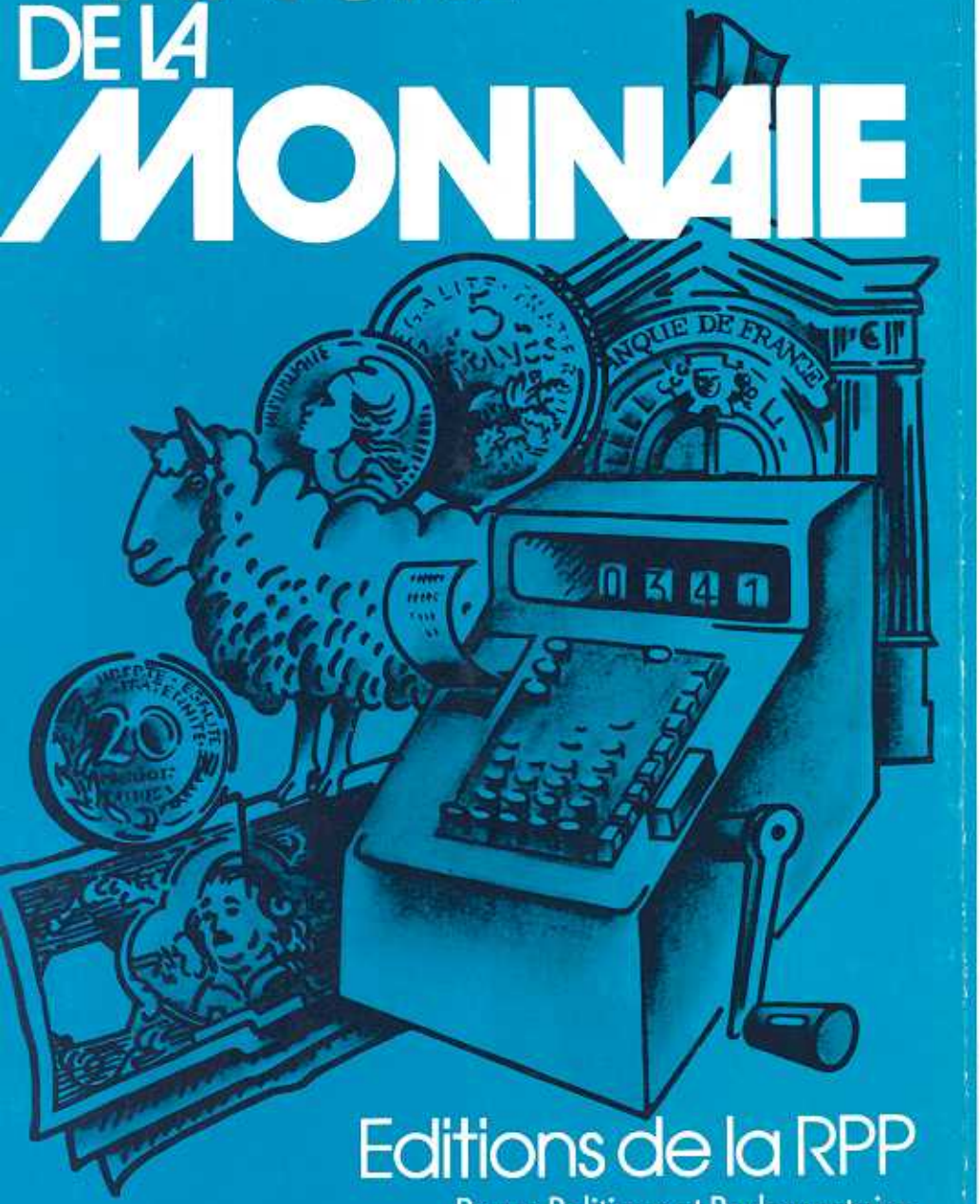
LA VRAIE NATURE DE LA MONNAIE

Jacques RIBOUD



Editions de la RPP
Revue Politique et Parlementaire

L'auteur

Jacques Riboud a appartenu à plusieurs commissions de préparation des Ve et VIe Plans.

Il est l'auteur de divers ouvrages, notamment "Développement urbain" (1965) et "Expansion économique" (1962) publiés aux Éditions Mazarine, dans lesquels est exposée la théorie de l'emploi de la réduction du risque comme instrument de régulation de la croissance.

Jacques Riboud est également collaborateur de la Revue Politique et Parlementaire où il a écrit de nombreux articles sur la monnaie et l'urbanisation.

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS 11

EN PRÉAMBULE 13

QUELQUES TÉMOIGNAGES DU PASSÉ ET DU PRÉSENT.

La stabilisation de 1928 à travers les souvenirs d'un Gouverneur de la Banque de France - Le flux et le reflux - Un drame antique - Une inflation modèle - Un dieu aveugle et sourd - Une élite qui s'est trompée - La loi du marché - Un merveilleux métal - Une pyramide à l'envers - Le Gold Exchange Standard - Monnaie véhiculaire et de réserve - Thank you Mr. Nixon - La tradition monétaire de la France - Les grandes lignes du nouveau système - Feu les grands principes - Une révision doctrinale - La nature de la monnaie.

II. — COMMENT EXPLIQUER ? 79

Euro-dollars - Règlements en or par banque centrale - Droits de tirage spéciaux - Gestion financière - Crédit bancaire - Transformation de l'épargne liquide.

III. — CRÉATION MONÉTAIRE 83

1° INTRODUCTION DANS LA CIRCULATION.

1er cas : échange sans création monétaire - 2e cas : création monétaire par faux-monnayeur

- 3e cas : achat d'or sans création monétaire - 4e cas : émission de billets gagés sur l'or par la banque d'émission - 5e cas : importation sans création monétaire - 6e cas : création de monnaie pour achat de devises - 7e cas : crédit par établissement non bancaire - 8e cas : dépôt en compte courant à un établissement bancaire - 9e cas : crédit par établissement bancaire - 10e cas :escompte - 11e cas : crédit de caisse - 12e cas : réescompte - 13e cas : traite endossée - 14e cas : certificat de dépôt négociable - 15e cas :effet multiplicateur du crédit bancaire - Caractères communs des signes monétaires - Réfutation de M. Denizet - Réfutation de M. Chaineau.

IV. — M V K

V. — CRÉATION MONÉTAIRE .....

2° DIFFUSION DANS LA CIRCULATION.

Définition d'un modèle - 1er cas : création monétaire fortuite (relais sur stock) - 2e cas : création monétaire établie (pas de relais sur stock) - 3e cas : créances nominales et indexées - 1re interprétation : stagflation - 2e interprétation : investissement sur création monétaire.

VI. — VITESSE DE CIRCULATION

Evolution des vitesses de circulation de la monnaie aux Etats-Unis - Réexamen de la composition de la masse monétaire - M_1 V ou

$M_1 + aM_2 + bM_3$ ... (a, b ... coefficients de pondération).

— TRANSFORMATION 149

Des sages perplexes - Caractère général de la transformation - Des sucres d'orge ou des téléphones ? - Subtilités du concept d'épargne - Transformation et inflation - Pour bien utiliser la transformation : une meilleure détermination de la masse monétaire - Transformation ou prestidigitation ? Contrôle des liquidités.

LE MONÉTARISME 175

Un indicateur préventif contre la récession.

RÉGULATION MONÉTAIRE 185

La planche à imprimer et l'open market - Une création monétaire mal contrôlée - L'escompte comme instrument de régulation (?) - Une inflation contingentée - Un indicatif à faire sortir de l'incognito comme le P.N.B.

X. — RÉGLAGE DE LA DEMANDE DE MONNAIE 205

La réduction du risque - Un instrument de régulation mal utilisé.

XI. — VERS UNE MONNAIE NOUVELLE 211

DROITS DE TIRAGE SPÉCIAUX ET UNITÉ DE COMPTE.

Le caractère bâtard des D.T.S. : ni monnaie

ni crédit - A la base un concept de la monnaie - Or fictif = unité de compte abstraite - Ajustement des parités en baisse et en hausse - Monnaie européenne ? - Un étalon semi-métallique ?

XII. — UNE GRANDE MUTATION MONÉTAIRE . 229

Pour les Américains, un nouveau dollar - Pour les Français : une nouvelle doctrine -

AVANT-PROPOS

Ce livre est le résultat des réflexions inspirées par les événements monétaires de ces cinquante dernières années.

Aux crises, à leurs effets heureux ou malheureux, aux désordres qui les ont accompagnées, j'ai cherché des explications. Je n'en ai pas trouvé de vraiment satisfaisantes chez les grands auteurs.

C'est pourquoi le lecteur ne doit pas s'attendre à trouver ici une exégèse de J.B. Say, Walras, Pareto ni même de J.M. Keynes, pas davantage un débat sur les mérites ou démérites de la loi quantitative, revue à Chicago et à Cambridge.

Pour comprendre un appareil complexe, le chercheur s'efforce d'imaginer et d'assembler un mécanisme plus simple — un modèle — qui en reproduise les effets et dont le fonctionnement peut être expliqué et analysé.

C'est ce que j'ai essayé de faire en reliant entre eux des phénomènes en apparence étrangers et en tentant de les intégrer dans un système cohérent.

Cette recherche amène à conclure que c'est dans la nature même de la monnaie, dans les conceptions que

l'on en a, que peut être trouvée la cause des malentendus et des divergences qui séparent tant de bons esprits.

Elle conduit en outre à rejeter la doctrine traditionnelle de l'étalon métallique et, au-delà, à condamner le concept même de monnaie « représentative d'un bien », fonction du gage sur lequel elle est fondée.

Libéré de ses entraves, l'esprit rejoint aisément les principes que nous propose la théorie moderne et l'organisation qui en découle :

Remplacement de l'or ou d'une devise nationale comme étalon, par une unité de compte conçue ex abstracto ; à l'extérieur, création par le F.M.I., devenu banque mondiale d'émission, d'une monnaie internationale définie en unités de compte et réservée aux règlements entre Banques Centrales ; ajustement périodique en hausse ou en baisse des parités par rapport à l'unité de compte; à l'intérieur, gestion de la masse monétaire suivant des règles qui, au fur et à mesure qu'elles se perfectionneront, en assureront une meilleure régulation et l'utilisation judicieuse des moyens de paiement créés, aux fins les plus profitables à l'économie.

I

EN PRÉAMBULE

QUELQUES TÉMOIGNAGES DU PASSÉ ET DU PRÉSENT

Le fonctionnement des systèmes monétaires est gouverné par des institutions issues elles-mêmes de doctrines prévalant au moment où elles ont été fondées.

Ces systèmes sont affligés de distorsions et de désordres maintes fois dénoncés. Les retards apportés à les corriger et les divergences qui se manifestent à leur propos ont pour cause, moins des oppositions d'intérêt, que des désaccords sur quelques principes fondamentaux.

Les réformes réclamées ne feront que des progrès incertains tant qu'on ne sera pas parvenu à faire converger les doctrines sur certains concepts essentiels.

La politique du gouvernement français à l'égard du système monétaire international et les principes qu'il défend (étalon or), s'ils réussissent à rallier l'opinion publique, n'en sont pas moins à l'écart des théories qui prévalent aujourd'hui.

Il est dès lors surprenant que cette politique ne soit pas l'objet de contestations *doctrinales* plus fréquentes.

On peut essayer d'en apercevoir la raison en se tournant vers le passé et en retrouvant, à l'occasion de grands événements monétaires, les souvenirs, les témoi-

gnages de quelques-uns de ceux qui y participèrent ou les commentèrent.

Ces témoignages mettent en lumière la croyance profonde, indestructible de la population dans les vertus de l'or comme valeur refuge — ce qui se comprend.

Ils mettent aussi en lumière la confiance non moins persistante de ses dirigeants dans les mérites de l'or comme étalon monétaire — ce qui se comprend beaucoup moins.

LA STABILISATION DE 1928 : A TRAVERS LES SOUVENIRS D'UN GOUVERNEUR DE LA BANQUE DE FRANCE

En 1928, le chef du Gouvernement français est Raymond Poincaré. C'est à lui qu'incombe la tâche de stabiliser le franc et d'achever l'œuvre de redressement entreprise au lendemain des désordres monétaires de 1926.

Le franc avait alors connu une de ces crises qui devaient se répéter maintes fois par la suite mais qui, nouvelle à l'époque, avait profondément frappé les esprits : la livre était montée à 240 francs. Il y avait eu des manifestations dans les rues. La xénophobie monétaire des Français s'était déjà exprimée. On accusait l'impérialisme des Américains, l'orgueilleux égoïsme des Britanniques. Le Gouvernement Herriot, porté au Pouvoir par la victoire du cartel des gauches aux élections de 1924, était tombé. Un Gouvernement Poincaré l'avait remplacé. Très vite, la personnalité rassurante de Raymond Poincaré, autant que les mesures d'assainissement qu'il avait prises, avaient réussi à ramener

la confiance. La livre était redescendue à 130 francs. Il s'agissait, en 1928, de stabiliser le franc et de l'accrocher solidement à l'or « une fois pour toutes ».

C'était consacrer une dévaluation du franc « germinal » des quatre cinquièmes. La chose nous paraît aujourd'hui simple et même banale. Nous en avons vu bien d'autres. A l'époque, elle troublait les consciences.

Emile Moreau, gouverneur de la Banque de France et collaborateur direct de Raymond Poincaré fut le principal artisan de cette politique.

Il nous a laissé un livre de souvenirs (1) plein d'intérêt, en raison non seulement des événements qu'il décrit, d'une époque qu'il recrée pour nous avec talent et avec cœur, mais aussi parce qu'il dévoile les pensées, les convictions profondes qui étaient non seulement les siennes mais aussi celles des dirigeants, en fait celles de toute la population.

« J'estime que, dans la politique monétaire, il y a » plusieurs buts à atteindre : le plus important est » d'obtenir que la monnaie nationale reste dans un » rapport constant avec les principales monnaies étran- » gères. Pour atteindre ce résultat, il suffit de prendre » l'or pour base commune de la monnaie nationale et » des monnaies étrangères. Si la valeur de l'or varie, » les mouvements se répercutent dans le même temps » et dans le même sens sur le pouvoir d'acquisition de » toutes les monnaies.

« Quant à stabiliser les prix, le problème me paraît

(1) « Souvenirs d'un Gouverneur de la Banque de France » par Emile Moreau, aux Editions M.-Th. Génin (1954).

» insoluble. Nous ne pouvons empêcher l'or, en tant
» que marchandise, de s'apprécier ou de se déprécier.
» Nous ne sommes pas maîtres de la production de
» l'or ni de l'ampleur de ses utilisations industrielles
» ou monétaires. ... On prétend stabiliser les prix en
» élargissant et en contractant les crédits... C'est pos-
» sible et dans tous les cas on doit le tenter à condition
» d'observer la plus grande prudence dans le choix des
» moyens employés, surtout lorsque l'expérience ne
» nous a pas encore renseignés sur toutes leurs réper-
» cussions... »

L'expérience, aujourd'hui, nous a renseignés.

Il paraissait tout naturel à Emile Moreau d'accrocher les monnaies à l'or et par conséquent tout aussi naturel que les prix variassent du fait même que le pouvoir d'achat de l'or variait. Pour lui, le problème de la stabilisation des prix « était insoluble ». Il ne semble pas lui être venu à l'esprit que c'était peut-être le principe de l'étalon or qui devait être mis en question.

On s'explique ainsi que, moins de trois ans plus tard, les dirigeants de l'époque et avec eux tout « l'establishment » financier aient accepté que les prix et la production s'effondrent, que bien loin d'empêcher cette baisse, ils fussent intervenus pour la renforcer et, comme dit Emile Moreau « aider le mécanisme d'ajustement de l'étalon or à fonctionner ». Le principe de l'étalon or était plus fort que l'évidence, plus fort que les plaintes des chômeurs, des insolvables expulsés, des mal logés.

Une priorité absolue s'affirmait : celle d'une monnaie « saine » et par-là, on entendait une monnaie « gagée » convertible en or, appuyée sur un strict équilibre du

budget, défendue par l'indépendance de l'institut d'émission à l'égard des Pouvoirs Publics.

Cette confiance d'Emile Moreau dans la responsabilité des Banques était encore dépassée par celle de M. Norman, gouverneur de la Banque d'Angleterre :

« L'organisation économique et financière du monde » paraît au gouverneur de la Banque d'Angleterre devoir » être l'œuvre du XXe siècle. Les hommes et les insti- » tutions politiques ne lui semblent pas en état de » mener avec la compétence et la continuité nécessaires » cette tâche d'organisation qu'il voudrait voir entre- » prendre par les banques d'émission indépendantes à » la fois des gouvernements et des financiers privés. » Les Banques réussiraient à faire aboutir les problèmes » essentiels pour le développement et la prospérité des » nations, la sécurité monétaire, la distribution du cré- » dit et le mouvement des prix. »

Ne soyons cependant pas injustes envers Emile Moreau. Tout orthodoxe qu'il était, il y avait encore plus orthodoxe que lui. Bien que partageant les idées de son temps, il avait mieux perçu que beaucoup la nécessité de reconnaître un fait qui était la dépréciation du franc et de ne pas chercher à revenir à la parité d'antan.

Winston Churchill, de l'autre côté de la Manche, fut moins perspicace que ne furent Raymond Poincaré et avec lui, Emile Moreau (et Jacques Rueff).

LE FLUX ET LE REFLUX

En 1925, Winston Churchill avait en effet orgueil-

leusement ramené la livre à son taux d'avant-guerre et l'avait rendue convertible en or.

« La Banque Néerlandaise plaçait depuis la guerre » ses disponibilités surabondantes d'or à New York » qui avait supplanté Londres comme marché de cré- » dits et même comme marché des métaux précieux. » Dès que l'Angleterre fut revenue à l'étalon or, la » Banque Néerlandaise en transféra une partie consi- » dérable à Londres... La conséquence immédiate du » retour de la livre au pair fut un afflux considérable » d'or en Angleterre. »

On sait ce qu'il advint de cet afflux d'or à la Banque d'Angleterre. Dès 1927 le courant se renversait, ce fut vers la Banque de France qu'il se dirigea. En 1931, la Banque d'Angleterre fut obligée de renoncer à la convertibilité en or et de laisser flotter la livre, non sans s'être débattue en faisant appel aux techniques classiques de manipulation du taux d'escompte.

« La Banque d'Angleterre devait-elle relever son taux » officiel d'escompte ? Le gouverneur de la Banque » d'Angleterre estime qu'il ne pourrait pas le faire » actuellement sans provoquer une émeute. Paris peut » l'y obliger et alors prendre la responsabilité de la » décision sans que cela allège d'ailleurs la Banque » de France. M. Norman, gouverneur de la Banque » d'Angleterre, ne veut pas élever son taux d'escompte » et ne paraît pas davantage disposé à peser sur Berlin » pour l'amener à tendre le taux d'intérêt. Mais il a » pleine conscience que le retrait d'or met en danger » la livre sterling.

« Pendant de longues années, le marché de Londres » a été le seul qui offrit en Europe des conditions de » sécurité complète. Les capitaux disponibles sont venus » s'y réfugier. Puis, la situation financière de la France » s'est retournée. Les capitaux français et étrangers » qui étaient à Londres sont venus en France. Londres » a été vidé et Paris a bénéficié d'une abondance excep- » tionnelle de capitaux. M. Norman ne soupçonnait pas » la possibilité de ces déplacements. Comme il a laissé » la Banque britannique s'engager plus que de raison » pour soutenir l'Industrie et le Commerce, il est plein » de surprise et de frayeur. Il a commis une faute de » surveillance pour le cas où nous voudrions l'obliger » à appliquer la règle stricte de l'étalon or en conver- » tissant nos livres en or, opération qui serait parfai- » tement normale.

« En même temps que la fragilité de l'édifice finan- » cier britannique, nous touchons ici du doigt le détra- » quement du système économique européen où on ne » peut plus faire jouer, comme avant la guerre, les » règles monétaires normales. »

Emile Moreau n'en conclut pas que ces règles sont mauvaises :

« Nos retraits d'or qui, tout au moins psychologique- » ment, peuvent affaiblir la livre, correspondent à ce » qui se passerait en période normale si le franc était » à nouveau lié à l'or et s'il existait des points d'en- » trée et de sortie du métal jaune... Il s'agit maintenant » de faire sciemment ce qui se produirait automatique- » ment. »

C'est là le mot clef et qui explique l'extraordinaire politique de déflation du Gouvernement Laval un peu

plus tard, en 1935 : une baisse autoritaire imposée des prix et des rémunérations qui ne s'étaient pas alignés. L'automatisme fonctionnait mal. Alors on l'aidait.

En juin 1928, Emile Moreau pousse un cri de triomphe : la loi de stabilisation est enfin votée par le Parlement.

« L'encaisse or disponible est passée de 3.984 mil-
» lions d'anciens francs, soit environ 18 milliards et
» demi de nouveaux, à près de 29 milliards de francs.
» A cette encaisse s'ajoutent plus de 25 milliards et
» demi de disponibilités à vue, à l'étranger et de devises
» en report. C'est donc par une masse de plus de 50 mil-
» liards qu'est garanti le nouveau franc... Nous dispo-
» sons de 10 milliards et demi d'effets négociables
» achetés à l'étranger. Les avances à l'Etat qui s'éle-
» vaient le 24 juin 1926 à plus de 42 milliards sont
» ramenées à trois milliards deux cents millions. Enfin
» le poste immeuble est sincère. Les immeubles de la
» Banque de France ont cessé de couvrir une partie
» de la circulation des billets. »

(Cette question d'immeuble semble avoir beaucoup préoccupé Emile Moreau. Il ne se montre pas peu satisfait d'avoir obtenu du Conseil de la Banque « l'auto-
» risation de virer au compte immeubles les bénéfices
» que la stabilisation nous a procurés et de ramener
» ainsi le solde des immeubles à amortir de six cent
» cinquante millions de francs à deux cent cinquante
» millions. De cette façon, ajoute-t-il, les constructions
» immobilières auront cessé de servir de gage partiel
» à la circulation des billets ».)

La réduction des avances de l'Etat passées de 42 milliards à 3 milliards venait pour une bonne part de ce que, jusqu'au vote de la loi de stabilisation, en 1928, les réserves or étaient comptées dans les bilans de la Banque sur la base du franc germinal. En stabilisant le franc au cinquième de la valeur d'origine, on multipliait ces réserves par 5 et on diminuait d'autant les avances au Trésor. La satisfaction éprouvée par Emile Moreau est celle d'un super-comptable, elle n'est pas celle d'un économiste. Quant aux réserves supplémentaires constituées par les mouvements des capitaux à travers les frontières, qu'il nous décrit si bien, Emile Moreau ne semble s'être aperçu ni de leur précarité, ni de leur nocivité : c'était la règle de l'étalon or.

UN DRAME ANTIQUE

Pour qui relit les souvenirs d'Emile Moreau, c'est un drame antique qui se déroule sous ses yeux :

Celui de la fatalité aveuglant les hommes pour les conduire à leur perte. Le drame d'une élite incapable de comprendre et d'entreprendre, étouffée qu'elle était par un attachement irraisonné à ses croyances.

Mieux qu'une démonstration abstraite, le rappel que nous fait Emile Moreau de ce passé lointain, ses propres réflexions, les propos qu'il rapporte, son témoignage sur l'opinion, mettent en évidence cette foi sans faille dans l'étalon or et les principes qui lui font cortège.

Pour nous, qui connaissons la suite, elle est tragique en effet, cette foi d'hommes passionnément dévoués au bien public, dans un système qui devait non seulement

se montrer incapable de surmonter la crise boursière de l'année suivante (1929) mais devait transformer ce qui n'aurait dû être qu'une bouffée de spéculations, fâcheuse mais sans gravité, en une crise économique sans précédent, et plonger dans la misère le monde entier.

En septembre 1929, la Bourse de New York s'écroule et avec elle tout un monde qui va s'enfoncer pour quinze ans dans la grande dépression d'abord, puis dans la guerre.

En trois ans, les prix de gros descendent, en France de 40 %, en Grande-Bretagne de 56 %, aux Etats-Unis de 51 %.

L'indice des valeurs cotées à Wall Street sur la base de 100 en 1926, après être monté à 216 en septembre 1929, tombait à 34 en juin 1932 : une chute de 80 %. La production industrielle s'effondrait de 50 %, celle des biens de production de 75 %. Le nombre de chômeurs secourus atteignait 10 millions et demi. L'encaisse or des Banques de réserve Fédérales avait, il est vrai, augmenté ! En Allemagne, au cours de la même période, la production industrielle avait baissé de 40 %. Le nombre de chômeurs atteignait 6 millions.

« Déjà sérieusement ébranlées par la grande guerre(1), » les fondations du monde occidental manquèrent de » s'écrouler définitivement durant ces années. Par la » même occasion, le système d'idées reçues qui lui ser- » vait de justification rationnelle se trouva en grande

(1) Goronwy Rees « La grande crise de 1929 ». Préface de A. Piettre (Albin Michel).

» partie discrédité. Parmi ces idées figuraient les théo-
» ries économiques classiques, héritées le plus souvent
» du XIXe siècle et qui ont eu un effet paralysant sur
» le comportement des dirigeants face à la crise.

« Tout au long de la dépression, on continuera de
» s'accrocher à ces idées périmées qui font toujours
» figure d'idéal économique. Jusqu'à 1929, l'après-guerre
» est marquée par une succession d'efforts patients,
» tenaces, pour restaurer les conditions antérieures au
» conflit, et, lorsque la chose s'avère irréalisable, pour
» s'en rapprocher le plus possible.

« L'objectif premier est, bien entendu, le retour à
» l'étalon or. Il s'agit de recréer le contexte dans lequel
» il puisse fonctionner de façon satisfaisante. De grands
» progrès seront d'ailleurs réalisés dans ce sens... On
» va cependant buter sur un obstacle. En effet, le sys-
» tème supposait que chaque nation laissât fluctuer
» librement le loyer de l'argent sur son territoire en
» relation avec les mouvements de ses réserves d'or.
» Cette condition essentielle ne sera jamais restaurée.
» En fait, à partir de 1927, ce sont presque les deux
» tiers de tout l'or monétaire du monde qui se trouvent
» stérilisés, soit à Fort Knox aux Etats-Unis, soit dans
» les caves de la Banque de France.

« Tout se passe comme si l'on voulait maintenir la
» fiction de l'étalon or sans vouloir en accepter les
» réalités. De système efficace qu'il était, le voici ravalé
» à un signe extérieur de respectabilité financière des-
» tinée à rassurer. La dépression achèvera ce bâtard
» né du mariage d'un mythe et de la réalité et attisera
» le nationalisme économique qui déjà le rendait caduc.

« La question se pose : les vices du système ont-ils
» été dus à ce qu'on n'a pas poussé l'étalon or jusqu'au

» bout, ou au contraire à ce qu'on ait voulu le faire
» fonctionner partiellement ? La réponse est que l'éta-
» lon or ne peut pas fonctionner jusqu'au bout, comme
» le voudraient ses défenseurs. L'objectif est réalisable
» mais par lui-même mauvais parce que, dans les efforts
» faits pour l'atteindre, on néglige d'autres voies qui
» pourraient se révéler salutaires.

« La dépression a permis aux hommes, ou plutôt les
» a obligés à se libérer d'un carcan d'idées reçues qui
» n'ont plus de rapport avec la nouvelle réalité. Le
» processus ne s'est pas élaboré à partir d'un indice
» théorique abstrait. Il s'agit d'une opération à chaud
» engendrée par le désespoir. Des ruines de l'ancien
» système accumulées par la dépression, on tente d'en
» faire surgir un nouveau qui puisse fonctionner. Dans
» la plupart des cas, toutefois, un tel effort ne prend
» place que lorsque toutes les autres issues sont bar-
» rées. »

C'est justement le mérite de la période qui a suivi la dernière guerre d'avoir préféré des solutions pragmatiques à des principes périmés, ou plus précisément, tout en proclamant ces principes, d'avoir renoncé à les appliquer.

UNE INFLATION MODÈLE

Les cinq ans qui ont précédé octobre 1929 ont été aux Etats-Unis une période d'inflation modèle en ce sens que, au cours de cette période, la production a crû de façon harmonieuse ainsi que le crédit et les rémunérations, tandis que les prix ont été stables de

façon continue — et c'est ce qui en fait le caractère le plus remarquable.

De juin 1926 à juin 1929 l'encours du crédit bancaire avait augmenté de 15 %, soit 5 % l'an. La production industrielle sur la base de 100 en 1924 avait été de 122 pendant les dix premiers mois de 1929, soit un taux de croissance annuel moyen de 4,5 %.

Les indices de prix de gros (mois de juin) de 95 en 1924 étaient passés à 94 en 1927, à 97 en 1928, et encore à 97 en 1929.

C'est à coup sûr une inflation remarquable que celle qui s'accomplit sans que les prix montent !

L'augmentation de crédit de 1926 à 29 n'a pas été excessive, elle était justifiée par la progression de la production. Quant aux prêts à la spéculation déchaînée à partir de 1929, les autorités monétaires de Washington ont fait ce qu'elles ont pu pour les comprimer en essayant d'assécher les disponibilités de trésorerie des banques.

Ce sont les prêts aux spéculateurs qui doivent être incriminés, non le crédit à l'industrie ou à la consommation.

Sous le coup du choc ressenti, après le krach, on a accusé une inflation démesurée qui l'aurait précédée. En fait, il n'y a pas eu d'inflation démesurée. Plusieurs causes se sont conjuguées pour amplifier la catastrophe : une surproduction agricole, une spéculation insensée à Wall Street, une anticipation excessive de la part des industriels, des commerçants et du monde des affaires qui les a conduits à s'engager dans des expansions qui les rendaient vulnérables.

Richard Lewinsohn écrivait (1) :

« Les causes alléguées n'ont nullement empêché l'Amé-
» rique de parvenir à un état de luxuriante floraison
» de 1922 à 1929. Elles n'ont même pas empêché qu'en
» Europe aussi, la situation économique prît, de 1926
» à 1929, un essor considérable, dépassant celui des
» meilleures périodes d'avant-guerre dans les principales
» branches de la production et de la consommation. Il
» serait d'une logique singulière d'ignorer la période
» de la "prosperity" et considérer la crise qui a éclaté
» onze ans après la fin de la guerre simplement comme
» en étant une conséquence.

« Il en est de même en ce qui concerne le protec-
» tionnisme d'après-guerre, qui pourrait expliquer cer-
» taines aggravations de la crise européenne, mais en
» aucune manière l'effondrement économique des Etats-
» Unis. Car la prospérité américaine n'a pas été le
» résultat de brillantes affaires d'exportation. Pendant
» les meilleures années, les Etats-Unis consommaient eux-
» mêmes 93 % de leur production totale. Au moment
» où la crise a éclaté le problème des exportations ne
» jouait aucun rôle sérieux pour l'Amérique.

« Le cycle économique, l'alternance de prospérité,
» d'activité intense et de ralentissement sont inévitables
» et la conséquence même d'un système qui repose sur
» des décisions et des anticipations, et un processus
» psychologique mal contrôlé.

« Le défi lancé à notre économie est d'atténuer l'am-
» pleur de ces oscillations. »

(1) « Histoire de la crise » (Payot, 1935).

Les barrages destinés à amortir ces oscillations avaient été négligés par les théoriciens qui ne voyaient le salut que dans le stock d'or sur lequel était « gagée » la monnaie.

« Aux Etats-Unis les institutions et les comportements » se sont transformés de manière radicale depuis la » grande crise, les changements de structures fiscales » et bancaires ont profondément modifié les réactions » cycliques inhérentes à l'économie américaine. » Et, parmi les différentes mesures favorables évoquées, Milton Friedman cite (1) : la création du fonds national de garantie des dépôts bancaires, la transformation de la structure des actifs financiers, enfin la réduction du rôle de l'or.

La crise économique de 1929, maîtrisée à ses débuts, aurait pu et dû être rapidement conjurée.

Les instruments, ou étaient défectueux, ou n'existaient pas (information statistique, organisation de l'escompte).

Mais le mal est venu moins du défaut d'instruments nécessaires que des *croyances qui dominaient les esprits.*

Ce n'est qu'au bout de plusieurs années d'une désastreuse politique de sévérité, de rigueur et de déflation, qu'arrivèrent à la Maison Blanche, à la suite de Roosevelt, un groupe d'économistes qui débarrassa la politique de ses entraves doctrinales.

En 1931, la livre était décrochée de l'or; en 1934 le dollar dévalué de 40 %.

---

(1) « Inflation et systèmes monétaires » (Calmann-Lévy)

UN DIEU AVEUGLE ET SOURD

La France, bastion des inconditionnels de la rigueur monétaire, allait tenir plus longtemps et s'engager en 1935 dans ce qui fut la plus consciencieuse et la plus folle expérience de déflation au service de ce *dieu aveugle et sourd* (1) qu'est l'étalon or.

La baisse des prix, plus faible en France qu'à l'étranger, avait eu pour effet de faire perdre aux industries d'exportation une partie de leurs débouchés extérieurs gagnés par l'Angleterre, les Etats-Unis et les autres pays qui avaient réussi à réduire plus fortement leurs prix de vente. En 1935 la production industrielle de la France était descendue en-dessous de celle de 1913. Les exportations avaient baissé de 70 %. Il y avait cinq cent mille chômeurs secourus.

En vain, quelques-uns, peu nombreux, réclamaient un réalignement du franc, une création généreuse de monnaie.

Paul Reynaud, Raymond Patenôtre s'efforçaient de montrer le danger d'une baisse continue des prix. Paul Reynaud, pendant sa campagne électorale de 1936, faisait coller des affiches représentant deux vaches, l'une petite et l'autre grosse ; la petite figurait ce que l'éleveur avait emprunté, la grosse ce qu'il devait rembourser.

Paul Reynaud essayait, sans succès, de recourir à l'image pour faire comprendre qu'un pays court à sa ruine, se condamne à l'impuissance et à la stérilité, lorsque les plus audacieux, ceux qui courent des risques

(1) C'est ainsi que Samuelson le qualifie.

en entreprenant et qui, pour entreprendre, empruntent, sont pénalisés, tandis que ceux qui seraient tentés de les imiter sont paralysés.

Raymond Patenôtre ne réussissait pas mieux à se faire entendre (1) quand il reprochait à l'étalon or : « d'avoir » compromis la stabilité des prix en raison de la varia- » tion profonde du pouvoir d'achat du métal, variation » qui a déséquilibré toute la structure économique. » Ainsi, en définitive, les partisans du statu quo se » révèlent à leur insu les véritables complices de cette » instabilité monétaire qu'ils dénoncent avec tant de » passion ».

On imagine ce que durent être les affrontements entre les grands dirigeants des Finances et ceux qui devaient n'être à leurs yeux que des amateurs qui, de surcroît, avaient l'impudence de mettre en doute les dogmes de la foi.

L'entre-deux guerres a été la grande époque des professionnels et des experts. Le pays à la monnaie forte du moment — on appelait monnaie forte une monnaie bien gagée — déléguait ses experts aux pays en mal de monnaie. Tantôt c'était les Français qui allaient en Grande-Bretagne, tantôt c'était les Anglais qui venaient chez nous. En direction de l'Europe centrale les déplacements se faisaient à sens unique.

Les conseils étaient toujours les mêmes : des dépenses publiques qui équilibrent les recettes et, bien entendu, une couverture-or respectée.

En même temps que des expéditions financières, la France, première puissance militaire de l'Europe,

---

Voulons-nous sortir de la crise ? » (Plon, 1934)