federal Reserve Board*, de juin 1921 publiait la note suivante :

« L'or venu de France et de Suède, est aujourd'hui reconnu pour de l'or provenant en grande partie de Russie. M. Wollroth, directeur de l'Hôtel des Monnaies de Suède, a déclaré que, depuis le mois de janvier 1921, la Monnaie suédoise a reçu et fondu environ 70 tonnes d'or russe, auquel elle a apposé, après manipulation, son poinçon de garantie. Le poinçonnage suédois, après refonte, a donné à cet or sa capacité marchande aux États-Unis, où la plus grande partie en a été expédiée. Soixante-dix tonnes d'or à 900 millièmes de fin représentent environ 10 millions de livres sterling à 104 shillings par once. Ceci rend compte d'environ 40 millions de dollars d'or reçus indirectement de Russie par l'Amérique, et il n'est pas douteux qu'au moins 60 millions de dollars d'autre or russe ont pénétré aux États-Unis par la voie de la France, de la Suisse et d'autres pays. »

Le mouvement de l'or des États-Unis dans les pays étrangers a été depuis 1911 :

|   | Importations     | Exportations | Excédent<br>d'importations |
|---|------------------|--------------|----------------------------|
|   | Dollars millions |              |                            |
| Janvier à mai 1922. . .                 | 410,0            | 8,5          | 401,4                      |
| 1921. . .                               | 691,2            | 23,6         | 667,6                      |
| 1920. . .                               | 417,6            | 322,0        | 94,9                       |
| 1919. . .                               | 76,5             | 368,4        | 291,6                      |
| 1918. . .                               | 620,4            | 41,0         | 579,3                      |
| 1917. . .                               | 532,4            | 371,8        | 180,5                      |
| 1916. . .                               | 685,9            | 153,7        | 530,1                      |
| 1915. . .                               | 451,9            | 31,4         | 420,5                      |
| 1914. . .                               | 57,3             | 222,6        | 165,2                      |
| 1913. . .                               | 63,7             | 91,7         | 28,0                       |
| 1912. . .                               | 66,5             | 47,4         | 19,1                       |
| 1911. . .                               | 54,4             | 37,1         | 20,2                       |
| Excédent d'importations total. . . . .  |                  |              | 2.613,6                    |
| Déduction des exportations. . . . .     |                  |              | 484,8                      |
| Excédent net des importations . . . . . |                  |              | 2.128,8                    |

à 5 francs le dollar.

Au 23 juin 1922, l'or dans les caisses de la *Federal Reserve bank* s'élevait à \$ 2.461 millions (12.300 millions fr.) et le stock total des États-Unis à plus de \$ 3.700 millions, soit à plus de fr. 18.500 d'or<sup>1</sup>.

Le *Federal Reserve Bulletin* évaluait à \$ 3 milliards les sommes exigibles qui sont dues aux États-Unis. Ces sommes pourraient-elles être versées en or?

Le 12 juillet 1922, le *Journal of commerce* de New-York écrivait :

On annonce l'envoi d'Angleterre aux États-Unis de \$ 2.500.000 d'or. Ce fait doit attirer notre attention sur l'envers de notre politique étrangère et le préjudice qu'elle nous cause.

Nous avons déjà plus d'or que nous ne pouvons en employer. Il n'a pas encore été employé pour former un autre degré d'inflation : néanmoins c'est une tentation. Pour nous se trouvent des propagateurs pour toutes sortes de moyens de circulation et de débauche financière. Tant que ces énormes réserves d'or donneront l'apparence d'une

1. *The Annalist*, 3 juillet 1922.

puissance bancaire illimitée, le danger de l'usage imprévoyant et égoïste sera toujours à redouter.

On dit que cet envoi d'or a pour objet le commencement du paiement de la dette de l'Angleterre. Supposons que l'Angleterre puisse nous envoyer le paiement de tous les intérêts de ses obligations pendant l'an prochain. Serions-nous dans une meilleure situation avec cette nouvelle couche d'or qui nous étant envoyée, affaiblirait le pouvoir d'achat des milliers de nos clients étrangers.

Depuis longtemps déjà des économistes et des journalistes critiquent l'abondance d'or qui se trouve aux États-Unis. L'or, dans une caisse, est un poids mort, encombrant, dont la garde est coûteuse. Il sert de garantie : mais il s'agit de savoir si une certaine quantité ne dépasse pas la mesure, non seulement réelle, mais psychologique. Pour la quantité qui la dépasse, il est d'une inutilité onéreuse : il ne rendra de service qu'au moment où il sera dépensé ; et ce service dépendra du caractère de la dépense.

La France a toujours été un des pays les mieux pourvus au point de vue de la monnaie. D'après la direction des monnaies des États-Unis, la quantité de monnaies était, en dollars par tête, chez les peuples qui en étaient le mieux approvisionnés :

|                   | Dollars |        |        |       |
|-------------------|---------|--------|--------|-------|
|                   | Or      | Argent | Papier | Total |
| France. . . . .   | 30,30   | 10,38  | 8,23   | 48,91 |
| Etats-Unis. . . . | 19,48   | 5,61   | 7,89   | 32,98 |
| Pays-Bas . . . .  | 12,17   | 4,83   | 9,86   | 26,86 |
| Suisse. . . . .   | 12,16   | 4,11   | 8,00   | 24,32 |
| Allemagne. . . .  | 13,30   | 4,03   | 4,03   | 21,36 |
| Grande-Bretagne.  | 16,10   | 2,57   | 2,54   | 21,21 |
| Italie . . . . .  | 7,15    | 0,69   | 5,25   | 13,09 |

Par tête, la France avait de beaucoup le plus fort stock d'or : il était de plus de 50 o/o plus élevé que celui des États-Unis, de 88 o/o plus élevé que celui de la Grande-Bretagne, qui cependant faisait beaucoup plus d'affaires que la France.

De 1816 à fin 1912 l'Angleterre avait frappé :

|                                    | Monnaies d'or |           | monnaies d'argent |
|------------------------------------|---------------|-----------|-------------------|
|                                    | liv. ster.    | millions  |                   |
| Royaume-Uni . . . . .              | 536           | 66        | 602               |
| Frappe des Dominions . . . . .     | 310           | —         | 310               |
|                                    | <u>847</u>    | —         | 913               |
| Pièces retirées de la circulation. | 95            | 17        | 113               |
| Restent monnaies ayant cours .     | <u>751</u>    | <u>48</u> | <u>799</u>        |

La valeur des pièces de bronze fabriquées de 1870 à 1912 était de £ 3.725.000.

On estimait qu'au 30 juin 1914, il y avait dans les Banques du Royaume-Uni, y compris la Banque d'Angleterre, £ 82.794.000 de monnaies d'or anglaises, (soit moins de fr. 2.069 millions) et en monnaies d'argent anglaises \$ 8.246.000 (soit fr. 266 millions).

Les lingots ne sont pas compris dans ces chiffres.

La direction de la monnaie des États-Unis évaluait en 1912 les stocks des divers pays de la manière suivante :

|                     | Millions de dollars               |                |         |
|---------------------|-----------------------------------|----------------|---------|
|                     | Stock d'or<br>dans<br>les Banques | en circulation | Total   |
| Etats-Unis. . . . . | 1.429,8                           | 369,8          | 1.799,6 |
| Grande-Bretagne .   | 375,0                             | —              | —       |
| France. . . . .     | 635,0                             | 500            | 1.200   |
| Russie . . . . .    | 611,7                             | 334,6          | 946,3   |
| Italie. . . . .     | 288,5                             | —              | —       |

Les empires centraux avaient :

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Allemagne . . . . . | 205,7 |
| Autriche-Hongrie.   | 265,7 |

Après les États-Unis, la France avait le plus fort stock d'or, puis la Russie. La Grande-Bretagne ne venait qu'après quoiqu'elle fût le grand marché de l'or.

Ces chiffres indiquent combien est faible la part de la monnaie dans la richesse générale des pays.

D'après les statistiques acceptées pour les quatre cent vingt et une années écoulées de 1492 à 1913 incluses, le poids de l'or et de l'argent mis à la disposition de l'homme a été :

|                            | Or     | Argent  |
|----------------------------|--------|---------|
| Kilogr. mille . . . . .    | 22.913 | 349.121 |
| Valeur en millions fr. . . | 76.543 | 77.693  |

La valeur de l'or est donnée au pair de 3.444 francs par kilo d'or fin : celle de l'argent est également donnée au pair de 222 francs par kilo aux mille millièmes. La valeur de l'argent est donc fort exagérée.

Relativement à la richesse générale du monde, ces capitaux sont peu de chose d'autant plus qu'une partie a disparu : une autre a été immobilisée ou détruite dans des usages industriels.

Il suffit de citer ces chiffres pour montrer l'erreur des bullionnistes et combien les Physiocrates avaient raison d'affirmer que la richesse des peuples ne consistait pas dans la possession de métaux précieux.

## CHAPITRE III

### La monnaie en France

En 1913. — Stock monétaire en France. — Monnaies divisionnaires et coupures des Chambres de Commerce. — Vitesse de la circulation dans les Banques.

D'après le Rapport de l'Administration de la Monnaie, les frappes de monnaies et la situation des monnaies restant en France au 31 décembre 1913 étaient :

| Fabrication<br>de<br>monnaies françaises | Périodes   | Valeur<br>des<br>pièces<br>frappées | A déduire                              |                                     | Valeur<br>des<br>monnaies<br>res-<br>tantes |
|--|------------|-------------------------------------|--|-------------------------------------|---|
|  |            |                                     | Pièces<br>démoné-<br>tisées<br>en bloc | Pièces<br>légères<br>refon-<br>dues |   |
|  |            | Millions de francs                  |  |                                     |   |
| Monnaies d'or . . .                      | 1803-1913  | 11.979,7                            | 89,1                                   | 261,1                               | 11.629,9                                    |
| Pièces de 5 francs .                     | An IV-1913 | 5.060,6                             | 204,4                                  | »                                   | 4.850,2                                     |
| Monnaies division-<br>naires . . . . .   | 1803-1913  | 719,3                               | 222,2                                  | 28,9                                | 468,2                                       |
| Monnaies de nickel.                      | 1903-1913  | 10,0                                | »                                      | »                                   | 10,0  |
| Monnaies de bronze.                      | 1852-1913  | 82,8                                | »                                      | »                                   | 82,8  |
| Totaux . . .                             |            | 17.852,4                            | 515,7                                  | 290,3                               | 17.046,4                                    |

Ce tableau est suivi de la note suivante qui est répétée dans chaque rapport.

De 11.629 millions de francs en monnaies d'or et des 5.338 millions de francs en monnaies d'argent qui ressortent de la deuxième colonne de ce tableau, une partie subsiste



seulement. Les pièces d'or et d'argent fondues, détruites ou définitivement exportées se chiffrent par milliards de francs. Une forte proportion des frappes de bronze est également perdue.

D'après une enquête faite par M. de Foville en 1903, la valeur probable des monnaies existant en France était :

| Monnaies d'or                   | Millions de francs |
|---------------------------------|--------------------|
| Pièces de 20 francs . . . . .   | 4.000              |
| Pièces de 10 francs . . . . .   | 650                |
| Autres pièces . . . . .         | 150                |
| Total or . . . . .              | 4.800              |
| Monnaies d'argent               |                    |
| Pièces de 5 francs . . . . .    | 1.800              |
| Monnaies divisionnaires . . .   | 330                |
| Ensemble . . . . .              | 2.130              |
| Monnaies de bronze et de nickel | 60                 |
| Total général . . . . .         | 6.990              |

D'après une autre enquête faite le 16 octobre 1909, M. de Foville évaluait la totalité de l'or existant en France à 6 milliards. Mais cette somme était certainement inférieure à la vérité comme l'ont prouvé les 2 milliards d'or apportés volontairement à la Banque : chiffre qui a dépassé toutes les prévisions. On peut supposer cependant que certains détenteurs d'or ont gardé quelques louis. Les évaluations de ce qui reste sont difficiles : mais j'ai entendu des gens sérieux l'estimer au chiffre de 2 milliards de francs.

En France, nous avons encore peu l'habitude de l'usage du chèque. Nous l'avions encore moins en 1913. Les billets de banque n'ayant pas de coupures inférieures à 50 francs n'intervenaient que pour des achats relativement importants. Les pièces de 20 francs et de 10 francs intervenaient davantage. Mais presque toutes les transactions quotidiennes des marchés de détail se faisaient à l'aide de pièces de 5 francs et spécialement à l'aide de monnaies divisionnaires et de monnaies de bronze, dont le total était

comme le prouve l'enquête de de Foville de beaucoup inférieur aux 550 millions que représentaient le total de leur frappe. On comptait en 1913, 25.569.000 personnes au-dessus de vingt ans. Leurs dépenses quotidiennes : alimentation, mercerie, se comptaient par milliards, et la monnaie de bronze et les pièces divisionnaires ne représentaient qu'un pourcentage de quelques points.

Nous avons eu la preuve de cette faible proportion depuis la guerre.

Les pièces d'argent divisionnaires ont disparu. Nombre de personnes en ont thésaurisé, en leur prêtant une valeur qu'elles n'ont pas; d'autres ont essayé de profiter d'un relèvement momentané du prix de l'argent pour en exporter. On les a remplacées par des coupures de Chambres de commerce dont le total s'est élevé à 360 millions, chiffre qui doit être supérieur au chiffre de la monnaie divisionnaire existant en France à la fin de 1913.

La monnaie métallique joue un rôle de moins en moins grand, même dans les petites transactions.

M. des Essars a essayé, il y a vingt-sept ans, de donner un aperçu de la rapidité de la circulation dans les Banques<sup>1</sup>. En 1894 la vitesse de la circulation dans la banque d'Allemagne représentait 161 unités, dans la banque de Belgique 129, dans la Banque de France 127 unités; elle tombait à 29 en Italie, à 15 en Espagne, à 12 en Portugal, à 9 en Russie.

Le Crédit industriel et commercial représentait 31 unités. A cette vitesse, en 1892, la Banque de France, pour effectuer un mouvement d'espèces de 48.809 millions aurait dû se servir d'un solde de 1.557 millions. Or elle n'avait employé que 405 millions : il restait donc 1.172 millions qui ont pu recevoir un autre emploi.

Mais si rapide que puisse être cette circulation, elle n'est rien à côté de la vitesse et de la facilité de celle des chambres de compensation.

1. *Journal de la Société de statistique*, 1895, p. 143.

## CHAPITRE IV

### Les chambres de compensation<sup>1</sup>

Les *clearing houses* en Angleterre. — Les *Bank clearings* aux Etats-Unis. — La traite sur Londres. — *Ex nihilo nihil*.

A la place de l'or, les billets de banque : et l'or ne jouait qu'un rôle très restreint dans les opérations de la Banque de France. En 1911 et en 1912, le mouvement des espèces comptait pour 14.000 francs par million.

Mais les virements, les compensations tendent à remplacer de plus en plus les moyens matériels de paiement.

La chambre des compensations des banquiers de Paris, qui compte quarante et un membres, publie tous les ans le chiffre de ses opérations.

Le total des effets présentés s'est élevé :

|                | Millions de francs |
|----------------|--------------------|
| 1920 . . . . . | 167.123            |
| 1921 . . . . . | 167.159            |

Le maximum d'un jour a été de 1.814.214.000 francs.

Le minimum de 219.943.000.

1. V. Emmanuel Vidal.

La compensation province inaugurée le 16 janvier 1918, a été utilisée par 28 membres sur 41. Les résultats sont compris dans le total général ci-dessus.

En France, la Caisse centrale de compensation est la Banque de France :

|                | Banque<br>de France <sup>1</sup> | Chambre<br>de compensation | Total   |
|----------------|----------------------------------|----------------------------|---------|
|                | (Millions de francs.)            |                            |         |
| 1920 . . . . . | 735.415                          | 138.245                    | 873.660 |
| 1921 . . . . . | 648.315 <sup>2</sup>             | 139.434                    | 787.749 |

Les effets compensés représentent en 1921, 83,4 p. 100 du montant total des effets présentés contre 82,7 p. 100 en 1920.

En province, la Banque de France avait ouvert, avant le 1<sup>er</sup> janvier 1921, des Chambres de compensation dans 51 succursales. Au 31 décembre 1921, il y en a 60.

Sur 22.088.041.000 francs d'effets présentés à la compensation, 14.432.155.000 francs ont été compensés et 7.655.886.000 francs ont été réglés par mandats.

Ces résultats s'ajoutent aux 787.749.000.000 de francs ci-dessus et donnent un total de 802.181.000.000 de francs.

M. le baron E. Beaumont d'Erlanger<sup>2</sup> estime que les opérations des chambres de compensation dans le Royaume-Uni sont montées en 1913 à £ 20 milliards soit 500 milliards de fr.

Pour régler l'ensemble de ces transactions avec tout l'or existant en Angleterre,

Soit £ 53 millions dans le public.

29 — dans la Banque d'Angleterre.

20 — dans les autres Banques.

1. Le montant des virements sur place publié dans les rapports de la Banque de France a été divisé par deux, afin d'obtenir le montant des sommes virées, seul comparable au moment des effets présentés au *Clearing House*.

2. L'or est-il un fétiche? *Bulletin de la Société Belge d'études et d'expansion* mai 1922.

il aurait fallu imprimer à l'or monnayé une vélocité de roulement tel que toutes les pièces de monnaie auraient dû changer de main 131 fois dans un an.

Le *Clearing House* de Londres a donné :

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| 1921                  | 1920   |
| (Milliers de livres.) |        |
| 34.930                | 36.019 |

Les *Bank Clearings* des États-Unis présentent les chiffres suivants :

|                |                  |
|----------------|------------------|
|                | Dollars millions |
| 1920 . . . . . | 452.357,3        |
| 1921 . . . . . | 356.434,1        |

Quoique le chiffre de 1920 à 1921 ait baissé de £ 96 millions, il représente au pair du dollar de 5 fr. 1.782 milliards.

Ces chiffres prouvent que ce ne sont pas les moyens de paiement qui manquent : mais tous les moyens de paiement loyaux exigent des compensations; et quand les inflationnistes crient que les moyens de paiements manquent, cela signifie qu'ils n'ont pas de compensation à fournir, et qu'en échange des billets qu'ils réclament, ils ne pourront offrir que leur satisfaction de les recevoir.

Dans le premier semestre de 1922 les *Bank clearings* (les virements de banques) pendant seize semaines ont été supérieurs à ceux de 1921.

Ils se sont élevés du 1<sup>er</sup> au 30 juin à :

|         |                  |         |         |
|---------|------------------|---------|---------|
|         | Dollars millions |         |         |
| 1922    | 1921             | 1920    | 1919    |
| 184.800 | 172.674          | 231.312 | 186.391 |

En chiffres ronds, le premier semestre de 1922 donne en fr. 925 milliards de virements.

Que sont quelques milliards d'or relativement au volume des échanges par simples virements? Ils montrent une des caractéristiques évidentes du progrès : l'économie de

matières premières et des transports relativement à l'effet produit. Le déplacement de quelques feuilles de papier et quelques traits de plume suffisent pour transporter des milliards, à l'abri de tout risque y compris celui du vol.

La démonstration que fait M. d'Erlanger pour la situation des Banques en Angleterre est caractéristique.

Les dépôts et comptes courants dans toutes les banques du Royaume-Uni pour l'année 1913 s'élevaient à :

| Liv. ster. millions | ou francs millions |
|---------------------|--------------------|
| 4.070               | 26.750             |

Les dites Banques avaient leurs propres comptes centralisés à la Banque d'Angleterre, et les £ 53 millions ou les fr. 1.325 millions d'or en circulation ne pouvaient servir en rien à régler ces dépôts. Le seul or qui leur faisait face était l'ensemble des réserves d'or de la Banque d'Angleterre et des autres Banques du Royaume-Uni, soit environ £ 100.000.000 ou fr. 2.500.000.000.

Il suffisait donc que 9 1/2 des dépôts fussent simultanément réclamés en or pour priver la Banque d'Angleterre et les autres Banques de toute leur encaisse d'or. La Banque d'Angleterre n'aurait pas fait faillite puisqu'elle avait en dépôt plus d'or que de billets en circulation; mais en tant que banque de dépôts et d'affaires, elle aurait été obligée, — en concurrence avec toutes les autres banques du Royaume-Uni — de suspendre ses paiements.

Je n'ai pas fait cas de l'actif des Banques composé en grande partie de comptes courants débiteurs, de prêts, de portefeuilles d'acceptations, et de titres parce que, dans le cas d'une panique accompagnée d'un « run » sur les banques pour le retrait des dépôts en or, elles seraient incapables (sauf suspension de paiements en or), de faire rentrer les comptes courants débiteurs, les prêts, de réescompter les traites en portefeuille ou de vendre des titres.

Les chiffres officiels pour 1913 de la Banque d'Angleterre et des bilans fusionnés des grandes banques publiques montrent combien restreint était le rôle joué par l'or de la Banque d'Angleterre par rapport à l'encaisse accusée par les Banques publiques : cette encaisse figure pour £ 173.185.000 ou fr. 4.329.625.000.

Les Banques publiques se sont constituées une réserve or,

en dehors de la Banque d'Angleterre, de £ 70.000.000 ou de francs 1.750 millions, mesure de prudence qui leur avait été surtout inspirée par la crise américaine de 1907.

Le solde de leur encaisse de £ 103.185.000 ou fr. 2.579.625.000 devait donc être remplacé par des billets de la Banque d'Angleterre et par leur compte crédités à ladite Banque.

Or, d'après les meilleures autorités, 70 0/0 des billets de la banque d'Angleterre en circulation se trouvaient englobés dans l'encaisse des banques, donc, il devait se trouver de ce chef une somme de £ 20.376.300 faisant partie de la susdite encaisse de £ 103.185.000 ou fr. 2.579.625.000.

La Banque d'Angleterre, dans son département bancaire avait, à cette même époque, £ 27.697.120 de ses propres billets en caisse, qui, après déduction des £ 18.000.000 ou fr. 450.000.000 émis (d'après sa charte et ses modifications) sans représentation métallique, laisse une somme de £ 9.697.120 ou fr. 242.428.000 pour faire face aux £ 20.376.300 susdites.

Il semblerait donc découler de cette analyse succincte que le règlement des échanges commerciaux intérieurs et extérieurs ne s'effectue que pour un pourcentage infime par la circulation, entre vendeurs et acheteurs et entre débiteurs et créanciers, de la monnaie proprement dite, et que l'exigibilité des paiements en or, même avant la guerre, n'existait ou n'était possible qu'à l'état théorique, c'est-à-dire qu'au cas où les ayant droits en feraient le plus modeste usage.

Les mouvements d'or pour le commerce extérieur confirment cette opinion.

Le commerce *international* entre la Grande-Bretagne et les États-Unis était celui où il y avait le plus grand déplacement d'or. Il ne comptait pour presque rien. Les comptes se réglaient en valeurs, en marchandises ou en services, le plus souvent sous la forme de la traite sur Londres qui représentait la monnaie internationale.

Pour les années 1912 et 1913 :

|      | Mouvements<br>des<br>marchandises | Importations | Exportations | Réexportations | Total  |
|------|-----------------------------------|--------------|--------------|----------------|--------|
| 1912 | Millions £. . .                   | 744,6        | 487,2        | 411,7          | 13.425 |
|      | Millions fr. . .                  | 18.615,0     | 12.180,0     | 2.792,0        |        |
| 1913 | Millions £. . .                   | 765,7        | 525,3        | 109,6          | 14.906 |
|      | Millions fr. . .                  | 19.217,5     | 13.132,5     | 2.740,0        |        |

## Mouvements d'or :

|      |                       | Liv. st. millions | Fr.   | Liv. st. | Différences<br>Fr. |
|------|-----------------------|-------------------|-------|----------|--------------------|
| 1912 | Importations. . . . . | 52,7              | 1.317 | 6,2      | 155                |
|      | Exportations. . . . . | 46,5              | 1.162 |          |                    |
| 1913 | Importations. . . . . | 59,5              | 1.487 | 13,4     | 335                |
|      | Exportations. . . . . | 46,1              | 1.152 |          |                    |

Ces différences sont relativement insignifiantes, mais si on les compare à l'ensemble du commerce elles le sont encore plus ; 0,4 o/o en 1912 ; 0,6 o/o en 1913, pas même 1 o/o. Le baron d'Erlanger conclut :

Il me semble donc :

1° Que l'or ne jouait qu'un rôle secondaire (celui de monnaie divisionnaire et fiduciaire) dans le règlement du commerce ;

2° Que l'idée que l'encaisse métallique or de la Banque d'Angleterre était un véritable gage de remboursement des dépôts en Banque, ne reposait sur aucune base sérieuse ;

3° Que l'or ne jouait qu'un rôle minuscule dans le nivellement de la balance commerciale.

Cette démonstration prouve une fois de plus que l'or, dans la circulation, n'est qu'un appoint. Mais jusqu'ici il a été d'autant plus indispensable que les échanges internationaux de marchandises et de valeurs ont trouvé plus d'obstacles.

Les déplacements légitimes d'objets ayant une valeur ne peuvent se faire qu'en raison des échanges : *do ut des*, je donne pour que tu donnes : et les inflationnistes ont pour idéal de recevoir toujours sans rien donner. Ils remplacent l'adage : *ex nihilo nihil*, « De rien rien » par celui-ci : — faire de la richesse avec rien.



## CHAPITRE V

### Un exemple d'économie des moyens de paiement

M. Georges Bertrand, secrétaire général de la Compagnie des Chemins de fer du Midi, a fait à la *Semaine de la Monnaie* une communication très intéressante sur le système de virements employé par la Compagnie du Midi.

Il a rappelé que M. Raphaël-Georges Lévy avait dit : — Il n'y a qu'un moyen parfait de paiement, c'est le virement.

Voici les principaux passages d'une note adressée le 1<sup>er</sup> juin 1916, par la compagnie au Gouverneur de la Banque de France :

Il y a une quinzaine d'années, la Compagnie du Midi a abandonné ses anciens errements, pour l'acheminement vers son siège central des recettes encaissées dans les gares de son réseau. Au lieu de faire voyager les espèces, elle s'est mise d'accord avec la Banque de France pour verser immédiatement à la succursale la plus rapprochée l'intégralité des recettes recueillies dans chaque gare : billets, or, argent, monnaie de billon; et c'est par le moyen de virements spéciaux que lesdites recettes nous arrivent à notre compte de la Banque de France, à Paris.

En ce qui concerne les paiements à nos fournisseurs et entrepreneurs, nous avons décidé, en même temps, de ne plus les effectuer qu'à Paris, exception faite seulement pour

les sommes inférieures à 500 francs, qui peuvent encore être payées dans nos gares.

Depuis lors, deux nouvelles étapes ont été franchies, tendant vers le même objet, de restreindre le maniement et le transport des billets de banque et du numéraire. Notre caisse a d'abord étendu le plus possible l'usage des mandats rouges pour les règlements qui concernent les titulaires de « comptes à la Banque de France », même quand il s'agit de sommes peu élevées.

De ce chef, l'importance de nos paiements en espèces s'est déjà trouvée fort réduite.

A partir de 1911, nous avons essayé d'aller plus loin : non seulement nous payons, par la remise d'un mandat rouge tous les titulaires de « comptes à la Banque de France », mais nous proposons aussi ce mode de paiement à ceux de nos créanciers qui possèdent un compte courant soit dans un établissement de crédit, soit dans une banque quelconque ayant elle-même « compte à la Banque ». Le virement remis est libellé au nom de l'établissement de crédit ou de la banque qui nous sont désignés, et la partie prenante n'a plus qu'à le verser audit établissement de crédit ou à la dite banque pour faire créditer immédiatement son propre compte courant ; le reçu de ce versement n'est pas soumis au droit de timbre, qui serait exigible s'il s'agissait d'un versement en espèces.

Les résultats obtenus ont dépassés notre attente.

Dès les premiers mois, la proportions des paiements en espèces a sensiblement diminué, le nombre des virements prenant de l'extension. Et nous avons pu laisser en plus grande quantité, à la Banque, les billets et le numéraire que lui avaient apportés nos gares.

« Du 16 décembre 1911 au 15 janvier 1912, sur un total de paiement de 17.079.798 francs, il a été délivré 724 virements pour 14.936.710 francs et 2.143.088 francs seulement ont été payés en espèces, alors qu'un an plus tôt, dans les journées correspondantes, un total de 14.478.478 francs avait été payé comme suit : 11.310.962 francs en 265 virements et 3.167.516 francs en espèces.

Proportions des paiements en espèces : 12,50 p. 100 après l'application des nouvelles mesures, au lieu de 21,80 p. 100 avant.

En cherchant à substituer autant que possible, le virement aux espèces, la Compagnie avait surtout envisagé, d'abord, la diminution des risques, aussi bien pour ses clients que pour elle-même.

A l'heure actuelle est apparu un point de vue nouveau,

d'ordre plus général, et plus élevé, par suite de l'accroissement exceptionnel du chiffre des billets émis par la Banque depuis la guerre. Par un redoublement d'insistance auprès de nos fournisseurs et entrepreneurs et même auprès de notre clientèle d'actionnaires et obligataires, nous avons réussi à convaincre certains d'entre ceux qui n'avaient pas jusqu'à présent, accepté le mandat rouge. Dans les dix dernières journées écoulées — du 21 janvier au 31 janvier 1916 — sur un total de 2.944.520 francs, il a été payé 2.460.825 francs en 332 virements et 483.695 francs seulement en espèces.

Pendant la quinzaine précédente, sur un total de 1.750.000 francs, il avait été payé 1.540.000 francs en 220 virements et 210.000 francs seulement en espèces.

Du 6 au 31 janvier 1916, le nombre des *virements inférieurs à 3.000 francs*, a été de 528 (dont 309 inférieurs à 1.000 francs).

Au surplus, les intérêts particuliers sont ici, comme il arrive souvent, en parfaite concordance avec l'intérêt général. Les Etablissements qui consentiront à faire un effort pour développer l'utilisation des virements et restreindre l'emploi des espèces, bénéficieront, par là même, des précieux avantages : diminution de risques de pertes ou de vols, accroissement de sécurité dans les paiements, plus grande facilité de retrouver et de réparer les erreurs, atténuation de la gêne occasionnée par la pénurie de petite monnaie, etc.

Dans cette note, la Compagnie du Midi disait :

Au cours des 20 dernières journées écoulées (28 mai-16 juin 1916), les chiffres ont été de : 404 paiements pour un total de 3.230.978 fr. 54, 129 règlements en espèces pour 31.122 fr. 94 seulement, et 275 paiements effectués en virements pour 3.199.854 fr. 60 (57 virements supérieurs à 10.000 francs, 218 virements ne dépassant pas 10.000 francs dont 143 au-dessous de 3.000 francs).

Ainsi 68 0/0 des paiements, en nombres, et 99 0/0 en sommes, se font en virements.

Ces derniers résultats sont encore plus satisfaisants que les précédents; cela vient notamment du paiement des effets à recouvrer que les fournisseurs habitant la province font présenter à Paris par les facteurs : depuis deux mois l'Administration des Postes veut bien accepter de la Compagnie du Midi le règlement en mandats rouges sur la Banque de France.

Tout ce qui n'est pas payé en espèces est soldé en virement sur la Banque de France, et ces virements sont remis, non seulement aux créanciers titulaires d'un compte à la Banque, alors même qu'il s'agit de sommes peu importantes, mais encore à ceux qui possèdent un compte courant, soit dans un Etablissement de Crédit, soit chez un Agent de Change, soit enfin dans une banque quelconque, ayant elle-même un compte à la Banque de France. Le virement remis est libellé au nom de l'Etablissement de Crédit ou de la Banque qui sont désignés, et la partie prenante n'a plus qu'à le verser audit Etablissement de Crédit ou à ladite Banque pour faire créditer son propre compte courant.

La Compagnie déclare n'avoir éprouvé absolument aucun mécompte dans la mise en pratique des simplifications en question. Elle a réduit également l'emploi des espèces pour le règlement de ses coupons et remboursements de titres. Ainsi, dans un des derniers mois écoulés, elle a payé pour son service de titres à Paris :

|  |           |
|--|-----------|
| En compte avec les Sociétés de Crédit. . . . . | 8.000.000 |
| En virements sur la Banque de France . . . . . | 7.900.000 |
| En espèces . . . . .                           | 2.400.000 |

Elle n'a été nullement gênée par la crise de la petite monnaie.

Que les Administrations publiques et les grandes Sociétés s'inspirent de cet exemple — tout simplement — sans chercher ni plus, ni mieux, et au bout de quelques mois la Banque de France s'apercevra du progrès réalisé.

Pour les sommes importantes le paiement en virement est déjà très répandu de la part des Sociétés et des particuliers qui ont un compte à la Banque de France. Pour les paiements inférieurs à 5.000 francs et même à 10.000 francs, le virement est rarement utilisé, peut-être parce que cette pièce est soumise à un droit de timbre de 0 fr. 10.

Il est probable que les virements de petites sommes prendraient de l'extension si le droit de 0 fr. 10 était notablement réduit (à 0 fr. 01 par exemple pour les mandats rouges au-dessous d'un certain chiffre).

Le mandat rouge donné en paiement *au titulaire d'un compte à la Banque de France* présente des avantages incomparables, il est supérieur au chèque, même au chèque barré; aussitôt reçu, le virement peut être versé à la Banque de France sans qu'il soit besoin de l'acquitter ou de l'endosser.

Tous les Chemins de fer ont accordé, dans ces dernières années, une attention particulière à la question des moda-

lités de payement, et les résultats acquis par les six grands Réseaux se traduisent déjà, dans l'ensemble, par une réduction importante des règlements en espèces.

Sauf pour les traitements et salaires du Personnel qui sont généralement payés en espèces, les chèques et virements représentent aujourd'hui 98 0/0, 95 0/0, 94 0/0, 93 0/0, 91 0/0, 86 0/0, du *montant* des payements effectués. Pour le *nombre* des payements, les chiffres varient entre 10 0/0, et 66 0/0. Ici, l'écart entre ces deux chiffres s'explique par le fait que certains Réseaux règlent encore en espèces toutes les factures ou mémoires de faible importance et la grande majorité des coupons présentés par des particuliers.

En ce qui, concerne les sommes à recevoir, les chèques et virements sont acceptés partout : à Paris pour les versements de toute nature ; dans les gares pour ceux qui ne donnent pas lieu à livraison immédiate de marchandises sans garanties spéciales, ou à la délivrance immédiate de billets de voyageurs.

Les payements se font, aux Caisses centrales des Réseaux, le plus généralement en chèques, en virements ou en compte avec les Sociétés de crédit ; dans les gares les remboursements par chèques ont également pris une certaine extension.

Aucun mécompte n'a été signalé par les Administrations des Réseaux. En réduisant l'importance des transports et manipulations de fonds, ainsi que du chiffre des encaisses, on a vu les risques diminuer, les caissiers constatent qu'il leur est plus facile de « faire la caisse », que la recherche des erreurs est plus rapide et que la cause en est presque toujours retrouvée avec certitude. La pénurie de petite monnaie enfin n'a pour ainsi dire pas affecté les Réseaux qui ont substitué en grande partie les chèques et virements aux espèces.

Une des Compagnies a, de plus, inauguré tout récemment, à titre d'essai, dans son service des coupons, un mode de règlement qui est de nature à diminuer encore l'emploi des espèces aux échéances, et évite tout dérangement aux actionnaires et obligataires nominatifs : il est remis aux titulaires un certificat d'un modèle spécial, dont les échéances sont réglées d'office, *sans présentation*, par les soins de la Compagnie, qui en verse le montant au compte de l'intéressé (en mandat rouge bien entendu) à la banque que celui-ci a désignée.

La Compagnie se fait délivrer un reçu en double, dont elle conserve un exemplaire, et adresse l'autre à son client en lui donnant le détail des coupons ainsi réglés.

Cette pratique nouvelle, d'une application encore restreinte, a été très appréciée de ceux qui en bénéficient, leur procurant le double avantage de ne pas avoir à se déplacer aux échéances et d'être garantis contre tout risque en cas de perte ou de vol du certificat spécial, dont les arrérages *ne sont pas payables au porteur sur présentation, comme les certificats ordinaires.*

Voilà un exemple rassurant pour les timorés qui ont le cauchemar de la raréfaction des moyens de paiement.

La communication de M. Bertrand sur l'*Économie des moyens de paiement*, fut accueillie avec la plus sympathique attention. Néanmoins un des auditeurs fit avec véhémence l'observation suivante :

— Comment, vous allez payer par un simple virement. Donc vous augmentez les moyens de paiement. Donc vous faites de l'inflation.

Et un certain nombre de personnes parurent troublées par cette réflexion. Cependant la réponse était simple.

— L'inflation c'est l'augmentation des valeurs avec rien, ou à l'aide d'un signe illusoire. Ici il n'y a aucune augmentation de valeurs : il y a simplement échange de deux valeurs, transfert d'une sorte de valeur contre une autre sorte de valeur. Ces valeurs existent. Leur échange ne les augmente pas. Si j'ai recours à des espèces ou à des billets de banque pour cet échange, c'est un véhicule que je fais intervenir pour opérer ce transfert : ce véhicule introduit une troisième valeur dans l'échange de ces deux valeurs. Grâce à un virement de banques, ce véhicule si léger qu'il soit disparaît. Il suffit d'un échange de morceaux de papier ou même simplement de signatures. Le transfert est instantané et sans déplacement d'une troisième valeur. Mais ce transfert a lieu entre deux valeurs existantes. Il n'y ajoute rien. Il a été tout simplement une économie de procédé, un allègement de charges : c'est exactement le contraire de l'inflation.

## CHAPITRE VI

### **Les avances de la Banque de France à l'Etat et leur remboursement**

La convention du 11 novembre 1911. — La convention du 21 septembre 1914. — Engagement de remboursement. — Avance en 1915 et 1916, remboursements. — 1917. — Réduction de l'intérêt perçu sur les avances. — 1919 : maximum des avances porté à 27 milliards. — Convention du 24 août 1919. — L'Etat ne peut tenir ses engagements. — Convention du 29 décembre 1920. — Retard d'un an. — Pas de nouveaux retards. — Le remboursement par l'amortissement. — Avance sur les remboursements. — « Le jeu de volant ». — Le maximum autorisé des billets de banque. — Réduction nécessaire. — Plan de déflation.

Une avance permanente de la Banque à l'Etat de 200 millions a été stipulée comme clause du maintien de son privilège en 1911 et a été maintenue à ce chiffre par la convention du 26 octobre 1917. L'usage auquel ils sont employés mérite des critiques, mais je les néglige ici où je n'ai à m'occuper que des conventions de la Banque avec l'Etat à propos de la guerre.

Le 11 novembre 1911, l'Etat avait obtenu de la Banque, qu'en cas de mobilisation générale, elle mit à la disposition du Trésor une somme de 2.900 millions, repré-

sentée dans le portefeuille de la Banque par des bons du Trésor à 3 mois d'échéance, renouvelables pendant toute la période où serait maintenu le cours forcé.

La loi approuvant cette convention autorise la banque à procéder à l'émission de billets nouveaux qui ne doit pas restreindre la marge alors existante et la Banque bénéficie du cours forcé.

Cette avance porte intérêt à 1 0/0; mais la Banque devant payer sur le montant de l'avance une redevance égale au produit de la somme avancée par le huitième du taux de l'intérêt, l'intérêt net ressort à fr. 0.875 0/0 dont il faudrait encore déduire l'intérêt du timbre sur les billets.

La Banque s'engageait à remettre, dès que l'État en aurait besoin, des lettres de crédit sur les succursales et bureaux auxiliaires pour 500 millions. L'opération se fit avec toute la régularité possible. La convention fut ratifiée par la loi du 5 août 1914. Cette convention mérite l'approbation de tous : car elle a délivré la France, au moment de l'ouverture des hostilités, du souci financier<sup>1</sup>.

Le 21 septembre 1914, par une nouvelle convention, la Banque consentait à une nouvelle avance de 3.100 millions de fr. Elle contenait comme nouvelles stipulations que l'intérêt des avances, y compris ceux prévus en 1911, serait élevé, un an après la cessation de la guerre, à 3 0/0. Ce supplément d'intérêt de 2 0/0 serait destiné à un compte spécial de réserve destiné à couvrir les pertes résultant du portefeuille des effets prorogés.

Le reliquat qui pouvait en résulter viendrait en atténuation du montant des avances faites par la Banque à l'État.

La question du remboursement a toujours fait partie des préoccupations des régents de la Banque et du gouvernement. M. Ribot, disait dans une lettre du 28 septembre 1914 :

1. Voir entre autres ; *Annuaire des valeurs admises à la Bourse de Paris. Les Rapports de la Banque avec l'Etat particulièrement pendant la guerre de 1914*, par Jean Radouant, 4 vol. in-8 (lib. Rousseau).



Ce qui fait la force du crédit de la Banque, et ce qui lui permet de fournir, en temps de guerre, à l'État les ressources dont il a besoin, c'est qu'en temps ordinaire la circulation des billets est entièrement garantie par l'encaisse métallique et par des effets de commerce. Le crédit de la Banque et celui de l'État ne doivent pas être confondus.

L'article 3 de la convention portait :

L'État s'engage à rembourser, dans le plus court délai possible, les avances faites à l'État par la Banque, soit au moyen des ressources du budget, soit sur les premiers emprunts, soit sur les autres ressources extraordinaires dont il pourra disposer.

La convention fut approuvée par la loi de finances du 26 décembre 1914. L'État avait reçu à cette date 3.900 millions.

Mais le gouvernement n'osa ni faire d'emprunt public, ni émettre des bons de la défense, ni recourir au doublement ou au triplement de l'impôt. Il dut faire encore appel à la Banque de France, le 4 mai 1915 pour une avance de 3 milliards : à la fin de l'année, l'ensemble des avances demandées s'élevait à 7.400 millions, dont il fallait déduire le remboursement effectué : la dette de l'État à la Banque était donc de 5 milliards. En 1916, il obtient de nouvelles avances, mais il rembourse encore une somme de 2.200 millions de sorte qu'à la fin de l'année, la dette de l'État s'élevait à 7.400 millions.

En 1917, l'État obtient 6 milliards en deux avances, l'une du 13 février, l'autre du 2 octobre, ratifiées par des lois immédiates. L'État n'avait remboursé que 300 millions sur son troisième emprunt : en décembre, le total des sommes versées à l'État était de 12.500 millions : et la limite des avances était portée à 15 milliards.

Les commissions du parlement font des observations qui montrent quelque inquiétude relativement à la permanence et à l'accroissement de cette dette.

Au mois d'août l'État céda à la Banque une créance de \$ 200 millions sur le Trésor des États-Unis sur avances

que lui avait faites le gouvernement français. En 1918, deux conventions du 4 avril et du 5 juin, ratifiées immédiatement élevèrent à 21 milliards les avances de la Banque; mais l'État lui remboursa 2.500 millions.

Un nouveau régime avait été institué par la loi du 20 décembre 1917, ratifiant la convention du 26 octobre 1917 conclue à l'occasion du renouvellement du privilège. L'intérêt net que perçoit la Banque sur les avances fut réduit : à dater du 1<sup>er</sup> janvier 1918, 50 o/o, des intérêts sur les avances faites à l'État, — déduction faite de l'intérêt supplémentaire de 2 o/o — sont prélevés et versés au compte de réserve et d'amortissement institué par l'article 5 de la convention du 21 septembre 1914. La part restant à la Banque est ramenée à 0.50 o/o depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1918, avec en plus le timbre sur les billets. L'autre partie de l'intérêt sert à l'indemniser de certaines pertes, à la rembourser de certaines créances et une autre partie de l'intérêt dû par l'État contribue à éteindre sa dette.

Outre ce prélèvement de 50 o/o sur l'intérêt des avances et celui de 2 o/o dû un an après la cessation des hostilités, 85 o/o du produit de l'escompte des bons du Trésor français à des gouvernements étrangers sont versés au même compte à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1918 : et pour la période écoulée entre le 1<sup>er</sup> août 1914 et la clôture de l'exercice 1917, la Banque y a versé une somme forfaitaire de 200 millions (article 2 de la convention du 26 octobre 1917).

Par la convention du 13 février 1919, une nouvelle réduction de l'intérêt fut opérée, mais seulement pour l'avance supplémentaire de 3 milliards : l'intérêt en est fixé à 0,75 o/o.

On était en état de paix; la convention du 13 février 1919 porta le chiffre des avances à 24 milliards.

Deux mois plus tard, le gouvernement demanda une nouvelle avance de 3 milliards. Le conseil de Régence y opposa « le risque de porter une atteinte grave au crédit du billet de banque ».

Après divers flottements, on arriva à la convention du 24 avril 1919 : elle admit une nouvelle avance, mais provisoire ; et la limite des avances devait retomber à 24 milliards. C'est la reprise de l'engagement contracté en septembre 1914, en vertu duquel l'État devait appliquer sur le montant du plus prochain emprunt à émettre en rentes ou en obligations une somme suffisante pour rembourser les prélèvements effectués en vertu de la présente convention. Le chiffre de 27 milliards auquel ils aboutissaient serait réduit à 24 milliards.

L'intérêt produit par la nouvelle avance était pris à 0,75 0/0 ; mais le conseil de Régence pour prouver son intention de mettre fin à cette politique, s'engagea à verser la totalité de l'intérêt reçu pour cette nouvelle avance au compte d'amortissement institué par la Convention du 21 décembre 1914, dont le montant devait être appliqué à l'atténuation des avances accordées à l'État.

La convention du 24 avril 1919 ne fut pas appliquée : le 14 avril 1920, une nouvelle convention la prorogea jusqu'au 31 décembre. L'État remboursa 1.350 millions ; mais les sommes avancées s'élevaient le 24 décembre à 26 milliards.

Alors intervint la convention du 29 décembre 1920, ratifiée par la loi du 31 décembre.

La convention du 14 avril 1920 ne prévoyait l'avance provisoire de 3 milliards que jusqu'au 31 décembre : à cette date, les avances de la Banque à l'État étaient ramenées à 24 milliards.

L'article 1<sup>er</sup> de la convention du 29 décembre maintient pour une année le maximum provisoire de 27 milliards fixé pour les avances de la Banque il n'est diminué que de 2 milliards, de sorte que le maximum au lieu d'être ramené à 24 milliards convenu par la convention d'avril n'est ramené qu'à 25 milliards, et le remboursement n'a lieu qu'en 1921 au lieu de 1920.

Art. 1. Le montant des avances que la Banque de France

s'est engagée à mettre à la disposition de l'État, fixé provisoirement à 27 milliards de francs, la convention des 24 avril 1919 et 14 avril 1920, est maintenu à la même somme jusqu'au 31 décembre 1921.

2. L'État s'engage à effectuer, avant le 1<sup>er</sup> janvier 1922 le remboursement nécessaire pour ramener à 25 milliards de francs le montant des sommes prélevées sur les avances de la Banque de France.

3. Conformément à la convention du 14 avril 1920, l'État poursuivra l'amortissement de sa dette envers la Banque de France à raison de 2 milliards chaque année et en conséquence le montant des avances autorisées sera, chaque année, réduit au moins d'une somme de 2 milliards.

29 décembre 1920 sanctionnée par la loi du 31 décembre 1920.

Le terme extrême de la libération de l'État est le 31 décembre 1934. Il ne faudrait pas ajouter au retard que la convention du 29 décembre a ajouté à celui de la convention du 14 avril, le nouveau retard demandé par M. Bokanowski : et pourquoi? pour gratifier le budget de 80 millions.

On s'est étonné dans le public en voyant cette faible somme destinée à compenser un remboursement de 2 milliards. Cela vient de ce que les sommes que l'État verse à la Banque à titre d'intérêts contribuent à l'amortissement de sa dette. Or, en vertu des conventions, l'intérêt des avances a été porté à 3 o/o un an après la cessation des hostilités soit le 24 octobre 1920.

Le compte d'amortissement institué par la convention du 21 septembre 1914 et du 26 octobre 1917 avait couvert les effets prorogés et la créance de 500 millions de la Banque sur la Banque de Russie.

D'après le bilan du 26 octobre, le total des effets prorogés n'était plus que de 31.725.000 fr. : somme relativement insignifiante, dont une partie sera payée.

Le dernier paragraphe de l'article 3 de la convention du 26 octobre 1917 dit :

**A aucun moment le solde créditeur du compte ne pourra**

être supérieur au montant des effets prorogés et des créances susvisées : l'excédent de même que toutes sommes devant être ultérieurement versées au compte spécial, sera porté en amortissement de la dette de l'Etat ou directement au compte du Trésor lorsque cette dette sera remboursée.

Le compte rendu du gouverneur de la Banque, M. G. Robineau, sur l'exercice 1921 rappelle la convention du 29 décembre 1920 et constate que le premier remboursement de 2 milliards de l'Etat avait eu lieu en 1921. Il ajoute :

Le montant de nos avances temporaires à l'Etat, qui s'élevait, à la fin de l'année dernière, à 26.600 millions, figurait, à notre bilan du 31 décembre dernier, pour un chiffre de 24.600 millions, inférieur de 2 milliards au chiffre correspondant de l'an dernier.

Depuis le 31 décembre, ce chiffre même de 24.600 millions s'est trouvé encore très sensiblement réduit.

En exécution de l'article 3 de la convention du 26 octobre 1917, conclue à l'occasion de la dernière prorogation de notre privilège, nous avons, en effet, porté en atténuation de la dette de l'Etat l'excédent disponible, soit 1.279 millions, de notre compte spécial de réserve et d'amortissement.

Cette application, en augmentant d'autant la marge de prélèvements du Trésor, lui a permis de réduire, au dernier bilan, à 23 milliards le montant de sa dette envers la Banque.

M. le gouverneur ajoutait avec raison :

Il est superflu de souligner devant vous, Messieurs, l'importance de ces résultats.

Ils témoignent de la part du gouvernement, du Parlement et du pays, d'un très énergique et très remarquable effort financier.

Ils marquent une étape décisive vers une liquidation progressive des emprunts que les nécessités de la guerre ont obligé l'Etat à faire à la circulation et vers une restauration, sur des bases plus normales et plus régulières, des éléments d'actif qui garantissent le crédit de notre billet.

Grâce à l'amortissement l'Etat a donc pu être en avance sur les remboursements prévus par la convention du 29 décembre 1920.

Le bilan hebdomadaire de la Banque de France du 29 décembre donnait 24.600.000.000 de francs aux avances nouvelles à l'État et 36.246.215.535 francs aux billets en circulation. Ces chiffres étaient les plus bas de l'année.

Le bilan du 5 janvier donnait 24.150 millions d'avances à l'État, soit une diminution de 450 millions; mais le chiffre des billets de banque avait passé de 36.487 millions à 37.421 millions, soit une augmentation de 935 millions.

*L'Agence économique et financière* (6 janvier) fournissait l'explication suivante de cette situation :

La réduction des avances de la Banque à l'Etat vient de l'application à ce poste, le 1<sup>er</sup> janvier, d'environ 1.250 millions de la réserve d'amortissement, qui ont dû le diminuer d'autant; la différence entre ce dernier chiffre et 450 millions, soit 800 millions, représente le montant des avances nouvelles qui ont été faites à l'Etat dans la semaine écoulée.

Ce chiffre, quelque important qu'il soit, n'a rien qui surprenne, les premiers jours de l'année étant, pour le Trésor, une période de gros décaissements. Le Trésor procédera ensuite à des remboursements, puis à de nouveaux emprunts suivant ses disponibilités ou ses besoins; c'est le jeu de « volant » qui continue. A observer d'ailleurs que dès maintenant, après cette forte avance du début de l'année, la marge d'emprunt ressort à 850 millions, pour atteindre le maximum de 25 milliards qui est fixé pour 1922.

Au 26 octobre 1922, le bilan de la Banque annonçait que les avances à l'État étaient de 23.600 millions.

Le bilan de la Banque porte :

|   | Francs      |
|---|-------------|
| Compte d'amortissement loi des 26 décembre 1914 et 20 décembre 1918, garantie d'amortissement (convention du 26 octobre 1917, art. 3) . . . . . | 530.808.432 |
| Excédent affecté à l'amortissement des avances à l'Etat. . . . .  | 665.268.337 |
| Compte annexe d'intérêts du compte d'amortissement. . . . .   | 10.077.772  |

Dans le remarquable discours, par lequel M. François-Marsal a clos la *Semaine de la Monnaie*, il a parlé avec

d'autant plus d'autorité de la loi du 31 décembre 1920 qu'il en est l'auteur. Je cite ses paroles :

La loi du 31 décembre 1920 n'est pas seulement un engagement envers la Banque. Elle est surtout un engagement envers le pays. Elle est une promesse donnée à la production et aux affaires qu'on fera les efforts nécessaires pour leur rendre la sécurité d'une saine monnaie. Voilà ce qu'il ne faut jamais perdre de vue.

Cet effort est-il au-dessus de nos moyens ? Jeudi dernier le ministre des Finances a pu déclarer à la Chambre que la première étape, celle qui intéresse l'année 1921, était d'ores et déjà assurée : le montant des avances prélevées par le Trésor était ramené à 24 milliards 1/2. Les rentrées escomptées pour les prochaines semaines permettront de la ramener sensiblement plus bas, a dit M. Doumer. Pas de question, par conséquent, pour cette année.

Comment se présente la situation pour l'exercice 1922 ? Ici, nous voyons intervenir le compte d'amortissement qui a été institué, en principe, en 1914 et organisé en fait par la loi du 20 décembre 1918, portant prorogation du privilège de la Banque de France.

Je ne vous ennuirai pas du détail des conditions d'approvisionnement de ce compte. Qu'il me suffise d'indiquer que, au 31 décembre prochain, il s'élèvera approximativement à 1.200 millions. Ces 1.200 millions seront appliqués à l'atténuation de la dette de l'Etat. Par son jeu automatique, ce même compte assurera, pour le 31 décembre 1922, une atténuation supplémentaire qui ne sera guère inférieure à 800 millions. Si donc l'Etat n'utilise sa marge de prélèvement à la Banque, au cours de l'exercice 1922, que comme volant de trésorerie, la seconde étape du remboursement pourra être franchie, sans qu'il y ait à demander quoi que ce soit aux disponibilités du marché pour tenir sa promesse.

En 1923, le jeu du compte d'amortissement fournira au Trésor une atténuation automatique de sa dette d'environ 750 millions. Un effort sera probablement nécessaire cette année-là pour franchir la troisième étape. Mais, vraiment, qu'est-ce qui autorise aujourd'hui à prétendre que cet effort supplémentaire excédera alors nos possibilités ?

Si je suis bien informé, c'est d'ailleurs une autre objection que l'on soulève à l'occasion de ces remboursements. On craint qu'ils n'amènent une contraction monétaire excessive, dangereuse pour le développement des affaires et du crédit.

Laissez-moi vous dire que je ne partage aucunement ces

crainces. Non seulement il n'y aura pas contraction du crédit mais c'est le contraire qui se produira.

On voit la facilité avec laquelle l'État peut opérer le remboursement des avances de la Banque de France. La charge qu'il impose au budget ne saurait être un argument contre la déflation. Quand M. Bokanowski proposa de la retarder en prétendant faire bénéficier de 80 millions, un budget de 23 milliards, il a eu évidemment d'autres motifs que le souci de l'équilibre du budget,

Mais en dehors des avances de la Banque à l'État, il y a l'émission de billets dont le total a été fixé par la loi du 12 août 1914 et par une série de décrets.

La loi du 5 août 1914 en avait fixé le chiffre à 12 milliards : pendant la guerre le chiffre en fut porté par 8 décrets, y compris celui du 5 septembre 1918, à 33 milliards. Depuis, en temps de paix les décrets suivants en ont élevé le maximum :

|                            | Milliards |
|----------------------------|-----------|
| 25 juin 1919 . . . . .     | 36        |
| 17 juillet 1919. . . . .   | 40        |
| 28 septembre 1920. . . . . | 44        |

Le paragraphe 8 de l'article 17 de la loi portant ouverture et annulation de crédits sur l'exercice 1920, était ainsi conçu :

ART. 17. — Pendant l'absence des Chambres dans l'année 1921, la limite maximum de l'émission des billets de la Banque de France pourra être élevée jusqu'à 43 milliards de francs, pour les besoins du commerce, par décret rendu en Conseil d'Etat, sur la proposition du ministre des Finances.

Le 12 juillet, le rapporteur général, M. Henri Chéron, essaya d'en atténuer la portée en disant :

En réalité, cette disposition est la même que celle qui avait été écrite dans l'article 74 de la loi du 31 juillet 1920. Par conséquent nous n'élevons pas le maximum au delà de



ce qui avait été fixé dans cet article de loi, mais je fais remarquer qu'en 1920 le gouvernement n'était pas allé jusqu'à cette limite de 43 milliards. Il avait eu la sagesse, par le décret du 28 septembre 1920 rendu en Conseil d'Etat, de fixer la limite à 41 milliards, chiffre qui, d'ailleurs, n'a pas été atteint puisque, à l'heure actuelle, la Banque de France a encore une faculté d'émission de 2 milliards 500 millions.

Et il termine en disant :

Nous entendons marquer, au moment où nous votons cet article que nous demeurons hostiles à tout accroissement de l'inflation fiduciaire.

C'est fort heureux, et l'émission n'atteint jamais le chiffre de 40 milliards.

En exécution de la convention du 25 avril 1916, la Banque d'Angleterre s'était engagée à escompter des bons du Trésor français jusqu'à concurrence de 60 millions de livres, sous condition que la Banque de France effectuerait à la Banque d'Angleterre un dépôt d'or représentant un tiers du montant de ces bons.

Le gouvernement français ayant remboursé à la Banque d'Angleterre, le 3 et le 20 septembre dernier, pour 6 millions de livres de bons, la garantie correspondante en or, déposée par la Banque de France, a été immédiatement restituée.



LIVRE X

**Les persévérants de l'inflation**



## CHAPITRE PREMIER

### Les inflationnistes et la contraction monétaire

En dépit des faits que nous venons d'exposer les inflationnistes ne se résignent pas à revenir à la saine monnaie, *sound currency*.

En France, furieux contre la convention du 29 décembre 1920, ils essayent de la faire échouer. Le 21 février 1921, la Bourse, prise d'une sorte de frénésie, qui se propagea dans les couloirs du parlement, en dénonça avec violence la contraction monétaire : la Banque n'avait plus de moyens de paiement ! Les prix s'écroulaient ! C'était la ruine ! Le change s'atténuait. Les étrangers n'achèteraient plus à la Bourse. Les cours s'effondreraient !

Cependant la convention du 29 décembre n'avait pas supprimé un billet de banque : donc on ne pouvait la rendre responsable de tous les maux qu'on lui attribuait.

— Mais elle les contient en germe, répliquaient les inflationnistes et ils concluaient : — il faut une nouvelle émission de 10 milliards.

On affirmait même dans les milieux parlementaires qu'elle était décrétée. Ce beau mouvement ne s'arrêta que lorsque, par une note catégorique publiée le 3 mars, la Banque de France signifia aux meneurs de ce mouvement qu'il n'y aurait pas d'émission : et il ne fut plus question

de la contraction monétaire. Elle se guérit comme les autres contractions nerveuses : et ceux qui avaient spéculé sur un boom inflationniste furent réduits à ruminer leur déception.

## CHAPITRE II

### M. Bokanowski et les charges fiscales

Inflationnisme limité. — Le taux du change et nos emprunts intérieurs. — Maintien du revenu nominal de la nation. — Les signes monétaires et l'impôt. — Trésor : recettes et dépenses. — Circulation immédiate. — Les privilégiés de l'impôt. — Etat consomme et ne produit pas. — Rentiers et contribuables. — *Si danger est dans une restriction de la circulation monétaire, le salut est dans une augmentation.* — Le change et le pouvoir d'achat du pays. — La dévaluation et la faillite.

Hélas ! Nous trouvons depuis longtemps parmi les inflationnistes plus ou moins avoués, M. Bokanowski, rapporteur général du budget !

Au mois d'octobre 1921, le rédacteur de la « semaine financière » du *Temps* s'étant permis de faire quelques observations sur la tendance monétaire de M. Bokanowski, celui-ci répondait au *Temps* dans une longue lettre <sup>1</sup>.

Il déclarait « qu'on ne l'avait pas compris lorsqu'on lui reprochait de préconiser une politique inflationniste ». Et il ajoutait :

1. Agence économique et financière, 22 septembre.

J'ai dit, au contraire, expressément, que je n'admettais pas qu'il fût émis 1 franc de billet pour faire face aux dépenses ordinaires du budget.

« Pour les dépenses ordinaires », soit, mais pour les dépenses extraordinaires du budget? Et qu'entend M. Bokanowski par dépenses extraordinaires du budget?

Il énumérait 36 à 38 milliards de charges nouvelles sans faire la distinction entre les deux sortes de dépenses; de là il partait en guerre contre les conséquences que pourrait avoir « une reprise libératoire du franc »; il considérait que « la déflation aurait pour résultat de resserrer le crédit, de diminuer la production et d'augmenter par là même le prix des produits ». Tous ces arguments sont inflationnistes, et le dernier même est d'une audace inflationniste que je ne crois pas avoir encore rencontrée.

M. Bokanowski estimait les arrérages de la dette extérieure, avec amortissement, à 18 milliards; les pensions de guerre et autres à 4 milliards; total 22.

Ils représenteront, disait-il, une charge qui ne saurait en rien être diminuée ou allégée par l'augmentation de la valeur du franc ni par la hausse du franc.

Est-ce que le taux de l'intérêt que nous avons à payer pour les emprunts extérieurs est le même avec un change déprécié qu'avec un change égal au *gold point*. Comment donc M. Bokanowski peut-il dire que la hausse du franc ne peut pas diminuer la charge qui en résulte dans nos rapports avec les autres pays et qui résulterait du paiement de notre dette extérieure?

M. Bokanowski concluait :

Il ne me paraît pas possible de soutenir cette charge que si le revenu nominal de la nation ne s'affaisse pas.

C'est faire supporter la charge fiscale par une bulle de savon.

Si le raisonnement de M. Bokanowski est bon pour la



France, il doit être bon aussi pour la Russie, l'Autriche, l'Allemagne : est-ce que leur revenu nominal leur donne du crédit? Est-ce que le revenu nominal de la France lui en donne? Le change répond.

M. Bokanowski déclarait qu'il ne voulait pas de nouvelles émissions pour « les dépenses ordinaires du budget »; mais il invoquait les services de la dette et des pensions pour démontrer la nécessité de l'inflation : Les considère-t-il donc comme des dépenses extraordinaires?

M. Bokanowski parle « d'envisager courageusement le problème ».

— Après nous le déluge! n'a jamais été considéré comme un adage de courage : et c'est la solution inflationniste, quel que fût l'aspect qu'essayait de lui donner le rapporteur du budget.

M. Bokanowski persévère. Il dit :

Si le franc revenait à sa valeur d'avant-guerre, le revenu du peuple français reviendrait aussi à son total d'avant-guerre. Comment, sur un revenu annuel de 33 milliards, pourrait-on en prélever 25 sous forme d'impôts? Il semble bien que le problème budgétaire devienne à peu près insoluble, si l'on s'obstine à poursuivre, comme un idéal, le retour du franc à sa parité d'avant-guerre.

L'évaluation du revenu à un certain nombre de milliards comporte beaucoup d'aléas. Mais dès avant la guerre, avec un budget de 5 milliards, dont 4.500 millions étaient dus à l'impôt, auxquels il fallait ajouter deux milliards d'impôts municipaux et départementaux, on arrivait aux résultats suivants.

En évaluant le chiffre des valeurs mobilières à 100 milliards, rapportant en moyenne 5 o/o par an, leur revenu total était de 5 milliards. Il était donc inférieur aux impôts payés à l'État, aux départements et aux communes.

Jamais ce prélèvement si considérable qu'il fût n'a causé la moindre gêne monétaire. Ce n'est pas l'abondance des signes monétaires qui sert à payer l'impôt : on porte des milliards au Trésor : le Trésor, malgré son nom, ne

thésaurise pas. Aussitôt reçus, il les remet dans la circulation, en payant les intérêts de ses dettes, ses fonctionnaires, etc.

Ceux-ci touchent d'un côté, dépensent de l'autre : la circulation s'établit. Les optimistes disaient dans le bon vieux temps : « l'argent roule », et ils en concluaient que le Roi pouvait largement dépenser en exigeant de ses sujets de forts impôts et en faisant des dettes. Ils avaient raison en ce sens que les sommes données se retrouvaient à peu près complètement dans la circulation.

Seulement ces sommes avaient servi à des consommations et n'avaient rien produit directement. De plus, en France, elles avaient été prélevées sur la partie de la nation soumise à l'impôt et la plus grande partie avait été distribuée entre des gens exempts d'impôts. Il en résultait que la plupart des sommes données au Roi ne revenaient pas à ceux qui les avaient fournies : ils n'en touchaient quelque chose qu'indirectement par les achats que ceux qui les avaient reçues étaient obligés de leur faire.

Maintenant le régime de l'impôt sur le revenu reconstitue une classe de privilégiés qui seraient complètement exempts d'impôts s'il n'y avait pas de droits de douane portant spécialement sur le blé et la viande, et de droits d'accise sur les boissons, le tabac et le sucre. On a cru que par l'impôt sur le revenu, on pourrait faire payer le budget à 500.000 contribuables. Système très simple. On retourne la règle constitutionnelle anglaise : — Celui qui paie l'impôt a le contrôle des dépenses en celle-ci : — celui qui est exempt de l'impôt l'établit et en profite aux dépens de celui qui le paye.

La Révolution de 1789 a été en grande partie le résultat de cette inégalité : et l'Assemblée nationale, dans son Adresse au Peuple Français, lui montrait qu'elle avait établi l'impôt réel et proportionnel, sans privilèges<sup>1</sup>.

1. Yves Guyot. *L'impôt sur le revenu*. Elle est reproduite en appendice.

Le chiffre d'impôts est effrayant et ruineux pour les motifs suivants :

1° La plus grande partie des Français ne paye que les impôts indirects et les représentants se livrent à des prodigalités en disant : — les riches paieront ! excellent moyen en les ruinant de ne pas augmenter les ressources de la nation.

2° Tout ce qui est remis à l'Etat est consommé sans augmenter le capital de la nation.

Nous trouvons les atténuations suivantes à ces dangers.

La plus grande partie des dettes de la France appartiennent à des Français, dont beaucoup sont contribuables : ceux-là recevront un remboursement de la partie de leurs impôts affectée aux paiements des intérêts des emprunts.

L'Etat répartissant immédiatement ce qu'il reçoit, il ne cause pas une restriction de la circulation : et une partie de ses fonctionnaires et de ses fournisseurs, non seulement répartissent les sommes qu'ils reçoivent en consommations diverses, mais encore en épargnent une partie qui reconstitue des capitaux.

M. Bokanowski voit le danger dans une diminution de la circulation monétaire : s'il en est ainsi, il voit le salut dans son augmentation : et il est sur la route suivie par Moscou, Vienne et Berlin.

En bon bullionniste, il s'imagine que ce sont les signes monétaires qui font la richesse et qu'on l'assure en multipliant la monnaie dépréciée.

M. Bokanowski demande : — comment sur un revenu annuel de 35 milliards pouvons-nous en prélever 25 sous forme d'impôts.

Mais aujourd'hui que faisons-nous ? Dans quelle mesure M. Bokanowski croit-il que les 27 milliards de billets de la Banque de France, non gagés, ajoutent au pouvoir d'achat du pays ?

S'il consulte le change, il doit constater que ce pouvoir d'achat a été diminué : et en définitive, on ne peut estimer

la valeur d'un pays que par le pouvoir d'achat que les autres nations lui reconnaissent.

Si M. Bokanowski conteste pour la France, je lui demande si les émissions de la Russie, de l'Autriche, de l'Allemagne ont augmenté leur pouvoir d'achat : et si elles ne l'ont pas augmenté, comment l'inflation aurait-elle augmenté le nôtre ?

J'ai constaté la différence entre la première phase et la seconde phase. Nous en sommes à la seconde phase.

D'après le texte enveloppé de M. Bokanowski, il conclut à la dévaluation. Mais l'intérêt de la dévaluation, tel qu'il le présente, c'est qu'elle servira à multiplier les signes monétaires. D'un louis on en fera 2, si on prend pour parité la £ à 50 francs ; on en fera 2,50 si on choisit le dollar à 12 fr. 50.

C'est bien la faillite avouée qui ne réparera pas la dépréciation du change. On achètera pour 50 francs au lieu d'acheter pour 25. Le résultat sera le même. Il n'y aura de changé que l'apparence. La dépréciation monétaire sera stabilisée, où est le bénéfice ?

— Mais il y aura un plus grand nombre de signes monétaires.

— Coupez en deux les billets de banque ou les écus de cinq francs et les louis, vous doublez le nombre des signes monétaires : mais vous n'en doublez pas la valeur.

Au contraire M. Bokanowski a-t-il une baguette magique à l'aide de laquelle il puisse faire qu'il en soit autrement ?

Enfin M. Bokanowski a affirmé sa sympathie pour l'inflation, quand, dans son projet relatif au budget de 1923, il a suspendu la convention du 29 décembre 1920 relative aux remboursements de l'Etat à la Banque, en comptant de ce fait une recette de 80 millions.

Cette proposition n'était pas de nature à relever notre change et notre crédit : il pu s'en apercevoir. Elle est une des plus graves erreurs que pût commettre un rapporteur général du budget.

## CHAPITRE III

### Le retour à l'inflation

M. Chavenon, directeur de *l'Information*, en produisant les arguments que mettent en avant la plupart des adversaires de la déflation<sup>1</sup>, complète la pensée de M. Bokanowski :

La richesse totale de la nation avoisinait 300 milliards. Aujourd'hui la dette, si l'on revient au franc or, représente la totalité de la fortune nationale, et l'impôt a quintuplé; la participation de chaque habitant dans la dette n'est pas inférieure à 8.300 fr.

Il nous paraît à peu près impossible que la dette publique soit à ce moment (dans dix ans) inférieure à 400 milliards de francs. Elle aura été grossie, en effet, des déficits annuels provenant du budget ordinaire et des réparations, pensions, etc., que l'Allemagne n'aura pas remboursées.

Alors, le service normal de la dette publique représentera une vingtaine de milliards, soit quatre fois le total des budgets antérieurs à la guerre. Et c'est avec le franc au pair avec une circulation ramenée à son niveau antérieur qu'on prétend satisfaire à cette obligation?

Admettons l'hypothèse de M. Chavenon : pour payer l'intérêt de la dette, plus les services publics, « plus les

1. *L'Information*, 13 septembre 1921.

canaux, les ports, etc. », il faut maintenir les billets de banque non gagés : mais sont-ils suffisants? Ne faudra-t-il pas en augmenter le nombre? M. Chavenon est d'autant moins disposé à reculer qu'il est convaincu que l'émission des billets de banque non gagés n'est pas un emprunt.

Il considère que l'inflation est le vrai moyen d'« amener l'activité dans les affaires ».

Il ne faut pas lui parler d'économies. Il répond : — Moi, je parle sérieusement.

Il considère que l'émission du papier monnaie est pour l'Etat, une forme aimable et séduisante de se procurer des capitaux. Il la célèbre comme ne comportant pas la contrainte qui résulte de l'impôt. Il oublie que les mots « cours forcé », impliquent l'obligation. Le débiteur n'a pas le droit de refuser le papier que l'Etat lui ordonne de recevoir pour la liquidation de toutes les obligations publiques et privées auxquelles il est assujéti.

Tous ceux qui invoquent le danger de la contraction monétaire sont prêts à demander une nouvelle inflation, même quand ils s'en défendent.

Si les 36 milliards actuels sont indispensables pour régler les hauts prix, le budget et la dette, ils seront insuffisants dans dix ans pour payer les intérêts d'une dette plus forte, donc, il faudra en augmenter le chiffre.

Mais puisqu'on met la machine à imprimer en mouvement, pourquoi donc se borner à trois ou quatre dizaines de milliards de billets de banque non gagés? pourquoi ne pas en tirer en assez grand nombre pour rembourser la dette? Voilà une opération radicale de grande envergure, qui dégagerait l'avenir.

Car M. Chavenon ne croit pas que l'émission de papier-monnaie soit un emprunt. Il dit :

Ceux qui ne veulent pas voir la situation telle qu'elle est, semblent croire que des emprunts en bons du Trésor ou en rente perpétuelle, qui aggravent sans cesse nos déficits permanents, pourront suffire à tout. A ceux-là je donne rendez-vous dans deux ou trois ans.

M. Léon Chavenon croit donc que le papier-monnaie peut les remplacer avantageusement; qu'il n'est pas une forme d'emprunt.

M. Chavenon donne des rendez-vous dans deux ou trois ans. Je n'ai pas la cruauté de lui en donner à Moscou, à Vienne ou à Berlin.

Parlant de notre livre *Inflation et Déflation*, M. Léon Chavenon dit :

Les solutions considérées par MM. Yves-Guyot et Arthur Raffalovich se réduisent à un dilemme qu'ils ont eux-mêmes parfaitement, quoique implicitement formulé : la banqueroute ou la dévalorisation du franc.

Je me borne à faire observer qu'une formule ne peut pas être implicite; et, loin d'accepter l'opinion que nous prête la perspicacité de M. Léon Chavenon, nous avons démontré, dans les formules les plus explicites, basées sur des faits évidents, que le développement de l'inflation était une cause de la dévaluation de la monnaie qui, elle-même, était une banqueroute plus ou moins complète.

M. Léon Chavenon confond perpétuellement la richesse d'un pays avec le chiffre de ses instruments de paiement, et il parle, en cas de déflation, de la difficulté de « faire le service » de la dette.

Veut-il, pour en assurer le service, l'augmenter de l'emprunt forcé qu'est toute émission de billets non gagés ou le convertir en papier-monnaie?

Alors il n'y a plus de dilemme, il n'y a qu'une certitude : c'est la banqueroute.

## CHAPITRE IV

### Le pire des emprunts<sup>1</sup>

Un certain nombre de députés qui se croient avisés se sont dit :

— Nous payons pour les bons de la Défense, pour les emprunts de tout genre, des intérêts qui sont de beaucoup supérieurs à ceux que nous payons à la Banque de France pour ses avances, et nous n'en payons pas du tout pour les billets non gagés qu'elle émet en plus.

Il faut donc remplacer les divers emprunts émis depuis la guerre, par des billets de banque. M. Aubriot et quelques-uns de ses amis socialistes déposèrent une proposition de loi ayant cet objet.

M. Painlevé, dans une interview publiée le 20 avril 1921 par le *Bonsoir*, approuva :

Le projet de loi Aubriot prévoit une émission de 150 milliards de billets de banque. Mais il faut qu'il soit bien entendu que ce chiffre est un maximum qu'on ne doit pas atteindre dès le premier jour.

Donc, vous le voyez, le principe d'une nouvelle émission, entourée des garanties nécessaires, ne trouve pas en moi un adversaire — au contraire.

1. V. *suprà*, liv. III. *La vraie monnaie et l'inflation.*



M. Painlevé ne se préoccupe ni des répercussions, ni du dénouement de l'émission de ces 150 milliards de billets. Cela prouve qu'il ne connaît ni l'histoire des crises d'inflation, ni la différence qu'il y a entre le papier-monnaie et le billet de banque.

Les promoteurs de tous ces projets prouvent qu'ils ne connaissent pas le caractère du billet de banque.

M. Charles Gide lui-même, inflationniste modéré, dans un memorandum adressé à la conférence de Bruxelles :

La Banque de France a une très forte encaisse métallique (5.836 millions de francs dont 5.588 or au 8 juillet 1920), ce qui, sur la base généralement admise de un tiers, suffirait à couvrir 17 à 18 milliards de billets.

Ainsi M. Charles Gide croit qu'on peut émettre trois billets, quand il y a une encaisse d'or équivalant à un; mais en échange de quoi seront émis les deux autres billets? Par quoi seront-ils remboursés?

Le vrai billet de banque est un papier au porteur, convertible à vue, facilement divisible, remis par la Banque en échange de valeurs irréductibles, soumises à l'endossement et payables à terme.

L'émission du vrai billet de banque est provoquée par un emprunt volontaire de particuliers sur la garantie d'un papier commercial, produit et endossé par eux.

La solidité de la Banque dépend de son portefeuille commercial. L'encaisse ne joue qu'un rôle d'appoint intervenant, avant la guerre en 1912 et en 1913, pour moins de 14.000 francs par million dans les paiements.

Le billet de banque, émis en dehors du papier commercial ou de dépôts de métaux précieux et de titres, n'existe qu'en vertu du cours forcé qui l'impose comme moyen de liquidation de toutes obligations. Au lieu de représenter un emprunt contracté par des particuliers, il est un emprunt forcé, prélevé par le gouvernement directement ou indirectement sur tous les membres de la nation.

Donnant une hausse factice aux prix, il frappe tous les

consommateurs et augmente le coût de toute production. Il se heurte au contrôle extérieur qui s'appelle le change et qui diminue ou annule le pouvoir d'achat du papier qu'il a fait émettre. Il mange d'avance le capital de l'Etat et des particuliers. Toute nouvelle émission est une destruction de la valeur des billets déjà émis et de ceux qu'elle émet. Le papier monnaie se dévore lui-même. L'illusion qu'il crée court toujours le risque d'une loi telle que celle du 21 mai 1797, qui annula tous les assignats en circulation ; et ils s'étaient déjà annulés eux-mêmes.

*L'émission de papiers, n'ayant de valeur que le cours forcé, dont ils sont dotés, constitue un emprunt, et le pire des emprunts : 1° parce qu'il est forcé ; 2° parce qu'il est destructif de la valeur à l'intérieur ; 3° parce qu'il détruit à l'étranger le pouvoir d'achat de la nation qui y a recours ; 4° parce qu'il prépare, avec une vitesse qui va toujours s'accroissant, une catastrophe inévitable.*

## CHAPITRE V

### Le billet de rente

Quand il s'agit des questions monétaires, on peut s'attendre à toutes les aberrations.

Deux chambres de commerce, celle de Béziers et celle de Toulouse, ont adopté au mois de juillet 1922 un vœu tendant à créer un billet de rente.

Le *Matin* avait bien eu l'idée de transformer les titres de l'emprunt 6 o/o en « billet de rente »; mais il n'avait pas demandé pour leurs titres le cours forcé.

Les deux chambres de commerce réclament la création d'un nouveau type de monnaie fiduciaire ayant force libératoire. Ce billet, d'une valeur de 100, 1.000, 10.000 francs serait délivré seulement aux souscripteurs des emprunts de la Défense nationale, en échange de leurs rentes reprises au cours d'émission; il rapporterait 2,40 o/o d'intérêt et serait remboursable à leur gré aux porteurs.

En quelle monnaie serait-il remboursable? et quel en serait le taux sur le marché?

M. Albert Dreyfus a posé les questions suivantes à ce propos dans la *France Économique et Financière* du 29 juillet :

S'imaginer-t-on, à l'intérieur, les paiements se faisant au

cours du jour, de sorte que tout règlement comporterait la consultation de la cote de la rente (dont les cours naguère étaient d'une sincérité au moins discutable)? Ou bien, pour éviter cet inconvénient, ce papier devra-t-il être accepté pour sa valeur nominale? En ce cas, il restera à établir des calculs pour le prorata des intérêts acquis; voilà qui facilitera bien, évidemment, la rapidité des transactions. Et puis, nous venons à peine de sortir de l'arbitraire dans la fixation de cours de la rente; voudrait-on nous y faire rentrer en lui assignant une valeur qui ne répondrait pas au résultat de l'offre et de la demande? En l'espèce, ce serait particulièrement grave, car cette loi, violée dans la fixation de la valeur nominale de la monnaie, prendrait immédiatement sa revanche dans la fixation des prix.

Enfin, bien que parler de droit en cette matière puisse sembler anachronique, peut-on rappeler, timidement, que la création du « billet de rente », du vrai « billet de rente » ayant pouvoir libératoire, ne pourrait être décidée qu'en violation du privilège d'émission de la *Banque de France*? Ce privilège date de la loi du 29 germinal an XI; il a été, depuis lors, constamment renouvelé, et le dernier renouvellement, édicté par la loi du 20 décembre 1918, l'a prorogé jusqu'en 1945.

## CHAPITRE VI

### L'amortissement par l'inflation gagée

M. Adrien Durand, sous le patronage de M. le sénateur de Monzie, a exposé un projet *d'amortissement par l'inflation gagée*<sup>1</sup>, en prenant cette formule girouette : ni inflation systématique, ni déflation systématique.

Dans ce système, l'Etat fait de nouveaux emprunts à la Banque de France, les verse à une caisse qui rachèterait en Bourse les rentes de l'Etat, les verserait à la Banque de France laquelle en toucherait les coupons jusqu'à complet remboursement de ses avances. Tout le mécanisme de l'opération est basé sur la différence existant entre le taux des rentes et l'intérêt que l'Etat paye à la Banque de France. Mais le billet de la Banque de France qui a servi à racheter 100 francs de rente, que devient-il? Le titre est considéré comme amorti, mais le billet de la Banque de France entre dans la circulation : et des milliards de billets de banque remplaceraient des milliards de titres de rente, jusqu'à ce que les économies résultant de la différence d'intérêt eussent permis de détruire peu à peu les billets de banque qui remplaçaient les titres.

1. V. *Grande Revue*, juillet 1922.

MM. Adrien Durand et de Monzie disent :

Si on portait à 72 milliards les 36 milliards de billets de banque actuellement en circulation, leur valeur actuelle de 0 fr. 40 tomberait à 0 fr. 20.

Ce serait déjà une diminution de valeur appréciable que la réduction du franc au 5<sup>e</sup> de sa valeur normale; mais ils se trompent, en imaginant que l'augmentation des billets et la diminution de leur valeur suivent une proportion égale.

MM. de Monzie et Albert Durand peuvent vérifier. Ils trouveront que la dépréciation est plus rapide que celle de l'émission, jusqu'au moment où elle touche le zéro.

## CHAPITRE VII

### Inflationnisme génial

MM. Henry Ford et Edison. — Le sénateur Ladd et le Bonus.

M. Henry Ford, le grand constructeur d'automobiles, et M. Edison, le célèbre inventeur, ont réclamé cette année, au gouvernement des Etats-Unis des moyens d'inflation. M. Henry Ford veut établir à Muscle Shoals sur le Tennessee une grande usine de force motrice qui coûterait \$ 30.000.000. Il a demandé au gouvernement de les fournir en émettant un chiffre de papier monnaie égal. M. Edison a appuyé ce projet en disant avec une naïveté stupéfiante :

Sous l'ancien système, pour ajouter \$ 30.000.000 à la richesse nationale, il fallait faire une dette de cette somme. C'est ce que M. Henry Ford veut éviter. Il regarde et je regarde avec lui, comme une stupidité que le peuple des Etats-Unis pour se procurer \$ 30.000.000 de sa propre monnaie soit obligé de payer 66 millions de dollars, chiffre comprenant le capital et l'intérêt de cette somme.

Le Bulletin de la *National City Bank* <sup>1</sup> s'est donné la peine d'expliquer à M. Edison, qui voudrait supprimer l'intérêt, que la personne à qui on emprunte des capitaux rend un service qui doit être rémunéré.

Le crédit, dit-il, ne remplace pas le capital : il est seulement un moyen de rendre l'usage du capital plus rapide. En principe, il n'y a pas de différence entre l'intérêt et le profit : le retour au capital contribue à l'accroissement du capital et au progrès général. Les carrières de MM. Ford et Edison démontrent ce fait. Ils ont acquis de grandes richesses, mais ils ont apporté des valeurs en échange et ce qui reste dans leurs usines a apporté des moyens pour le développement de grandes industries.

Le sénateur Ladd, professeur d'agriculture dans le North Dakota, a eu une idée encore plus géniale<sup>1</sup>. On sait que des hommes politiques, exagérant les générosités que le gouvernement des Etats-Unis a prodiguées aux combattants de la guerre de la Sécession, ont proposé un bonus aux 4 1/2 millions de soldats engagés pour la guerre de 1917. Mais où trouver les fonds nécessaires? Le sénateur Ladd a trouvé un moyen très simple de tirer d'embarras le gouvernement et le congrès. On leur enverra \$ 4.500 millions de beaux papiers avec lesquels ils pourront acheter chacun, si cela leur plaît, pour \$ 1.000 des *gold bonds* 3 o/o! Rien de plus simple. La machine d'imprimerie résout la question : mais pourquoi ne la résoudre-t-elle pas aussi pour les autres dettes des Etats-Unis? et pour leur budget? et pour les dépenses de chaque particulier, — comme en Russie?

1. *The Commercial and Financial Chronicle*, juin 21-1922.



## LIVRE XI

# Vœux de la Semaine de la Monnaie<sup>1</sup>

1. Ses travaux ont été publiés sous ce titre : *La politique financière et monétaire de la France*. Rapports, travaux et comptes rendus de la Semaine de la Monnaie. Un vol. gr. in-8, prix 30 fr. Librairies Alcan, Dunod, Pion. Nouvelle librairie nationale.



## CHAPITRE PREMIER

### Vœux de la Semaine de la Monnaie

Stabilisation de zéro. — Banqueroute des signes monétaires et permanence des capitaux fixes. — Pour la déflation. — Solidité de l'avenir. — La crise de 1893 et sa réparation rapide. — Les dettes aux Etats-Unis. — Deux sortes d'obstacles à la reconstitution économique de l'Europe : obstacle économique ; obstacle politique.

La *Semaine de la Monnaie* qui eut lieu du 6 au 10 juin adopta les vœux suivants :

#### *Vœu sur l'inflation*

La « Semaine de la Monnaie », après discussion des différents rapports où sont analysés les effets et les conséquences pour le pays de la dépréciation de la monnaie, dont la cause essentielle est l'inflation fiduciaire ;

Considérant que ces effets et conséquences ont été, d'une manière générale, désastreux ; qu'il y a le plus grand intérêt à en éviter le développement et à en prévenir le retour ;

Condamne de façon catégorique toute émission de billets pour les besoins de l'Etat ;

Prend acte de la décision des associations adhérentes d'unir leurs efforts pour s'opposer à tout nouveau recours à l'inflation fiduciaire en vue de couvrir des dépenses publiques.

*Vœu sur la politique monétaire*

La « Semaine de la Monnaie », considérant qu'une réforme monétaire fondée sur une évaluation légale du franc ne saurait être envisagée, en raison notamment de l'incertitude qui fait peser sur l'avenir la liquidation de certains problèmes financiers découlant de la guerre (règlement des dettes inter-alliées, des réparations, etc.);

Considérant que les étapes du crédit de la France seront les étapes mêmes de son assainissement monétaire;

Emet le vœu :

Que le gouvernement et le Parlement, se conformant aux engagements résultant de la loi du 31 décembre 1920, poursuivent l'assainissement progressif de la circulation fiduciaire et restituent ainsi, à la Banque de France, de nouvelles capacités de crédit au profit du commerce, de l'industrie et de l'agriculture.

*Vœux sur la liberté des conventions et le droit de propriété*

La « Semaine de la Monnaie », considérant que l'inflation et l'instabilité entraînent un déséquilibre entre les facultés d'achat et la masse des utilités et services disponibles, paralyse les échanges entre les peuples, provoque ainsi les troubles économiques et sociaux les plus graves;

Considérant qu'elles produisent un déplacement des fortunes, préjudiciable à l'ordre et à la paix social;

Considérant qu'à la faveur du désordre ainsi créé, et prenant pour cause ce qui n'était que conséquence, le législateur a édicté des mesures dont les répercussions néfastes apparaissent chaque jour;

Que parmi ces mesures les plus condamnables figurent, sans que cette énumération soit limitative:

1° La taxation des denrées, des marchandises et la constatation officielle des prix;

2° La législation sur la spéculation illicite qui livre à l'arbitraire des tribunaux tous les commerçants, même ceux dont la probité est au-dessus de tous soupçons;

3° Les mesures douanières de prohibition, de restriction à l'importation et à l'exportation qui contribuent à fausser la vie économique universelle;

4° La loi sur le règlement transactionnel qui doit cesser d'exister à son terme prévu, sauf à conserver par un texte distinct les mesures prises en faveur des obligataires;

5° Les mesures attentatoires à la propriété privée et spécialement à la liberté des contrats en matière de loyers, qui

atteignent non seulement les propriétaires, mais, par répercussion, la masse de la Nation, en perpétuant les graves crises du logement et du bâtiment;

6° Le régime fiscal actuel paralysant les initiatives, empêchant en fait, sinon en droit, les mesures habituelles de prévoyance commerciale et dont la complexité est telle que le fisc lui-même ne peut en assurer l'application;

Emet le vœu :

Que toutes mesures restrictives de la liberté des conventions et du droit de propriété soient rapportées dans le plus bref délai.

#### *Vœu sur les salaires*

La « Semaine de la Monnaie », estimant qu'une politique d'assainissement monétaire implique une révision parallèle des salaires, qui ne sauraient être maintenus, sans danger pour la production et les finances publiques, au niveau atteint pendant la période d'inflation; estimant, d'autre part, que la rémunération du travail doit avant tout dépendre de la production de l'ouvrier en quantité et en qualité, ainsi que de la situation économique générale;

Condamne le principe d'une échelle mobile de salaires, d'après laquelle le mouvement des salaires serait réglé automatiquement par les variations du coût de la vie;

Emet le vœu :

Que la révision des tarifs de traitements et de salaires établisse entre la rémunération de l'élite intellectuelle et ouvrière et celle de la main-d'œuvre non qualifiée la différence que l'évolution des dernières années a trop souvent fait disparaître.

#### *Vœu sur la création d'un marché à terme des changes*

La « Semaine de la Monnaie » émet le vœu :

Qu'un marché à terme des changes, à l'exemple de celui qui a été créé à Anvers, avec telles modalités d'adaptation qui seraient jugées nécessaires, soit créé à Paris, avec le concours des banquiers et des professionnels qualifiés industriels et commerçants exportateurs ou importateurs, sans aucune ingérence de l'Etat;

Que si les mesures législatives ou administratives, nées de la guerre, sont de nature à entraver éventuellement la création d'un tel marché, elles soient immédiatement rapportées;

Que ce marché, sans être obligatoire, centralise dans la mesure du possible les opérations de change;

Qu'il assure un cours public et certain des devises étrangères ;

Que les précautions nécessaires soient prises pour donner à ces opérations un caractère absolu de sécurité.

#### *Vœu général*

La « Semaine de la Monnaie », considérant que la stabilité monétaire nécessaire à la santé économique du pays ne pourra être obtenue que par le retour à la convertibilité en or, lequel dépend essentiellement de la réalisation de l'équilibre budgétaire et d'un solde favorable de la balance générale des paiements ;

Considérant que la cause des émissions anormales étant en définitive l'excès des dépenses de l'Etat, qui produit le déficit budgétaire, tous efforts doivent être faits en vue de réaliser l'équilibre du budget ;

Considérant que l'équilibre budgétaire n'est possible que si l'Etat proportionne ses dépenses à ses recettes et non ses recettes à ses dépenses ;

Considérant que l'augmentation des recettes normales de l'Etat ne peut provenir que de la prospérité générale du pays ;

Considérant, d'autre part, que l'Allemagne possède la capacité économique nécessaire pour réparer les dommages que son agression a causés :

Emet le vœu :

1° Que l'Etat ne conserve que ses attributions essentielles et abandonne le plus tôt possible, progressivement et suivant des formes à déterminer, les gestions industrielles aux mains des particuliers ;

2° Que l'Etat comprime ses dépenses dans tous les services qui doivent lui demeurer ;

3° Que soient évitées toutes interventions législatives ou gouvernementales qui auraient pour résultat de diminuer le rendement de la production française ;

4° Que soit maintenue la séparation entre le budget ordinaire de la France et le budget des dépenses recouvrables ;

5° Que l'Allemagne soit contrainte, par tous les moyens qui apparaîtront effectifs, à fournir, sous quelque forme que ce soit, au budget français des réparations, les ressources nécessaires à ce budget.

*Vœu présenté par la Confédération des Travailleurs Intellectuels à la « Semaine de la Monnaie »*

La « Semaine de la Monnaie », constatant, par contre, que

les appointements, honoraires ou indemnités des travailleurs intellectuels (techniciens de l'industrie, du commerce, professions libérales et artistes) n'ont pu être relevés que dans une proportion très inférieure à la fois à l'augmentation du prix de la vie et non proportionnellement à la dépréciation de la monnaie;

Constatant qu'une semblable situation tend à écarter l'élite du pays de professions nécessaires à l'encadrement d'une société moderne;

Emet le vœu :

Qu'il soit tenu compte, d'une manière plus équitable, pour tous les travailleurs intellectuels, des courbes ascensionnelles des autres salaires et de la situation monétaire.

*Pour la création d'un Comité permanent exécutif  
de la « Semaine »*

La « Semaine de la Monnaie » charge le Comité d'organisation et d'étude, devenu Comité exécutif et permanent de la « Semaine », de poursuivre l'exécution des vœux et des résolutions, et de travailler à la liaison entre l'Etat, les groupements d'intellectuels, les associations industrielles, commerciales et agricoles et ouvriers en vue de hâter l'assainissement de la situation financière et monétaire.

\*  
\*\*

Nous avons cité tous les vœux adoptés, dont l'ensemble est excellent. Cependant ils ont le même défaut que les résolutions votées dans les conférences. Ils ne sont pas assez concentrés.

M. François-Marsal, ancien ministre des Finances, rapporteur général, prononça dans la dernière séance un discours dans lequel il exposa la situation financière de la France et montra la nécessité de la déflation. Il rappela que lorsqu'en 1920 et en 1921, on lui attribua la baisse des prix, elle ne s'était pas produite : mais on voulait l'abrogation de la loi du 31 décembre 1920 qui la préparait.

C'est à la sauvegarde de cette loi que doivent s'attacher les membres du gouvernement, du parlement, tous les groupes et tous les hommes qui ont souci de l'avenir financier de la France.

Nous avons montré les bénéfices de la déflation, contrairement à l'opinion extraordinaire non seulement des partisans de l'inflation, mais des partisans de la dévaluation qu'ils appellent la stabilisation.

Veulent-ils stabiliser le rouble russe, la couronne autrichienne, le mark de Berlin ?

La dévaluation est absolue quand elle a atteint le zéro ; c'est la banqueroute complète des signes monétaires.

Mais elle n'atteint pas les forces vives de la nation : elle laisse intacts ses capitaux fixes qui peuvent être utilisés à la production. Et alors, il faut chercher les moyens de leur fournir les capitaux circulants indispensables à la production des terres, des usines, des manufactures.

La banqueroute est le résultat de la politique de résignation, d'apathie ou de mauvaise foi. Les pays qui, comme l'Angleterre, la France, l'Italie, ont l'énergie nécessaire pour mettre en œuvre les ressources qu'ils possèdent doivent pratiquer *la déflation sans admettre l'altération de leur étalon monétaire*.

M. Warren F. Hickernell, directeur of *the Business Conditions service Alexander Hamilton institute* disait le 20 décembre 1921 :

Nous entrons maintenant dans une ère où le résultat des inventions et découvertes en mécanique, en chimie, en électricité, en médecine, combiné avec un meilleur sentiment parmi les ouvriers et une augmentation dans l'efficacité du travail, fera que nos plus grandes prévisions de l'expansion industrielle et commerciale seront surpassées. Ce fut ainsi après 1820, quand la liquidation des guerres napoléoniennes aboutit à la déflation. Une période de prix stable suivant la déflation produit toujours un bon sentiment, un haut ton moral, un progrès dans l'instruction et un développement économique rapide.

M. Warren F. Hickernell parlait surtout pour les États-Unis : mais ces vérités s'appliquent à toute les nations.

Nous avons, dans des époques relativement récentes,



la preuve de ce que peuvent faire des hommes qui ne se laissent pas abattre.

En 1893, aux États-Unis 600 banques avaient suspendu leurs paiements : on comptait 16.000 faillites. Le cultivateur américain était réduit à économiser son tabac à fumer. La Grèce était insolvable, l'Italie sur le bord de la banqueroute. La Russie était dévastée par la famine et la peste. En Australie, toutes les banques étaient fermées<sup>1</sup>.

Tout cela fut réparé rapidement.

— Mais le désastre actuel est beaucoup plus grand.

— Oui, mais les moyens d'action de l'homme sur les agents naturels sont beaucoup plus puissants.

Je n'aborde pas ici la question des dettes interalliées.

Les dettes de l'Europe aux États-Unis s'élevaient au mois de juin 1921 à \$ 10.141 millions, dont :

|                           | Liv. ster. millions |
|---------------------------|---------------------|
| Grande-Bretagne . . . . . | 4.166,3             |
| France . . . . .          | 3.350,7             |
| Italie. . . . .           | 1.648,0             |
| Belgique . . . . .        | 375,2               |

Il faut ajouter à la dette des États-Unis environ 1 milliard d'intérêts non payés.

Les États-Unis ont fait des prêts à l'Europe, environ \$ 500 millions en 1921 dont une partie pour des remboursements.

Les États-Unis ne peuvent pas se désintéresser du sort de l'Europe, mais il ne faut pas se faire d'illusion sur leur intervention. Le gouvernement des États-Unis ne peut faire cadeau des sommes qui lui sont dues, surtout si le congrès donne aux anciens soldats le *bonus* que d'imprudents politiciens leur ont promis. Dans le message du 20 septembre par lequel le président Harding a expliqué son veto, il déclare qu'il approuve le but de la loi et qu'il

1. *The nation's business.*

ne la repousse parce que les recettes nécessaires ne sont pas prévues.

Deux sortes d'obstacles retardent la reconstitution économique de l'Europe.

*Le premier est l'obstacle économique.* — La Société des Nations ne peut se constituer solidement si les peuples qui la composent se livrent les uns aux autres à des conflits économiques. Jamais l'esprit protectionniste n'a été plus développé. Chaque pays voudrait vendre aux autres et ne rien leur acheter.

Il en résulte que les échanges ne peuvent se faire à l'aide de marchandises. Les frontières leur étant fermées, il faut les remplacer par des signes monétaires.

Mais les exportations d'or sont interdites soit en fait, soit en droit. Il doit être remplacé par de la monnaie de papier qui n'a cours qu'à l'intérieur de son pays d'origine. De là les différences de change qui viennent ajouter leurs impedimenta à ceux des droits de douane.

On parle de stabilisation des changes, en oubliant que les changes ne sont que des résultats d'échanges. Pour y arriver, il serait nécessaire de déterminer exactement la parité des échanges de tous les pays entre eux ! Et comme les prix sont variables, il faudrait rétablir ce tableau tous les jours !

*Le second est l'obstacle politique.* — Les Bolcheviks ont ruiné matériellement, moralement, intellectuellement le plus grand Etat du monde. S'ils n'étaient pas si affaiblis par l'effroyable régime auquel ils l'ont soumis, ils constitueraient le danger d'une nouvelle invasion des barbares. Actuellement, ils la pratiquent en envoyant des subsides et des émissaires dans tous les pays où se trouvent des agités qui voudraient soumettre leurs compatriotes aux bienfaits de la dictature de Moscou.

Unis à eux par le traité de Rapallo, les Allemands entendent ne pas appliquer le traité de Versailles et se dérober aux réparations qu'ils doivent. Certains gouvernements de nos alliés d'hier, par leur sollicitude pour eux,

les engagent à cette résistance. Ils sont préoccupés de sauver l'Allemagne qui se met volontairement en état de banqueroute : et ils traitent la France en ennemie parce que, après avoir abandonné la plus grande partie des réparations auxquelles le traité de Versailles lui donnait droit, elle ne se décide pas à abandonner le tout. Ils sont pleins de tendre sympathie pour l'Allemagne : et ils voient avec une sorte d'indifférence satisfaite l'énorme déficit contre lequel nous avons à nous débattre.

Notre politique étrangère a subi aussi des incohérences, s'est livrée à quelques manœuvres fâcheuses, à des discussions regrettables, à des apologies choquantes et a oublié que les menaces ne remplacent pas les actes.

Les défaitistes de la paix, en réclamant l'inflation, attaquent le crédit de la France, et en déprécient le change.



## Table Analytique

---

### A

ALLEMAGNE et inflation du mark (Liv. IV), 45, Désordre financier, 45. — Commerce extérieur, 48. — Exportation des titres et du papier-monnaie, 52. — Le délire inflationniste, 55. — Prix en (IV), 57. — Refus de payer, 59. — Circulation et convention monétaire, 222. — Son inflation et sa dette, 224.

AMÉRIQUE DU SUD, 3.

*Anderson*, 141.

Argent (terme impropre), 8. — Baisse de (I'), 25.

*Arnaudé*, VII.

*Arthuys* (Jacques), 121, 131.

### B

Banque, billets de (III), 36. — Caractères du billet de banque, 37. — Éléments de l'actif des banques. Erreur de M. Keynes, 126. — Circulation monétaire et convention métallique, 221.

Banque d'Angleterre et les encaisses de Banques, 240.

Banque de France (avances à l'Etat et leur remboursement), 249.

*Bastiat* (Frédéric), 6.

*Bertrand* (Georges), 243.

BÉZIERS (Chambre de commerce de), 277.

Bimétalliste (la campagne d'inflation), (II), p. 13. — Les silvermen américains et les agrariens européens, 20.

*Bokanowski*, 264.

*Boussenet*, 137.

BRÉSIL (caisse de conversion), 147.

Bullion committee report (1810), 157.

Bullionnistes (les survivances), (I), 1. — Illusions, 207.

### C

Capitaux (baisse des) et baisse du Revenu, 212.

*Cassel* (G.), (système du professeur), 78.

*Celier*, 91.

Chambres de compensation, 237.

Change, caractère (du), 41. — Conférence de Gênes, 110, 116.

*Chavenon* (Léon), 270.

City editor of the Times, 59, 61.

Clearing houses, 237.

Conférence de Bruxelles, 96. — De Gênes 105, 111.

Currency Sound league, 21. — Conférence de Gênes, 106.

### D

Débouchés (théorie des), 5.

*Décamps*, 143.

Déflation (trois expériences de), 155. — En France, 156. —

En Angleterre, 157-169. — Aux Etats-Unis, 170-181. —

Arguments (contre la), 165, 186. — Arguments de Mac

Culloch (pour), 170. — Mesures (de) aux Etats-Unis, 175.

— Les hauts prix, 186. — Arguments de M. Keynes

contre, 185. — Impôts et droits acquis contre, 194. — A

la société d'Economie politique de Lyon, 194. — Instan-

tanée pas à redouter, 204. — Dévaluation (ou), 216. — Et

moyens de paiement (liv. IX), 220. — Dévaluation, 290.

Dettes de l'Europe aux Etats-Unis, 291.

Dévaluation et réparation, 60. — Projet de M. Keynes, 102,

121-134. — Arguments branlants pour, 134. — L'en-

caisse de la Banque de France, 137. — Postulat d'un

professeur, 139. — Et article 1895 C.C., 202. — Ou défla-

tion, 217. — Entraînant inflation, 270. — Absolue, 290.

*Dreyfus* (Albert), 277.

*Drummond Frazer* (Sir), 94.

*Durand* (Adrien), 279.

## E

- Easton* (M. H. T.), 6.  
*Edison*, 281.  
 Emprunts (le pire des), 274.  
 Etalon monétaire et les prix, 33. — D'or, 118. — Fixe : monnaie variable, 133.  
 ESPAGNE et les Trésors du nouveau monde, 3  
*Erlanger* (d'), 238.  
*Estcourt*, 142, 143.  
 ETATS-UNIS. La déflation aux, 171-181. — Et or, 228, 230. — Or dans commerce international, 211.  
 Exportations allemandes (des titres et du papier monnaie), 52.

## F

- Ford* (Henry), 281.  
*Foville* (de), 26.  
 FRANCE. Stock monétaire, 231, 234.  
*François-Marsal*, 256, 289.

## G

- Gide* (Charles), 274.  
*Guébard* (Pierre), 59, 131.  
*Gold exchange standard* et les caisses de conversion, 141. — Inde, République, Argentine, Brésil.  
 GRANDE-BRETAGNE, Déflation monnaie. Banques. Commerce international et or, 341.

## H

- Hawson* (R.-G.), 206.  
*Hayes* (président), 21.  
*Hickernell* (Warren F.), 290.

## I

- INDE, 142, 143.  
 Inflation (la richesse par l'), 10. — Bimétalliste (II), 15. — Monnaie et, 33. — Définition (II), 38. — Les deux phases (de l') 39. — (Pouvoir d'achat de l') 34. — (Défaut de crédit), 42. — Le délire inflationniste, 55. — En Russie, 63. — Et la dette, 214. — Prétendue, 248. — Les

(persévérants de l'), (X), 262. — Et les charges fiscales, 265. — Et M. Bokanowski, 265. — Chavenon, 271. — Aubriot, 274. — Painlevé, 274. — Le pire des emprunts, 274. — Gagée, 279. — Et le Bonus, 281.

Inflationnisme général, 281.

*Imser*, 89, 90.

Intérêt (taux de) ne dépend pas du numéraire, 9. — Caractère de l', 281.

## J

*Jenny* (Frédéric), 48.

## K

*Keynes*, 84, 102. — Arguments contre la déflation, 186.

## L

*Ladd*, (sénateur), 282.

*Lavington*, 208.

*Levasseur* (Emile), 35.

*Lexis*, 3.

*Leyland* (John), 65.

*Loucheur*, 193.

## M

*Mar* (Alexandre del), 28.

*Méline*, 21, 22.

*Messier* (Paul), 137.

MIDI. Compagnie des chemins de fer et l'économie des moyens de paiement, 242.

Monétaire (contraction), 25, les inflationnistes, 263. — Système anglais (fixité du), 132.

Monnaie (et les Economistes), 5. — *Non un but, un moyen*, 7. — La vraie — et l'inflation (III), 33. — Etalon monétaire, 35. — Conférence de Gènes, 108, 111. — Fixité en Angleterre, 133. — Etalon fixe : — variable, 133. — Peur de la saine —, 142. — Or dans le monde, 224. — En France, 234. — Rapidité de la circulation, 236.

Monométallisme, 17.

*Monzie* (de), 279.



## O

- Offre et demande (la loi de l'), 188.  
 Or (valeur de l'), 35. — Non baisse de l'or, 36. — Prix de l'or à Londres, 36. — Dans le monde, 225. — Dans le commerce international, 241.

## P

- Paiement (moyens de) déflation et (IX), 220. — Un exemple d'Economie des, 243.  
*Painlevé*, 274.  
*Peschier*, 94.  
 Physiocrates, 5.  
*Picard* (Ernest), 107.  
 Pouvoir d'achat et inflation, 39.  
 Prêt et numéraire, 9.  
 Prévisions économiques et financières, 290. — Obstacles économiques et politiques, 292.  
 Prix (baisse des) et contraction monétaire, 24. — Étalon monétaire, 32, 203. — En Allemagne, 58. — Les hauts — contre la déflation, 186. — La baisse (des), — 189. — Et activité des affaires. — Factice et prix normal, 200. — Stabilisation (des), 210.  
*Pupin* (René), 10.

## R

- Rakowski*, 106, 107.  
 Rentes françaises (bonne opération à faire), 213.  
 Réparations et dévaluation, 60.  
 RÉPUBLIQUE ARGENTINE, 145.  
 Revenus (baisse des) (et hausse des capitaux), 212.  
*Ribot*, 250.  
*Ribaud* (Camille), 178.  
 Richesse par l'inflation, 10.  
*Robineau* (G.), 181, 255.  
 RUSSIE (inflation en), 62. — Exportation d'or, 229.

## S

- Say* (J.-B.), 5.  
 Semaine de la Monnaie (vœux de la), 285.

- Shaw (W. A.). Histoire de la monnaie, 4.  
 Smith (Adam), 5.  
 Stabilisation, v. Dévaluation.  
 Stamp (J.-G.), 5.  
 Stuart mill (J.), 6.  
 Sydney Chapman (sir), 141.

## T

- Ter Meulen (système Van), 86.  
 Théry (Edmond), 22, 28.  
 TOULOUSE. Chambre de commerce de, 277.

## U

- Union latine (l'), 18.

## V

- Valeur (rapports variables de la) — entre or et argent, 15.  
 Valeur, chose ne peut pas baisser ou baisser de — relativement à elle-même, 35.  
 Valeur (impossibilité de maintenir par mesures d'autorité un rapport fixe entre deux valeurs variables), 16.  
 Van Dyck, 176.  
 Vissering (G.), 39. — (Système du Dr), 67. — Résolutions proposées par, 96.  
 Vocabulaire (mauvais), 8.

# Table des Matières

---

## LIVRE PREMIER

### Les survivances bullionnistes

|   |    |
|---|----|
| CHAPITRE PREMIER. — L'Espagne et les trésors du<br>Nouveau-Monde. . . . . | 3  |
| CHAPITRE II. — Les économistes et la monnaie. . . . .                     | 5  |
| CHAPITRE III. — Mauvais vocabulaire. . . . .                              | 8  |
| CHAPITRE IV. — Les prêts et le numéraire. . . . .                         | 9  |
| CHAPITRE V. — La richesse par l'inflation. . . . .                        | 10 |

## LIVRE II

### La campagne d'inflation bimétalliste

|  |    |
|--|----|
| CHAPITRE PREMIER. — Rapports variables de la valeur<br>entre l'or et l'argent. . . . . | 15 |
| CHAPITRE II. — Le monométallisme. . . . .  | 17 |
| CHAPITRE III. — L'Union latine. . . . .  | 18 |
| CHAPITRE IV. — Les silvermen américains et les agrariens<br>européens. . . . .         | 20 |
| CHAPITRE V. — La contraction monétaire et la baisse<br>des prix. . . . .               | 24 |

|   |    |
|---|----|
| Fausse allégation de la suspension de la frappe de l'argent. — Evaluation des monnaies d'or et d'argent. — La contraction monétaire des bimétallistes.—Réponse de de Foville. — Au lieu d'une perte un gain. — Augmentation de la production de l'or. — L'apologie de l'assignat d'argent. — Pour les changes dépréciés. — Arguments des bimétallistes identiques aux arguments des inflationnistes actuels . . . . . | 24 |
|---|----|

## LIVRE III

**La vraie monnaie et l'inflation**

|  |    |
|--|----|
| CHAPITRE PREMIER. — <b>L'étalon monétaire et les prix.</b> . . .   | 33 |
| La valeur. — Les prix. — Comment mesurer la valeur. — Besoins d'une mesure fixe. — L'étalon monétaire. — Définition. — Commun dénominateur. — Le prix de l'or . . . . .  | 33 |
| CHAPITRE II. — <b>Les vrais billets de banque et les billets non gagés</b> . . . . .   | 37 |
| CHAPITRE III. — <b>Définition de l'inflation.</b> . . . . .  | 38 |
| CHAPITRE IV. — <b>Les deux phases de l'inflation</b> . . . . .   | 39 |
| L'inflation et le pouvoir d'achat. — Formule de M. Vissering. — Pouvoir fictif et résultats objectifs de l'inflation. — En France, seconde phase. — Le change. — <i>L'augmentation du papier monnaie en diminue le pouvoir d'achat.</i> — <i>La situation des changes étrangers fait connaître l'état de la circulation intérieure d'un pays</i> . . . | 39 |

## LIVRE IV

**L'Allemagne et l'inflation du mark**

|  |    |
|--|----|
| CHAPITRE PREMIER. — <b>Désordre financier de l'Allemagne.</b> . . .                                      | 43 |
| Les apologistes français de l'inflation du mark. — Sa baisse. — Désordre monétaire de l'Allemagne. . . . | 45 |
| CHAPITRE II. — <b>Le commerce extérieur de l'Allemagne.</b> . . .  | 48 |
| Exportations et importations. — Influence insignifiante  |    |

|   |    |
|---|----|
| du payement des réparations sur la balance commerciale. — Faiblesse des exportations invisibles. — Capitaux laissés à l'étranger. . . . . | 48 |
| CHAPITRE III. — <b>Les exportations des titres et du papier-monnaie</b> . . . . .   | 52 |
| CHAPITRE IV. — <b>Le délire inflationniste</b> . . . . .  | 55 |
| CHAPITRE V. — <b>La dévaluation et les réparations</b> . . .  | 59 |
| CHAPITRE VI. — <b>L'Inflation en Russie</b> . . . . .   | 62 |

## LIVRE V

**Systèmes et Programmes**

|   |     |
|---|-----|
| CHAPITRE PREMIER. — <b>Le système du Docteur Vissering.</b>   | 67  |
| I. Le Bilan de la Banque Austro-Hongroise en 1919. — II. Les quatre points. — III. Le commerce par trois et la monnaie de compte. — IV. La reconstitution de la circulation et du change. . . . . | 67  |
| CHAPITRE II. — <b>Système du professeur G. Cassel.</b> . . .  | 78  |
| The purchasing power parity : la parité du pouvoir d'achat. . . . .   | 78  |
| CHAPITRE III. — <b>Le système Van Ter Meulen adopté par la Société des Nations.</b> . . . .   | 86  |
| CHAPITRE IV. — <b>Les résolutions de la conférence de Bruxelles.</b> . . . .  | 96  |
| <i>Résolutions proposées par la commission des circulations monétaires et du change et adoptées le 7 août 1920 à l'unanimité par la Conférence</i> . . . . .                                      | 96  |
| CHAPITRE V. — <b>M. J. M. Keynes et son projet de dévaluation.</b> . . . .  | 103 |
| CHAPITRE VI. — <b>Les Résolutions de la Conférence Internationale Économique de Gênes</b> . . . . .   | 105 |

## LIVRE VI

**La dévaluation**

|   |     |
|---|-----|
| CHAPITRE PREMIER. — <b>La Dévaluation, projet de M. Keynes.</b> | 121 |
|---|-----|

|   |     |
|---|-----|
| CHAPITRE II. — Arguments branlants pour la dévaluation.   | 135 |
| CHAPITRE III. — Une proposition de dévaluation de l'en-<br>caisse de la Banque de France. . . . .         | 137 |
| CHAPITRE IV. — Le verdict d'un professeur anonyme.<br>Un postulat de cause. — Un postulat d'effet . . . . | 139 |
| CHAPITRE V. — Le gold exchange standard et les caisses<br>de conversion. . . . .                          | 141 |

## LIVRE VII

## Trois expériences de déflation

|   |     |
|---|-----|
| CHAPITRE PREMIER. — Trois expériences de déflation . .  | 155 |
| CHAPITRE II. — La déflation en France . . . . .   | 156 |
| CHAPITRE III. — Le Bullion committee Report et la<br>déflation en Angleterre . . . . .  | 157 |
| CHAPITRE IV. — Les arguments de Mac Culloch et la<br>déflation aux États-Unis . . . . .   | 170 |
| I. <i>Notes legal tenders</i> . — II. Les arguments de Mac Cul-<br>loch. — III. Mesures de déflation et réaction. — IV. Le<br>succès. . . . . | 170 |

## LIVRE VIII

## Les hauts prix et la déflation

|   |     |
|---|-----|
| CHAPITRE PREMIER. — Les arguments de M. Keynes<br>contre la déflation. . . . .  | 185 |
| I. Complication des hypothèses. — II. Le prestige. —<br>III. Les intérêts de classes. — IV. Les rentiers et les<br>contribuables. — V. Le pouvoir d'achat intérieur et<br>extérieur. — VI. Arguments inflationnistes. . . . | 185 |
| CHAPITRE II. — La hausse des prix . . . . .   | 189 |
| La loi de l'offre et de la demande. — <i>La hausse des<br/>prix n'est pas un signe de progrès</i> . — <i>La hausse et l'in-<br/>flation</i> . — <i>L'alternative</i> . . . . .  | 189 |
| CHAPITRE III. — La peur de la saine monnaie . . . .   | 193 |
| CHAPITRE IV. — Pour l'impôt et les droits acquis. . . .   | 195 |

|  |     |
|--|-----|
| CHAPITRE V. — <b>La déflation à la Société d'Économie politique de Lyon.</b> . . . . .   | 198 |
| La baisse des prix en France avant toute déflation. — Pas de synchronisme dans les prix. — Pas de prix de revient uniforme. — L'article 1895 du Code civil. — Les « appréciations » et les « dépréciations » monétaires. — Toute monnaie est instable. — Pour la déflation . . . . . | 198 |
| CHAPITRE VI. — <b>Les prix et l'activité des affaires</b> . . .  | 206 |
| CHAPITRE VII. — <b>Le prix factice et le prix normal.</b> . .  | 208 |
| CHAPITRE VIII. — <b>La stabilisation des prix</b> . . . . .  | 210 |
| CHAPITRE IX. — <b>La baisse des revenus et la hausse des capitaux</b> . . . . .  | 212 |
| La baisse du taux de l'escompte. — Prévision optimiste de la baisse du revenu des capitaux. — Cette baisse indique la hausse de la valeur des capitaux. — Bonne opération à faire sur les rentes françaises. — Inflation augmente la dette. . . . .                                  | 212 |
| CHAPITRE X. — <b>Dévaluation ou déflation.</b> . . . . .   | 216 |

## LIVRE IX

**La Déflation et les moyens de paiement**

|   |     |
|---|-----|
| CHAPITRE PREMIER. — <b>La circulation fiduciaire et la couverture</b> . . . . .   | 221 |
| CHAPITRE II. — <b>L'or dans le monde</b> . . . . .  | 225 |
| Production de l'or de 1913-1921. — Production d'or de 1810 à 1930 (prévision). — Absorption de l'or par l'industrie, la Chine et l'Inde. — Stock d'or de 1914 à fin 1921. — Mouvement de l'or des Etats-Unis avec les pays étrangers. — Trop d'or. — Répartition des monnaies par tête. — Stock des divers pays en 1912. — Petite part de l'or dans la richesse générale, . . . | 225 |
| CHAPITRE III. — <b>La monnaie en France</b> . . . . .   | 234 |
| En 1913. — Stock monétaire en France. — Monnaies divisionnaires et coupures des Chambres de Commerce. — Vitesse de la circulation dans les Banques. . . . .   | 234 |

|   |     |
|---|-----|
| CHAPITRE IV. — <b>Les chambres de compensation</b> . . . . .  | 237 |
| CHAPITRE V. — <b>Un exemple d'économie des moyens de paiement.</b> . . . . .  | 243 |
| CHAPITRE VI. — <b>Les avances de la Banque de France à l'État et leur remboursement.</b> . . . . .  | 249 |
| La convention du 11 novembre 1911. — La convention du 21 septembre 1914. — Engagement de remboursement. — Avance en 1915 et 1916, remboursements. — 1917. — Réduction de l'intérêt perçu sur les avances. — 1919 : maximum des avances porté à 27 milliards. — Convention du 24 août 1919. — L'État ne peut tenir ses engagements. — Convention du 29 décembre 1920. — Retard d'un an. — Pas de nouveaux retards. — Le remboursement par l'amortissement. — Avance sur les remboursements. — « Le jeu de volant ». — Le maximum autorisé des billets de banque. — Réduction nécessaire. — Plan de déflation . . . . . | 249 |

## LIVRE X

**Les persévérants de l'inflation**

|   |     |
|---|-----|
| CHAPITRE PREMIER. — <b>Les inflationnistes et la contraction monétaire.</b> . . . . .   | 263 |
| CHAPITRE II. — <b>M. Bokanowski et les charges fiscales</b> . . . . .   | 265 |
| Inflationnisme limité. — Le taux du change et nos emprunts intérieurs. — Maintien du revenu nominal de la nation. — Les signes monétaires et l'impôt. — Trésor : recettes et dépenses. — Circulation immédiate. — Les privilégiés de l'impôt. — État consomme et ne produit pas. — Rentiers et contribuables. — <i>Si danger est dans une restriction de la circulation monétaire, le salut est dans une augmentation.</i> — Le change et le pouvoir d'achat du pays. — La dévaluation et la faillite . . . . . | 265 |
| CHAPITRE III. — <b>Le retour à l'inflation</b> . . . . .  | 271 |



|  |     |
|--|-----|
| CHAPITRE IV. — Le pire des emprunts . . . . .                          | 274 |
| CHAPITRE V. — Le billet de rente. . . . .                              | 277 |
| CHAPITRE VI. — L'amortissement par l'inflation gagée .                 | 279 |
| CHAPITRE VII. — Inflationnisme génial . . . . .                        | 281 |
| MM. Henry Ford et Edison. — I.e sénateur Ladd et<br>le Bonus . . . . . | 281 |

## LIVRE XI

**Vœux de la Semaine de la Monnaie.**

|  |     |
|--|-----|
| CHAPITRE PREMIER. — <b>Vœux de la Semaine de la Monnaie.</b>   | 285 |
| Stabilisation de zéro. — Banqueroute des signes monétaires et permanence des capitaux fixes. — Pour la déflation. — Solidité de l'avenir. — La crise de 1893 et sa réparation rapide. — Les dettes aux Etats-Unis. — Deux sortes d'obstacles à la reconstitution économique de l'Europe : obstacle économique; obstacle politique. . . . . | 285 |

---

• • • • Saint-Denis • • • •  
J. DARDAILLON, IMPRIMEUR  
• • 47, Boulevard de Châteaudun • •

---