

**Université de Neuchâtel - Faculté de droit**  
Section des Sciences commerciales, économiques et sociales

---

# **La politique du marché ouvert**

Thèse présentée à la Faculté de Droit,  
Section des Sciences commerciales, économiques et sociales  
de l'Université de Neuchâtel  
pour l'obtention du grade de docteur  
par

**Wüthrich Ernest**

R h e i n e c k  
St. Gall

*Licencié ès Sciences commerciales et économiques  
de l'Ecole des Hautes Etudes Commerciales de St. Gall*

Monsieur Ernest Wüthrich, originaire de Trub (Berne) licencié ès sciences commerciales et économiques de l'Académie commerciale de St Gall, est autorisé à imprimer sa thèse de doctorat ès sciences commerciales et économiques «La politique du marché ouvert». Il assume seul le responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, le 28 octobre 1948.

Le Directeur de la Section des sciences  
commerciales, économiques et sociales

*Rosset*

*A mes parents*

## Introduction

La guerre mondiale a entraîné dans les pays qui l'ont subie une consommation gigantesque de capital fixe et circulant. Les économies de tous les pays, neutres ou belligérants, ont été mises à rude épreuve; les besoins de l'Etat, besoins de consommation surtout, ont augmenté dans une très forte mesure, et les dettes publiques ont atteint des chiffres excessivement élevés.

Le fait saillant de la période de 1939 à 1946 a été l'immixtion profonde de l'Etat dans l'économie privée. Certes, les temps de guerre ont toujours été considéré comme des périodes exceptionnelles, exigeant des mesures rigoureuses du gouvernement pour donner aux forces productives du pays une impulsion énergique en vue d'arriver à l'effort de guerre maximum. Car, dans une économie donnée, on ne peut guère augmenter sensiblement la part de biens mise à disposition de l'Etat sans diminuer celle de la consommation privée. Cette renonciation n'est pas chose aisée, et personne ne conteste l'utilité de mesures tendant à répartir équitablement les sacrifices imposés à la population. Mais ce qui frappe, c'est l'étendue d'une telle réglementation et surtout la peine que l'un a à la faire disparaître, une fois la guerre terminée.

Dans la plupart des pays, il est vrai, la fin de la guerre n'a été que le commencement des difficultés économiques; mais, même si l'on tient compte de la gravité des problèmes d'après-guerre qu'il fallait résoudre à tout prix, la tendance à l'étatisation est manifeste. Elle n'est pas uniquement un produit de cette guerre, elle s'est fait sentir déjà après la grande crise de 1930/31 qui a marqué pratiquement la fin du libéralisme économique: des barrières douanières ont été érigées et les gouvernements ont essayé successivement tous les moyens de faire «démarrer» l'économie. Par suite de la guerre, cette évolution a été encore accélérée et aujourd'hui, trois ans après la fin des hostilités, elle a encore de l'élan: preuve en soit la nationalisation ou le contrôle des industries-clés dans plusieurs pays. La crainte d'une dépression hante les esprits et fournit les adversaires du régime capitaliste en arguments. Les gouvernements ont promis d'être vigilants et d'empêcher, par des mesures préventives, le retour de la grande débâcle. Tout cela montre assez clairement qu'une restauration du libéralisme économique n'entre guère dans la perspective, même si un certain relâchement du contrôle de l'Etat est probable.

Il va sans dire qu'un domaine aussi important que celui de la monnaie et du crédit n'est pas resté étranger à cette évolution. Quoique les théories purement monétaires de la conjoncture aient perdu beaucoup de leur crédit, le dirigisme monétaire semble devoir jouer un rôle important dans l'avenir. La politique du marché ouvert, plus connue sous le nom de «open market policy», qui constitue une partie importante des mesures tendant à agir sur la monnaie, est certainement d'un intérêt actuel et mérite notre attention. C'est pourquoi nous avons entrepris de traiter quelques aspects de cette politique; considérant bien d'ailleurs que ce n'est là qu'un des instruments de la politique monétaire, et persuadés que seule la coordination d'un ensemble de mesures permettra peut-être d'obtenir un heureux résultat.

## Tables des matières

Introduction . . . . .	V
<b>Première partie: étude générale . . . . .</b>	<b>1</b>
I. Développement et technique de la politique du marché ouvert . . . . .	1
II. Moyens de la politique du marché ouvert . . . . .	4
1. Les effets de change . . . . .	4
2. Les métaux précieux . . . . .	7
3. Les actions et obligations industrielles . . . . .	11
4. Les devises . . . . .	11
5. Les fonds d'Etat . . . . .	11
III. L'«open-market-policy»: instrument déflationniste et inflationniste . . . . .	18
1. Les opérations expansionnistes . . . . .	19
2. Les opérations restrictives . . . . .	25
IV. La politique du marché ouvert et la politique de l'escompte . . . . .	29
1. La politique de l'escompte . . . . .	30
2. La politique du marché ouvert . . . . .	37
3. Les principales différences . . . . .	39
4. Conclusions . . . . .	42
<b>Deuxième partie: étude spéciale . . . . .</b>	<b>43</b>
I. Les principaux buts de la politique du marché ouvert . . . . .	43
1. La politique de l'argent à bon marché . . . . .	43
A. Technique et but des opérations . . . . .	43
B. Critique . . . . .	50
2. L'action sur les cours du change et la neutralisation des effets des capitaux migrants . . . . .	55
A. L'action sur les cours du change . . . . .	56
B. L'action sur la base du crédit interne . . . . .	61
C. Résumé . . . . .	70

3. La politique du marché ouvert comme instrument de la politique de conjoncture . . . . .	70
A. Le problème . . . . .	70
B. Les moyens d'investigation . . . . .	73
C. La lutte contre la dépression . . . . .	78
D. La politique du marché ouvert dans sa fonction préventive de la crise . . . . .	106
4. Conclusions générales . . . . .	116

Première partie :

## Étude générale

### I. Développement et technique de la politique du marché ouvert

La politique du marché ouvert n'est pas un instrument récent de la politique monétaire. Cantillon en parle déjà et mentionne son emploi au XVIII<sup>e</sup> siècle <sup>1)</sup>; dès lors cette méthode a été appliquée parfois par des banques d'émission, accessoirement et en général pour des buts ne rentrant pas dans le cadre d'une politique monétaire proprement dite. Ainsi, des achats et ventes de titres étaient pratiqués dans ce sens aux Etats-Unis déjà avant la constitution en 1913 du Système de réserve fédérale. Les banques nationales américaines, qui étaient autorisées à couvrir par des fonds publics une partie des billets qu'elles émettaient, achetaient souvent des titres quand leur portefeuille commercial diminuait, et, inversement, vendaient des titres quand augmentait leur portefeuille d'es-compte. Et l'on pouvait observer que les mouvements du portefeuille commercial et du portefeuille de titres d'Etat des banques nationales, surtout des banques hors de New York, dont les opérations étaient liées aux mouvements du marché des marchandises, s'effectuaient fréquemment en sens inverse l'un de l'autre <sup>2)</sup>.

L'application de ce principe d'achats et de ventes n'avait donc en ce temps qu'un but compensateur. Plus tard seulement, quand on eut étudié de plus près cette interdépendance entre le portefeuille commercial et celui des titres, on s'est servi de cette méthode consciemment à des fins de politique monétaire; elle est alors devenue un instrument important de la politique économique.

De même en Angleterre, qui passe pour être le pays originaire de la politique du marché libre, son application systématique — le seul aspect qui nous intéresse ici — ne peut être constatée que dans la période d'après-guerre, en particulier depuis l'abandon de l'étalon-or, en septembre 1931.

1) Cantillon: Essai sur la nature du commerce en général. (Revue d'Economie politique, No. 5, 1935, p. 1530 et suiv.)

2) Aftalion A.: Monnaie et industrie, p. 91.

La politique du marché ouvert, au sens large du mot, consiste dans l'achat et la vente d'actifs appartenant à la banque d'émission (ou à d'autres institutions, comme le fonds d'égalisation des changes, par exemple), en vue d'exercer une influence sur le montant des billets en circulation et sur le volume de la monnaie scripturale, c'est-à-dire du crédit. Le principe du fonctionnement en est fort simple: lorsque la banque d'émission achète des avoirs, elle émet en contre partie des billets, ou bien elle augmente le volume de la monnaie scripturale formée par les dépôts en compte que les banques commerciales ou les particuliers détiennent auprès d'elle. Quand, au contraire, elle procède à des ventes, il s'ensuit un retrait de billets de banque ou une diminution du montant des dépôts en compte.

En fait, ce principe n'a rien de bien nouveau, c'est le propre des systèmes monétaires modernes. Sous le régime des monnaies rattachées plus ou moins étroitement à un métal précieux (l'or ou un autre), où l'émission des billets se fait soit par l'achat de métal par la banque d'émission soit par le réescompte des effets de commerce, l'«open market policy» représenterait donc un simple élargissement des possibilités d'émission, puisque d'autres avoirs peuvent servir à la création de billets de banque et de monnaie scripturale. La différence fondamentale entre les deux modes d'émission réside dans le déplacement de la force motrice de ces opérations: dans le cas de la politique du marché ouvert la banque d'émission ne doit plus attendre que le marché s'adresse à elle, lui offre de l'or ou lui présente des effets au réescompte, elle agit de sa propre initiative.

A côté de ce rôle actif de l'institut d'émission, une autre condition doit être remplie pour qu'on puisse qualifier de politique sur le marché ouvert les achats et les ventes d'avoirs; ils doivent être appliqués en vue d'un but bien définie: exercer une influence directe sur le montant des billets en circulation et le volume du crédit.

Une raison notable qui a souvent incité les banques d'émission à acheter des titres, c'est le souci d'augmenter leurs bénéfices. La pénurie d'effets de commerce présentés au réescompte a parfois compromis sérieusement le rendement des banques centrales de sorte qu'elles se sont vu obligées, comme on l'a dit à la page précédente, de compenser la diminution des effets par l'augmentation du portefeuille des titres. Ces considérations ont joué un grand rôle, et il est intéressant de constater que la plupart des opérations avec titres effectuées avant 1931 avaient le profit pour but.

Ainsi, en 1895 et en 1907, la banque d'Angleterre fit des achats de titres à une échelle assez vaste, le gouverneur déclarant à cette occasion que la banque avait eu un mauvais semestre quant aux bénéfices. Par ailleurs, les conditions du marché monétaire n'auraient point exigé une telle intervention <sup>3)</sup>.

<sup>3)</sup> Sayers S.: *Bank of England Operations, 1890—1914*, p. 26/27.

De même aux Etats-Unis, en 1922, lorsque l'afflux d'or permit aux banques affiliées de diminuer leurs engagements à titre de rées-compte auprès des banques de réserve, celles-ci, pour compenser, achetèrent des fonds d'Etat, sans intention d'agir sur le volume du crédit.

En Suisse enfin, il paraît probable que les essais tentés à plusieurs reprises pour introduire officiellement la politique du marché ouvert avaient pour cause au moins partiellement des considérations de rendement.

Il est clair qu'on ne peut écarter complètement la question de rendement (surtout en Suisse, où la Banque Nationale est redevable de certaines sommes aux cantons). Tout naturellement, par suite de la pénurie d'effets présentés au réescompte, lequel constitue pour les banques centrales l'opération rémunératrice par excellence, l'intérêt de ces banques s'est tourné vers les titres; et si en général elles sont enclines à élargir la base du crédit en achetant des fonds, elles le sont beaucoup moins quand il s'agit de resserrer la circulation monétaire.

Ainsi aux Etats-Unis, en 1935, lorsqu'il s'agissait de réduire le volume du crédit qu'on jugeait excessif, un des arguments avancés contre une politique restrictive sur le marché ouvert fut précisément celui du rendement; et c'est principalement pour ce motif que l'on se décida finalement à préférer le relèvement des réserves obligatoires aux ventes massives de fonds d'Etat <sup>4)</sup>.

Si nous avons soulevé ce problème de rendement, c'est qu'il s'agit d'une question de principe qui se pose pour tout interventionnisme: le coût d'un instrument d'intervention doit-il être décisif dans son emploi? Il n'est pas aisé de répondre brièvement car, contrairement à ce qui se passe dans l'économie privée, on ne peut guère évaluer en chiffres les résultats escomptés, qui le plus souvent seront d'un intérêt tout général. Contentons-nous de faire remarquer, sans négliger le principe du moindre effort, que souvent une politique d'intervention mollement poursuivie (pour des raisons sortant du cadre purement économique) non seulement ne réussit pas mais cause plus de tort que l'abstention. D'une manière générale on peut dire que si le souci de rentabilité n'est pas écarté d'emblée, il faut du moins le reléguer au second plan. Cela est vrai particulièrement pour la politique du marché ouvert. (Ce n'est pas sans raisons que Schmolders a estimé que l'absence de considérations de profit a contribué largement au succès des interventions sur le marché ouvert aux Etats-Unis après la guerre de 1918 <sup>5)</sup>).

Nous pourrions donc dans la suite négliger cet aspect de la question.

<sup>4)</sup> Kriz Miroslaw: Les opérations des banques d'émission sur le marché libre, p. 93.

<sup>5)</sup> Schmolders: Interventionen am Geldmarkt, in Wirtschaftsarchiv vol. 39, 1934, p. 147 et suiv.

## II. Moyens de la politique du marché ouvert

Si d'après la définition donnée, tous les avoirs sont théoriquement susceptibles de servir de moyen à la politique du marché ouvert, en fait il n'en est pas ainsi. La fonction principale des interventions sur le marché, immobilisation et remobilisation de billets et de monnaie scripturale, suppose certaines propriétés des valeurs utilisées.

En premier lieu il faut qu'on soit en présence de valeurs de placement: leur consommation rendrait impossible le rachat par l'institut d'émission.

Une deuxième condition indispensable est la possibilité pour la banque centrale de se servir des valeurs utilisées comme couverture des billets émis. En effet sans cette possibilité, étant donné que les interventions sur le marché exigent le plus souvent un emploi massif de fonds, les instituts d'émission risqueraient d'entrer en conflit avec les prescriptions légales sur la couverture des billets; leur liberté d'action en serait donc fortement diminuée. Aussi, dans nombre de pays, les prescriptions légales ont-elles subi un élargissement: en plus des valeurs normalement prévues (métaux précieux, effets de change, devises, etc.) d'autres catégories, en particulier des titres à long terme, ont été admis pour la couverture des billets. A part ces conditions très générales, d'autres considérations, plus étroitement liées aux propriétés spécifiques des valeurs utilisées, jouent également un rôle.

### 1. Les effets de change

L'effet de commerce doit être considéré comme le papier de crédit par excellence et, comme tel, il paraît parfaitement apte à jouer le rôle de moyen dans la politique du marché ouvert. La différence entre de telles interventions et la politique de l'escompte, peu sensible à première vue, consiste essentiellement dans le fait que la banque d'émission agit de sa propre initiative. Au lieu de varier simplement le prix du papier puis d'attendre des demandes de rées-compte, elle intervient spontanément sur le marché en achetant et vendant.

La sécurité des papiers de commerce (puisque leurs montants sont représentés par des transactions de marchandises) paraît les

désigner comme instrument idéal des interventions sur le marché <sup>6)</sup>. Cependant, en pratique ils n'ont guère été employés, et ceci pour les raisons suivantes:

a) *pénurie d'effets de commerce*: Au cours de ces dernières années, les effets de commerce se sont raréfiés dans la plupart des pays. Sans cesse, dans les instituts d'émission comme dans les banques commerciales le poste « escompte et avances » a accusé une tendance à la baisse. Comme la politique du marché ouvert nécessite en général des masses de manoeuvre assez importantes, cette diminution — qui est d'ailleurs une des causes du déclin de la politique de l'escompte — a rendu presque impossible des interventions sur le marché au moyen d'effets.

b) *difficultés de vente*: Une autre raison pour laquelle les effets de commerce ne se prêtent pas toujours aux opérations sur le marché ouvert consiste dans la difficulté que peut rencontrer la banque d'émission lorsqu'elle désire les vendre. En effet, si l'achat d'effets par la banque ne soulève pas d'objections, il n'en est pas de même pour les ventes. Comment faire le choix des effets pouvant être vendus sans provoquer les protestations des établissements dont ils portent la signature?

c) *efficacité moindre*: Comme on l'a déjà dit, la fonction première des opérations sur le marché libre, c'est l'immobilisation et la remobilisation des billets de banque ou de la monnaie scripturale. Il faut donc, pour que ces ventes produisent tout leur effet, que les valeurs cédées au marché ne puissent servir d'instruments de paiement. Mais comme la loi prévoit et régleme expressément la circulation des effets, les billets retirés peuvent toujours être transformés en monnaie scripturale, ce qui neutralise au moins en partie l'effet restrictif voulu par la banque centrale. Il est vrai que la vitesse de circulation des effets de commerce est en général moindre que celle des billets de banque; c'est pourquoi l'action de la banque d'émission ne sera généralement pas complètement compensée.

d) *disparition, insécurité matérielle*: L'effet de commerce est essentiellement un papier à court terme, lié aux opérations industrielles et commerciales: après un laps de temps relativement court il sera présenté à l'encaisse et payé (la prolongation n'est pas de règle et ne dépend pas de l'institut d'émission). Or, l'acquittement de la dette

---

6) Sulzer voit un avantage des effets de commerce en ce qu'ils ne subissent pas de fluctuations de cours, ce qui éliminerait en partie les risques de pertes. (Sulzer: Die Korrelation zwischen Kredit- und Währungspolitik der Zentralnotenbanken, p. 126.)

Cependant, pour intervenir efficacement sur le marché, la banque centrale devrait manipuler le taux de réescompte ce qui ferait varier de même la valeur réelle de l'effet.

envers la banque centrale a pour effet d'annuler l'action expansionniste, ce qui obligera cette banque à procéder à des achats compensateurs continuels si elle veut maintenir la liquidité du marché.

Les inconvénients sont plus considérables encore lorsqu'il s'agit d'exerce une pression restrictive sur le marché: Le paiement en lui-même ne va point à l'encontre d'un resserrement, car l'acquittement d'un débiteur A envers un créancier B constitue un simple déplacement de pouvoir d'achat à l'intérieur du circuit monétaire. Mais la difficulté provient de ce que par le paiement la lettre de change a cessé d'exister. Comme la banque ne peut créer elle-même de nouveaux effets elle sera vite à court de «munitions» et devra se fournir en achetant sur le marché. Cependant, les achats ayant un effet expansionniste, il est aisé de se représenter les difficultés que peut rencontrer l'institut d'émission en voulant poursuivre une politique restrictive énergique.

La sécurité du papier commercial réside surtout dans le fait que, après l'aboutissement des opérations commerciales à la base de la création de l'effet, celui-ci disparaît de la circulation. Dans la pratique on constate toutefois de fréquents changements dans la qualité des effet circulants, par l'apparition du papier dit «financier». Formellement, on distingue aisément le papier commercial du papier financier, le second apparaissant sous forme de moyen de crédit sans base commerciale; mais pratiquement leur séparation est difficile, même impossible. Le danger de «dilution» du marché d'acceptations est d'autant plus grand que l'institut central pousse à la création d'effets en facilitant les conditions d'admission au réescompte; cela favorise la création d'effets financiers et se traduit par un abaissement de la sécurité.

Outre les effets purement commerciaux, le poste «escomptes et avances» des banques d'émission renferme souvent d'autres valeurs, de sorte qu'il ne donne pas une image exacte de l'évolution du papier commercial. Il s'agit là en général d'une sorte de bon du Trésor escompté, effet émis par le Trésor et généralement prolongé continuellement, en fait donc de fonds d'Etat sous une forme spéciale (Schatzwechsel). L'exemple le plus connu est celui de la Reichsbank allemande où le poste «autres effets et chèques» du bilan se composait surtout de traites, tirées sur diverses organisations officielles chargées de réaliser le programme des travaux du Gouvernement (effets de création du travail, effets de réarmement etc.)<sup>7)</sup>, et qui servaient également de moyen à la politique du marché ouvert. La raison principale de la création de ces «effets» a été sans doute l'accroissement des besoins financiers des gouvernements. Toutefois il est probable que le désir de disposer d'instruments facilement maniables pour influencer le marché a également joué un rôle. Il

7) Kriz M.: vol. cité, p. 125.

semble admis que, pour vaincre la dépression et faire «démarrer» l'économie, ce qui est un des buts principaux visés par les théoriciens partisans de la politique du marché ouvert, des «injections inflationnistes» sont indispensables. Les effets de commerce ne sont pas un moyen qualifié pour une telle injection, puisque l'initiative de la banque d'émission est handicapée, comme nous l'avons vu, du fait qu'elle ne peut agir qu'avec du papier déjà existant, créé par l'industrie et le commerce. En phase dépressive, où les affaires sont stagnantes, et par conséquent le volume des transactions réduit, le montant des effets nouvellement émis diminue continuellement; aussi, loin de stimuler l'économie par l'apport d'argent frais, l'institut central ne pourra généralement même pas éviter un rétrécissement.

En résumé on peut dire que la politique du marché ouvert au moyen d'effets de commerce n'est qu'un instrument d'intervention très imparfait. Elle peut être utile à des opérations saisonnières à but restreint, mais ne constitue certes pas un moyen important de politique monétaire.

## *2. Les métaux précieux, en particulier l'or*

Les métaux précieux, surtout l'or, ont toujours joué un rôle extrêmement important dans les systèmes monétaires. Ils ont été la base sur laquelle reposait la valeur des monnaies, c'est-à-dire que l'or a servi de mesure à la comparaison des différentes monnaies sur le plan international. Certes, après la première guerre mondiale le prestige du métal jaune est allé en diminuant, et la grande crise des années 1930 et 1931 semblait lui avoir donné le coup de grâce. Mais malgré les attaques assez violentes de certains économistes<sup>8)</sup> l'or a pu se maintenir et garder une partie de son importance d'autrefois.

L'étalon-or intégral a fait place à des systèmes plus souples et plus facilement maniables, où les pièces d'or ne circulent plus à l'intérieur du pays. En fait la plupart des monnaies, d'une façon ou d'une autre, sont encore aujourd'hui rattachées à l'or et celui-ci a gardé quasi intacte son utilité pour les règlements internationaux. Ce glissement jusque sur le plan international explique en partie que l'or ait été négligé comme moyen d'action sur le marché intérieur. On n'a certes pas ignoré l'influence des mouvements d'or sur la valeur extérieure de la monnaie et sur la base interne du crédit; mais on s'est généralement borné à la défense, à empêcher des effets inopportuns de se manifester; ou, si la politique a été active, elle s'est concentrée sur des manoeuvres de change (stérilisation de l'or aux Etats-Unis, fonds d'égalisation des changes). Les conditions

<sup>8)</sup> Lord Keynes p. ex.

économiques actuelles — et nous pensons surtout à la position de la Suisse — ouvrent de nouvelles possibilités à l'usage interne du métal jaune. Des propositions ont d'ailleurs été faites, des tentatives entreprises et il nous paraît utile de nous occuper brièvement de ce problème.

Depuis que l'or a cessé d'être l'un des instruments des échanges à l'intérieur du pays il est devenu une marchandise au même titre que n'importe quelle autre <sup>9)</sup>. Sa vente ou son rachat par une institution publique a donc pour effet une diminution ou une augmentation du montant des billets. Cependant, ces effets diffèrent sensiblement des effets «normaux» et font de l'or un moyen d'intervention spécial, d'un emploi restreint.

Une politique de restriction doit avoir soin de diminuer non seulement le volume des billets en circulation mais aussi et surtout le montant de monnaie scripturale. Le moyen prévu pour y arriver est de diminuer les encaisses des banques. Pour maintenir leur état de liquidité, celles-ci devront alors réduire le volume des crédits accordés ou en tout cas ne pas l'augmenter. Qu'en est-il de l'or?

Dans les grandes lignes l'encaisse est déterminée par la proportion supputée des paiements que la banque estime devoir effectuer au comptant, plus un taux variable de sécurité. Couramment l'on considère l'or comme faisant partie de l'encaisse à côté des billets et du numéraire; et aucune banque n'hésiterait, si la situation économique le permettait, à élargir le crédit sur la base d'un afflux d'or <sup>10)</sup>.

Si donc le mécanisme primaire du retrait des billets peut parfaitement jouer, il n'en est pas de même de la fonction secondaire: en effet, la vente aux banques de métal précieux ne les oblige nullement à réduire leur volume de crédit; au contraire, l'effet restrictif peut être plus que compensé par l'élargissement du crédit.

Et les choses se passeraient ainsi si une autre propriété de l'or ne venait quelque peu redresser la situation: l'absence de rendement. L'or ne portant pas intérêt, les banques ne peuvent en garder un gros stock pour des raisons de rendement. Leur capacité d'absorption est donc restreinte, et à leur place ce sont des particuliers qui interviennent comme acheteurs. Comme on l'a déjà dit, l'or a toujours exercé un attrait particulier: il a été dans l'esprit des peuples le symbole de la sécurité, induisant par là à supporter les pertes d'intérêt. Une politique de la banque centrale visant à encourager la pro-

<sup>9)</sup> Le fait que les transactions sur les pièces d'or sont soumises en Suisse à l'impôt sur le chiffre d'affaires montre clairement que ces pièces sont considérées comme une marchandise pure et simple.

<sup>10)</sup> Si la diminution du degré de liquidité de l'or, due à sa dégradation comme instrument des échanges en une «marchandise monétaire», a rendu plus difficile dans la pratique les paiements au comptant, cela n'a pas eu en fait une portée considérable, puisque la liquidité «psychologique», due au prestige toujours intact de l'or, n'a pas subi de diminution.

pension innée à la thésaurisation n'est autre chose qu'une politique restrictive, qui, si elle est poursuivie énergiquement, peut parfaitement neutraliser les effets inflationnistes éventuels de la part des banques et même rétrécir le circuit monétaire compris dans son ensemble.

Le problème délicat de la thésaurisation <sup>11)</sup> a toujours été matière à discussion; en particulier on a vivement critiqué la thésaurisation des billets de banque. Cette critique est moins basée sur la notion légendaire du «bas de laine», resserrement de la circulation qui provoque une pression déflationniste, que par le danger d'une réapparition inopportune des instruments monétaires précédemment inactifs. En effet, il est plus aisé pour les banques d'émission de remplacer au fur et à mesure le pouvoir d'achat nominal retiré de la circulation que de faire face à une déthésaurisation massive. Dans le cas que nous avons envisagé, où il existe un danger d'inflation latente sous forme d'or stérilisé entre les mains du public, il est important de savoir dans quelles conditions pratiques une telle déthésaurisation pourrait se réaliser.

Il y a deux raisons principales capables de déterminer le public détenteur d'or à s'en défaire:

- a) un besoin pressant d'argent liquide
- b) la perte de confiance en l'or.

En parlant de la première nous devons avoir soin de situer clairement l'époque pendant laquelle doit avoir lieu l'intervention. Il importe de savoir s'il s'agit d'endiguer une inflation latente ou déjà commencée, dûe à des facteurs extra-économiques (temps de guerre, désordres budgétaires, etc.) ou de freiner une phase ascendante, dans le but d'éviter ou d'atténuer une crise redoutée.

Dans le premier cas le besoin de liquidité ne se ferait guère sentir puisque le marché sera déjà extrêmement liquide; au contraire, une fuite éventuelle devant la monnaie favorisera la transformation des billets en or-marchandise. La situation se présente différemment dans le second cas: au fur et à mesure que la phase ascendante approche de son point culminat la pléthore de capitaux liquides se change en pénurie. Les gains augmentent, et le public est moins enclin à échanger ses billets rémunérateurs contre un capital mort; au contraire, il déthésaurisera afin de profiter autant que possible des circonstances favorables.

Le second motif de déthésaurisation envisagé, la perte de confiance en l'or, est très difficile à estimer puisque il repose presque entièrement sur des réactions psychologiques. Sans se prononcer définitivement on peut cependant admettre que c'est une éventualité peu probable. Du moment que l'or a jusqu'ici conservé son prestige et

<sup>11)</sup> Erard: La thésaurisation, thèse Neuchâtel 1949.

n'a cessé d'être à la base de la plupart des systèmes monétaires en vigueur, nous pouvons négliger cette hypothèse.

Une déthésaurisation active, c'est-à-dire à effets inflationnistes, ne pourrait d'ailleurs se manifester que par des ventes d'or à l'étranger ou à l'institut d'émission (Les échanges à l'intérieur du pays ne constitueraient qu'un simple déplacement). Par une politique adéquate de la banque centrale, (interdiction d'exporter l'or, refus d'en accepter ou seulement contre avoirs en comptes bloqués) elle pourrait imposer un contrôle sans risquer d'attenter à la monnaie.

Une autre source inflationniste, l'or thésaurisé redevenant instrument de paiement, n'entre guère en ligne de compte, pour des raisons pratiques (différence entre les valeurs nominale et effective des pièces d'or, maniement difficile des lingots).

En résumé nous pouvons dire que les opérations à l'aide de l'or peuvent constituer un moyen utile d'intervention, répondant dans les grandes lignes à la définition donnée de l'«open market policy». L'emploi en est toutefois limité et doit être envisagé surtout pour lutter contre une inflation due à des facteurs extraordinaires<sup>12)</sup>. Vu que l'action des ventes d'or ne s'exerce que sur le retrait direct des billets et n'a pour ainsi dire aucune influence sur la base du crédit par l'intermédiaire des encaisses bancaires, l'effet de telles opérations est en fonction directe des quantités d'or délivrées au marché<sup>13)</sup>. Les banques d'émission doivent donc disposer d'une encaisse-or «libre» importante (en plus de leurs besoins pour la couverture des billets et des réserves destinées aux règlements internationaux) de sorte qu'on ne doit considérer dans la plupart des cas les opérations-or que comme un moyen auxiliaire.

---

12) En Suisse, l'expérience de freiner des tendances inflationnistes dues au déficit d'importations en cédant de l'or au marché fut tentée en 1946. D'octobre 1946 jusqu'à fin août 1947 des pièces d'or d'une valeur d'environ 1,5 milliards de francs suisses trouvèrent le chemin du marché, vers fin août jusqu'à 5 millions par jour.

Le 9 septembre 1947 la vente libre de pièces d'or fut suspendue. Des exportations clandestines importantes et le fait que la différence entre le cours officiel et le cours «noir» du \$ allait en s'agrandissant — des \$ bloqués étaient offerts contre de l'or — sont les raisons les plus importantes qui amenèrent l'institut d'émission à arrêter la cession de métal jaune au marché.

«Schweiz. Handelszeitung 15 mai 1947», en parlant des efforts de la Roumanie pour combattre l'inflation:

... Die Regierung pflegt den Privatmarkt durch Verkauf von grossen Mengen inländischer Goldmünzen (Medalia genannt) zu drücken.

13) Cette efficacité amoindrie du fait que les ventes d'or n'agissent pour ainsi dire que sur le volume des billets en circulation est la raison majeure pourquoi les opérations contraires, les achats sur le marché, ne paraissent guère indiquées. Pour sortir l'économie d'une dépression, et cela est généralement le but que l'on se propose, on admet qu'il faut surtout favoriser les opérations de crédit.

### 3. Les actions et obligations industrielles

Quoique représentant une partie importante de la fortune nationale, les actions et obligations industrielles ne se prêtent pas à des opérations sur le marché. Les fluctuations des cours, qui peuvent être considérables, créent un facteur d'insécurité difficilement compatible avec la gestion saine d'une banque centrale. Une condition indispensable aux opérations d'une certaine envergure, la couverture des billets par des titres industriels, ne peut être remplie; car la présence d'un nombre important d'actions et d'obligations industrielles dans le portefeuille de l'institut d'émission lierait celui-ci à l'industrie et au commerce de façon à lui enlever une partie de sa liberté d'action. En particulier des ventes massives seraient impossibles, à cause des répercussions graves qu'elles pourraient avoir sur le crédit des établissements industriels et commerciaux.

### 4. Les devises

En principe, les devises, c'est-à-dire les avoirs libellés en monnaie étrangère et payable à l'étranger, servent depuis longtemps de moyen d'intervention. L'objectif principal de ces opérations se place sur le plan international: la manipulation des cours du change, bien que les effets s'en fassent aussi sentir dans la circulation intérieure. Toutefois, en faisant intervenir un organisme spécial, comme le fonds d'égalisation des changes, on a tenté de séparer les deux champs d'action, et il nous paraît préférable de traiter cette méthode à part <sup>14)</sup>. Nous nous bornerons donc ici à signaler les devises comme un moyen utilisable.

### 5. Les fonds d'Etat

Ayant rapidement passé en revue ceux des avoirs d'une banque centrale qui, par leur constitution même, semblent aptes à jouer le rôle de moyen d'intervention sur le marché ouvert, sans donner toutefois entière satisfaction, nous arrivons au groupe le plus important: les fonds publics. Par «fonds publics» nous entendons ici, outre les obligations proprement dites, les papiers représentant la dette à court terme (bons du Trésor, rescriptions, etc.) <sup>15)</sup>.

<sup>14)</sup> Voir le chapitre traitant des effets extérieurs de la politique du marché ouvert.

<sup>15)</sup> Il va sans dire que la distinction entre le papier à court et le papier à moyen et à long terme joue un rôle très important dans la politique financière, et nous devons en tenir compte lorsqu'il s'agira d'examiner de plus près le problème des cycles conjoncturels.

Pour le moment cependant nous pouvons sans autre renoncer à cette distinction purement formelle que la pratique ne connaît pas. En outre, l'effet direct «quantitatif» des ventes et des achats, qui nous intéresse spécialement ici, est, à peu près le même, qu'il s'agisse de titres à court ou à long terme.

Pour mieux faire comprendre la place prépondérante des fonds publics dans le système de l'«open market policy», nous allons récapituler les inconvénients des autres moyens d'intervention, inconvénients que nous avons constaté précédemment, et nous les opposeront aux propriétés des papiers d'Etat:

*a) prescriptions légales, concernant particulièrement la couverture des billets (actions et obligations industrielles).*

L'autorisation d'intervenir sur le marché au moyen des fonds publics (ce qui revient pratiquement à dire la possibilité de s'en servir pour la couverture des billets émis en contre partie) a été donnée aux banques d'émission par la législation de presque tous les pays <sup>16)</sup>. La capacité d'absorption des marchés financiers devenant insuffisante, pour faire face aux dépenses de guerre toujours croissantes, les gouvernements ont dû faire appel aux instituts d'émission. En contrepartie des billets cédés, les banques d'émission recevaient de l'or ou des titres, de sorte que le poste passif «billets en circulation» était, dans une certaine mesure, représenté à l'actif par divers engagements de l'Etat (obligations à long terme, bons du trésor, réscriptions, effets «speciaux» etc.). Les prescriptions légales sur la couverture des billets n'ont pas été abolies, mais tout en étant appliquées quant à la lettre, en fait elles n'ont guère résisté aux réalités économiques. En d'autres termes, la législation bancaire ne constitue pas une barrière infranchissable, même dans les pays n'autorisant pas encore les interventions sur le marché au moyen des titres à long terme (c'est-à-dire au moyen des fonds publics). Quand la nécessité et l'opportunité de telles opérations auront été reconnues et justifiées économiquement ces obstacles disparaîtront rapidement.

*b) pénurie de «munition» (effets de commerce)*

Le manque d'avoirs disponibles, qui condamne les effets de commerce à jouer un rôle de plus en plus effacé dans la politique de l'escompte aussi bien que dans celle du marché ouvert, ne concerne pas les fonds publics. Un regard sur les tableaux des dettes publiques, presque entièrement représentée par des titres, montre que le danger de raréfaction est encore éloigné.

*c) pas d'action sur l'encaisse des banques (or)*

Contrairement à ce que nous avons vu pour l'or, les achats et ventes de titres ont une grande influence sur l'encaisse des banques. On peut même dire que c'est précisément cette action qui permet aux interventions au moyen des titres d'arriver à des résultats

<sup>16)</sup> La Suisse fait exception. Les tentatives de créer une base légale à l'introduction de la politique du marché ouvert par le moyen de titres à long terme ont échoué.

appréciables; en effet, non seulement elles agissent sur les billets en circulation (action directe) mais elles ont une influence sur la monnaie scripturale dont elles élargissent ou rétrécissent la base (action indirecte). Et il est clair que cet effet indirect sera d'autant plus grand qu'il y aura plus de titres dans les avoirs de la banque. Là encore, les fonds publics remplissent bien leur rôle; et les banques éprouvant des difficultés à investir leurs disponibilités ont dû recourir dans une mesure de plus en plus forte aux placements en papiers d'Etat.

*d) efficacité moindre (effets de change)*

Certes, les possibilités de compensation qu'offrent les opérations à but restrictif par le moyen des effets de change existent également pour des interventions au moyen des titres. En procédant à des opérations sur nantissement, c'est-à-dire en déposant des titres en contrepartie de monnaie scripturale, généralement sous forme de comptes en banque, le volume des instruments monétaires en circulation (compris ici dans le sens le plus large) s'agrandit et compense, du moins en partie, l'effet déflationniste initial. Cependant, les interventions qui ont de l'importance sont surtout celles visant les encaisses des banques. Pour desserrer l'étreinte d'une politique restrictive funeste au rendement, les banques peuvent se dessaisir des titres en les vendant contre espèces à des tiers<sup>17)</sup>, tandis que pour des opérations de crédit il ne leur reste qu'à s'adresser à la banque centrale ou à l'étranger. L'institut d'émission peut alors, en variant son taux de prêt sur nantissement et en faisant varier les conditions d'acceptation des titres en dépôt, empêcher que les effets restrictifs cherchés soient trop largement compensés et, de manière générale, donner à sa politique d'«open-market», une élasticité supplémentaire. Quant au «ravitaillage» en crédit par l'étranger, des mesures spéciales pourraient le rendre plus difficile (p. ex. contrôle lors du service d'intérêt, méthode semblable à celle des affidavits, introduite en Suisse pendant la guerre).

---

17) Contrairement à ce qu'on pourrait penser au premier abord, les ventes de titres consenties par les banques à des tiers autres que la banque centrale ne constituent pas simplement un déplacement du pouvoir d'achat. Les instruments monétaires reçus par la banque en échange des titres n'ont été, dans la main du détenteur privé, qu'un pouvoir d'achat «simple», c'est-à-dire ne pouvant augmenter leur action sur les prix que par l'augmentation de leur vitesse de circulation. — Ces mêmes instruments monétaires composant l'encaisse bancaire peuvent servir à l'élargissement du crédit (d'un ordre de grandeur allant jusqu'à dix fois le montant initial). — Pratiquement, cet effet compensateur ne prendra guère d'envergure, la capacité du marché «privé» ne permettant pas une décharge importante des banques commerciales, d'autant moins que ce marché sera en même temps mis à contribution par la banque centrale.

*e) fluctuations des cours, difficultés de ventes (effets, actions et obligations industrielles)*

Durant ces dernières années et particulièrement pendant la guerre, l'Etat a dû ou a cru devoir assumer une part de responsabilités de plus en plus grande dans la communauté. Actuellement il constitue un agent extrêmement important dans la vie économique, aussi bien en qualité d'acheteur que de vendeur (s'il est permis d'employer de terme en faisant allusion à la «vente» de services contre les recettes d'impôt). Ses devoirs grandissants ont impliqué des besoins d'argent nouveaux. Les gouvernements, devant faire appel au marché, ont eu intérêt à se procurer les moyens nécessaires à des conditions aussi favorables que possibles; ils ont par conséquent voué un soin tout particulier à la sauvegarde du crédit public.

Ces conditions favorables souhaitées par tout ministre des finances peuvent se résumer ainsi: des intérêts aussi bas que possible en même temps que des cours se stabilisant à la hauteur correspondant au niveau bas des taux. Car il est clair que si les cours tombent sensiblement en dessous du pair, le rendement réel des papiers ne correspond plus au taux nominal de l'intérêt; il ne sera par conséquent plus possible de faire des prélèvements au marché à des conditions analogues, encore moins de procéder à des conversions. Les cours des fonds publics et ceux des papiers-valeurs en général, obéissent, comme les prix de toute marchandise, aux variations de l'offre et de la demande. Le mouvement des cours des titres a toutefois ceci de particulier que le mouvement de baisse une fois déclenché, phénomène bien connu en bourse, il se poursuit et continue à prendre de l'ampleur même quand les raisons économiques ne le justifient plus. Il est vrai qu'en général les titres d'Etat ne sont pas des papiers de bourse par excellence; et en Suisse particulièrement ils sont répartis dans une grande partie de la population. Mais il y a précisément là un danger: la grande masse ne comprend pas les vrais motifs d'opérations de vente dans le cadre d'une politique économique; en voyant les cours fléchir, elle s'empressera de suivre l'exemple et contribuera ainsi à comprimer les cours bien au delà de la limite prévue et désirée.

Ce péril apparaît encore plus grave quand quand on se représente que les interventions restrictives sur le marché se placent normalement dans la conjoncture en période où la phase ascendante du cycle est assez avancée ou même atteint son point culminant (nous mettons en évidence l'«open market policy» en tant que partie de la politique conjoncturelle). Dans le cas «normal» la situation économique se présente grosso modo comme suit: le niveau général des prix, papiers-valeurs non compris, est plus ou moins près du maximum et, la courbe ascendante étant avancée, les prix ne montent plus que «craintivement». Les marchés monétaires

et financiers n'indiquent plus de liquidité, une certaine pénurie de disponibilités pouvant même se faire sentir. Les cours des titres à revenu variable se maintiennent hauts tandis que, fait important, ceux des obligations tendent à la baisse, pour s'ajuster au rendement accru des actions industrielles. Cette tendance étant donnée, des ventes même de peu d'importance pourraient avoir une influence prononcée sur les cours; il faut donc, pour être conforme aux exigences du crédit public, non seulement s'abstenir de ventes mais au contraire soutenir les cours en achetant sur le marché (Kursstützung).

Ces considérations n'ont pas seulement une valeur théorique, mais de nombreux exemples montrent leur importance pratique. Ainsi, aux Etats-Unis, en 1935, il s'agissait de réduire l'excédent de liquidité qui régnait dans l'économie. Les adversaires de fonds d'Etat ont alors fait valoir que le Gouvernement ne pouvait permettre aux banques de Réserve d'inonder le marché par des titres d'Etat, à un moment où le Trésor émettait de nouveaux emprunts pour couvrir le déficit budgétaire et convertir les émissions à court terme par des émissions à plus long terme <sup>18)</sup>.

En Australie, la banque d'émission estimait que le marché des titres d'Etat était trop restreint, et que des ventes d'une certaine envergure affecteraient par trop le cours des fonds d'Etat <sup>19)</sup>. De même en Belgique, en 1926, la Section centrale de la Chambre a rejeté une proposition tendant à introduire l'«open market policy» de peur que les achats et ventes de fonds publics ne provoquent nécessairement des hausses et des baisses artificielles de cours et ne jettent la perturbation dans le marché des titres <sup>20)</sup>. En Angleterre, l'intention de freiner la conjoncture après 1935 n'a pu être mise en pratique, vu les grands besoins de l'Etat pour le réarmement <sup>21)</sup>.

Quoique les exemples ci-dessus ne portent pas directement et uniquement sur des opérations d'«open-market» destinées à combattre une conjoncture exagérée, ils sont cependant typiques puisqu'ils reviendront à l'ordre du jour au moment où il faudra envisager des opérations restrictives d'une certaine envergure, indépendamment du but qu'il s'agit d'atteindre.

La question est de savoir si les arguments avancés sont assez bien fondés pour prouver l'inopportunité de toute intervention restrictive. La vie économique, multiple en ses aspects, ne saurait être emprisonnée dans un schéma bien défini, surtout si l'on songe que les facteurs extra-économiques jouent un rôle de plus en plus impor-

18) Kriz: vol. cité, p. 93.

19) Report of the Royal Commission to Inquire into the Monetary and Banking Systems in Australia, p. 233 et 255.

20) Chambre, session 1925/26, no 158, p. 36 et suiv.

21) Sarow F.: Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, p. 43 et suiv.

tant; il serait donc téméraire de vouloir porter un jugement définitif. Nous nous bornerons ici à émettre quelques généralités, sachant que nous simplifions les données en distinguant deux grandes catégories:

- 1) Interventions restrictives destinées à résorber un excédent de moyens de paiement survenu pour des raisons diverses:

Ces raisons peuvent être multiples, guerre (déficit d'importation), afflux d'or de l'étranger (Etats-Unis en 1935, capitaux migrants en Suisse après 1936), création de monnaie fiduciaire ad hoc, etc. Pour juger du danger que comporte un fléchissement des cours des fonds publics, il faudrait connaître dans chaque cas la situation financière de l'Etat, c'est-à-dire l'intensité du besoin de se ravitailler en capitaux sur le marché. Cette situation est d'autant plus difficile à prévoir que le budget reflète une image de moins en moins exacte de la situation économique d'un pays, mais est fortement influencé par la politique.

Cependant, quand nous comparons les ravages bien connus de l'inflation (car en fait le but dernier d'une réduction de l'excédent de moyens de paiement est d'endiguer l'inflation) aux inconvénients que présente pour le gouvernement une baisse des cours des fonds d'Etat, il nous semble que ce dernier inconvénient est préférable au premier. Tant que le crédit public ne risque pas d'être ébranlé dans sa base même — et seule l'analyse de chaque cas particulier permet de s'en rendre compte — on devrait tenter, conjointement avec d'autres mesures adéquates, des interventions au moyen de titres.

- 2) Interventions ayant pour but de freiner la conjoncture:

Ici il est plus facile d'émettre un jugement. Le moment de l'intervention étant connu approximativement — on peut le situer quelque part vers la fin de la courbe ascendante — il est possible d'avoir des indications sur la situation financière probable de l'Etat. Comme nous l'avons vu plus haut, la situation économique se présente à peu près comme suit: les prix, y compris les cours des actions marquent une tendance à la hausse, les cours des titres à revenu fixe perdent du terrain, les marchés monétaires et financiers sont peu liquides ou même souffrent de pénurie. Quoique, dans de telles conditions, des ventes de titres risquent d'entraîner d'importantes baisses de cours des fonds d'Etat, il ne faut pas surestimer le danger, car la situation financière devrait normalement permettre à l'Etat de ne pas s'adresser au marché pour de nouveaux emprunts.

En effet, en période de prospérité les recettes de l'impôt atteignent des montants élevés non seulement en chiffres absolus mais en pouvoir d'achat réel<sup>22)</sup>. De plus, l'économie marchant à plein rendement,

<sup>22)</sup> Dans les cas où la prospérité n'est pas redevable à une inflation artificielle, on peut admettre que la hausse des prix n'arrive pas à compenser entièrement l'augmentation des revenus, du moins pendant un certain temps.

les dépenses de l'Etat pour les travaux publics, les subventions et les oeuvres sociales se trouvent sensiblement réduites. Il devrait donc être possible d'équilibrer le budget ordinaire et même de faire des excédents de recette <sup>23</sup>).

Dans de pareilles circonstances des baisses de cours peuvent être désagréable en amenant des pertes comptables au bilan mais elles ne sauraient revêtir de véritable gravité.

En conclusion, nous dirons que l'argument de la sauvegarde du crédit public doit être retenu dans les cas où la situation financière de l'Etat est précaire; mais d'une manière générale il n'est pas d'une force telle qu'il puisse condamner les opérations sur le marché libre.

Il nous reste à envisager rapidement les derniers arguments relevés lors de l'analyse des moyens autres que les fonds d'Etat.

En parlant des effets de commerce nous avons fait valoir que leur disparition de la circulation constituait un inconvénient sérieux. Le retrait des titres du marché par le remboursement ne pose par contre pas de problèmes; encore que les fonds publics aient généralement une durée de circulation plus longue que les effets de commerce, les titres remboursés peuvent aisément être remplacés.

De même, l'argument qu'une politique monétaire à l'aide de fonds d'Etat doit conduire nécessairement à une interdépendance étroite de la banque d'émission et de l'Etat, a perdu beaucoup de son actualité. On ne peut évidemment nier que l'introduction de la politique du marché ouvert comme instrument régulier d'intervention accentue plutôt qu'amoinde cette dépendance. Toutefois, il faut se rendre compte que dans l'ère interventionniste où nous vivons actuellement l'Etat et la banque d'émission doivent nécessairement collaborer et ne forment pratiquement qu'un tout; même une législation séparant nettement les deux pouvoirs n'a pu éviter dans la plupart des cas une interdépendance croissante. A notre avis cela signifie que le danger d'immixtion de l'Etat dans l'économie privée n'est pas réellement aggravé par des opérations au moyen de fonds publics qu'il vaille mieux s'abstenir de leur emploi.

Quant à l'insécurité matérielle, nous pouvons délibérément écarter cet argument. En effet, au moment où l'écroulement du crédit public paraîtrait imminent, et où l'avalissement de la monnaie aurait pris une telle envergure que le public commencerait à fuir la monnaie, il ne pourrait plus être question d'opérations sur le marché libre,

<sup>23</sup>) La situation actuelle de la Suisse ne semble pas confirmer cette possibilité. Il ne faut cependant pas invoquer des circonstances exceptionnelles, qui existent, certes. Toutefois la raison principale est le refus des autorités compétentes de réduire substantiellement les dépenses «pas absolument indispensables» et qui veulent maintenir en temps de paix un appareil administratif disproportionné. Il va sans dire que nous ne visons pas l'endettement de l'Etat survenu au cours de la guerre, dont l'amortissement doit évidemment s'échelonner sur une période étendue.

puisqu'aucun avoir émis en contre partie par la banque centrale ne rencontrerait plus la confiance du public, sauf bien entendu les valeurs «réelles», parmi lesquelles nous comptons l'or; mais dans un moment pareil il ne serait guère disponible en quantité suffisante.

### III. L'«open-market-policy»: instrument déflationniste et inflationniste

Avant de nous occuper directement des buts qu'on assigne à la politique du marché ouvert et qui varient suivant les conceptions des économistes, il nous semble préférable d'examiner tout d'abord ce que nous appellerons la «capacité objective» de l'instrument.

En effet, avant d'examiner si la force motrice d'une turbine p. ex. convient à l'auto plutôt qu'à la machine à coudre, il importerait de savoir si elle remplit la condition première de tout emploi: tourner rond. De même nous allons voir si l'instrument de la politique du marché ouvert est capable de remplir la condition fondamentale (condition indépendant du but à atteindre) sur laquelle seule peut reposer une intervention utile.

Cette condition est à notre avis la suivante:

Les interventions sur le marché ouvert sont-elles capables d'influencer le volume des instruments de paiement en circulation (ce que l'on appelle communément «la monnaie», c'est-à-dire abstraction faite de la monnaie scripturale)?

D'aucuns estiment que l'action sur le taux de l'intérêt est une condition sine qua non de la réussite d'une intervention sur le marché libre. Sans vouloir condamner complètement cette manière de voir, nous croyons cependant qu'il s'agit plutôt d'un effet dérivé, en ce sens que le taux de l'intérêt est sujet en premier lieu à des variations des marchés monétaires et financiers, c'est-à-dire de l'offre et de la demande d'argent. De ces capitaux l'offre seule, dont le volume des instruments de paiement n'est qu'une partie, se prête à des manipulations par d'«open-market-opérations».

Au premier abord il semble possible que la banque d'émission, en fixant le prix des fonds publics à acheter ou à vendre, influe directement sur le taux de l'intérêt. Toutefois, si nous refusons de considérer le taux de l'intérêt comme un élément causal entraînant à sa suite les autres «facteurs» économiques, mais au contraire comme dérivant de certains d'eux, il s'ensuit que ce point de vue est erroné. Nous considérons donc le taux de l'intérêt comme un facteur im-

portant mais malgré tout secondaire, que nous traiterons en parlant de la politique de l'argent à bon marché.

Nous reléguons également au second plan une autre condition non moins importante: le volume et le mouvement de la monnaie scripturale. Là aussi, nous pensons qu'il s'agit d'un facteur dérivé: dérivé moins du volume des instruments de paiement en circulation que de l'évolution du taux de l'intérêt. En effet, l'accroissement du volume d'instruments de paiement n'a pas pour conséquence inévitable l'augmentation du volume de monnaie scripturale. Pour accorder du crédit supplémentaire les banques doivent être en présence d'une demande accrue de capitaux monétaires.

En examinant si la banque d'émission peut vaincre les résistances éventuelles qui pourraient porter atteinte à ce que nous avons appelé la «capacité objective» de la politique du marché ouvert<sup>24)</sup> il y a lieu de séparer très nettement les deux grandes catégories d'opérations:

- 1) les opérations expansionnistes
- 2) les opérations restrictives.

### *1) Les opérations expansionnistes*

Si l'institut central veut, pour une raison quelconque et d'accord avec le gouvernement, rendre plus aisée la situation monétaire du pays, elle procédera à des achats massifs et continus de titres. Ces achats sont en fait un échange d'investissements antérieurs du marché contre des placements présents de l'institut d'émission. Ils ont pour effet la libération d'instruments de paiement, c'est-à-dire un apport d'argent frais. La question se pose alors de savoir si l'institut d'émission peut continuer une telle politique jusqu'à saturation ou si, dans l'économie, il se trouve des forces assez puissantes pour mettre un frein à cette évolution. Les gros détenteurs de fonds publics, et par conséquent aussi ceux vers lesquels se dirigent les courants d'argent frais émis par la banque centrale, sont en premier lieu les banques, en second lieu, les compagnies d'assurance, des compagnies financières, les fondations et enfin, les particuliers. Pour simplifier nous ne tiendrons compte en premier lieu que des instituts plaçant des capitaux par profession, parce que, seuls, ils ont assez de puissance pour opposer un veto à une politique dictée par la banque centrale.

<sup>24)</sup> Nous laissons de côté les entraves ayant trait à l'application même de la politique du marché ouvert, comme manque de titres, incompatibilité de la politique financière et de la politique conjoncturelle, etc. pour envisager les résistances provenant de l'économie même, en particulier du système bancaire.

Les raisons pour lesquelles les banques peuvent vouloir se défendre contre une politique expansionniste de la banque d'émission ressortent au rendement.

En effet, lorsque des moyens liquides affluent aux banques sans discontinuer, la proportion entre l'encaisse et les crédits accordés à l'économie est changée continuellement en faveur de l'encaisse (espèce, avoirs en comptes de chèques postaux et en compte de virement auprès de la banque d'émission) que ce qu'elle juge nécessaire pour faire face aux engagements à exécuter comptant, mais pas de disposer d'avoirs liquides (capitaux morts quant au rendement) supérieurs à la proportion normale.

La solution naturelle, et trop souvent prévue, serait évidemment l'accroissement des prêts et avances accordés par les banques à l'industrie et au commerce.

Mais — c'est là le problème crucial de toute intervention expansionniste — s'il n'est pas impossible d'accroître le volume des instruments de paiement et, par là, d'avoir une influence sur l'offre de capitaux monétaires, il est beaucoup plus difficile d'influencer la demande de capitaux monétaires. Il faut se représenter qu'une campagne expansionniste se place ordinairement en période dépressive, où les investissements nouveaux, source d'un accroissement des prêts et avances, sont minimes. Par le fait de l'activité économique réduite, les instituts financiers regorgent de disponibilités et n'ont que peu d'espoir de rétablir l'équilibre rompu du fait de l'accroissement de leurs encaisses par une augmentation correspondante de leurs prêts et avances.

Nous nous trouvons donc en présence d'un cercle vicieux: il importe avant tout de raviver la demande de capitaux monétaires (ce que M. Keynes appelle la propension à l'investissement); or, cette propension à l'investissement dépend elle-même, dans une large mesure, de la réussite de l'instrument d'intervention.

S'il fallait en rester là et que toute action sur la courbe des investissements fût impossible, la politique du marché ouvert comme instrument de la politique conjoncturelle serait condamnée. Cependant, ainsi que nous le verrons plus loin, une action sur la demande de capitaux d'investissement par l'intermédiaire des taux de l'intérêt (qui eux-mêmes sont influençable par d'open-market-opérations) n'est pas chose impossible.

En conclusion nous pouvons dire que les résistances du système bancaire à la volonté de la banque d'émission d'acheter ne constituent pas un obstacle insurmontable, puisqu'elles ne commencent qu'après un laps de temps plus ou moins considérable alors que les achats ont déjà pris une certaine envergure, et qu'elles n'ont pas le caractère d'un veto absolu. Ce qu'il fallait constater, et que nous avons voulu démontrer, c'est l'importance du facteur «demande de

capitaux monétaires», c'est l'interdépendance du but même et de l'efficacité des opérations qui doivent conduire à ce but.

D'un autre côté, par les achats répétés de fonds publics sur le marché et, surtout par la quasi-certitude que ces achats continueront (effets anticipés), les cours des titres accuseront une tendance très nette à la hausse. Cette tendance sera d'autant plus forte que les achats continueront et que les réactions se feront sentir au sein du système bancaire. Grâce aux cours artificiellement montés, les banques réaliseront des bénéfices en se démunissant de leur portefeuille de titres, ce qui ne manquera pas d'endormir leurs scrupules touchant l'enflure démesurée de leurs caisses. Toutefois, il arrivera bien un moment où la comparaison des gains provenant des ventes avec les pertes d'intérêt amènera, sinon l'arrêt, du moins un ralentissement des ventes<sup>25</sup>).

Tout ce qui précède a été envisagé dans l'hypothèse que, d'un côté, l'institut d'émission était le seul acheteur et que, d'autre part, les banques étaient les seuls fournisseurs de titres. En réalité ce n'est pas le cas; car la banque centrale ayant donné le branle à l'opération de hausse, elle trouve bientôt, phénomène bien connu en bourse, des imitateurs.

Ainsi, en Angleterre, dans la période de 1932/33, des achats de la Banque d'Angleterre d'un montant de £ 43 millions donnent lieu à des achats d'environ £ 350 millions<sup>26</sup>). A ce propos il est intéressant de signaler comment M. Reginald Mc Kenna, président de la Midland Bank, explique d'action de la politique d'expansion monétaire par les achats de titres<sup>27</sup>): «Une augmentation de la circulation monétaire devient effective par les achats faits d'abord par la Banque d'Angleterre et ensuite, sur une échelle beaucoup plus vaste, par les Joint Stock Banks. Ces achats consistant principalement ou entièrement en titres créent un approvisionnement entièrement nouveau d'argent qui passe entre les mains des vendeurs qui, à leur tour, deviennent acheteurs d'autres valeurs ou emploient leurs disponibilités dans le commerce. Une demande est ainsi déterminée à travers toute la série des titres et des opérations donnant des bénéfices qui tôt ou tard sont investis ou dépensés. Les placements de capitaux ou la dépense de ces bénéfices provoquent une nouvelle demande de marchandises et ainsi graduellement les résultats de l'expansion monétaire sont trans-

25) Comme Sarow dit très justement en parlant des conversions (*Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung*, p. 12): les réalités économiques doivent correspondre au taux bas de l'intérêt sinon, l'opération arrêtée, les cours fléchiront fortement. Les banques faisant le même raisonnement continueront à vendre au moins pendant un certain temps en se disant que, les cours ne pouvant se maintenir à ce niveau, elles pourront racheter les titres plus tard à des prix plus bas. Il s'agirait en l'occasion d'une manière de spéculation à la baisse.

26) Sarow: *op. cit.*, p. 30/32.

27) Reg. Mc. Kenna, d'après Kriz, *vol. cit.* p. 43.

formés en un accroissement des activités industrielles et commerciales».

D'après M. Mc. Kenna la politique du marché ouvert a donc remporté un succès incontestable puisqu'elle a atteint le but suprême qu'on pouvait attendre d'elle: le démarrage de l'économie. Cette réussite serait due beaucoup moins à une augmentation du volume des instruments monétaires en circulation, voire un accroissement de l'offre de capitaux monétaires, qu'à une répartition nouvelle des moyens de paiement, ce qu'il appelle un «approvisionnement entièrement nouveau d'argent».

En effet, des achats de titres par des tiers autres que l'institut d'émission, seul qualifié pour émettre des billets, ne peuvent conduire à une aisance monétaire que si:

- 1) les fonds qui servent au financement des achats ont été auparavant thésaurisés;
- 2) s'ils ont été créés ad hoc par les banques commerciales.

Ces deux conditions — et il est peu probable qu'elles soient réalisées au moment d'une campagne expansionniste — ont certes joué un rôle dans le rétablissement relativement rapide de l'économie anglaise après la débâcle de la grande crise. A notre avis cependant, la prompte reprise est due moins à des interventions sur le marché ouvert qu'à d'autres circonstances heureuses: la dévaluation de la £, qui ne donne pas lieu à une hausse appréciable des prix et des salaires et laisse ainsi intact le bénéfice de la dévaluation, les manipulations prudentes de la Banque d'Angleterre, qui font renaître la confiance, la disparition de la disparité entre coûts et prix, les besoins accrus des pays producteurs de matières premières, etc. La continuation de la politique de l'argent à bon marché (quoiqu'entreprise plutôt pour des raisons financières) a simplement complété heureusement l'évolution favorable.

D'une manière générale cependant, nous voyons dans la manipulation du volume des instruments monétaires une condition sine qua non de réussite de la politique du marché ouvert. Et là, l'encaisse des banques joue sans doute un rôle considérable. Comme dit Hawtrey<sup>28)</sup>: Si le stimulant de l'argent abondant et à bon marché reste sans effet sur la demande de capitaux d'investissements, il faut que les banques elles-mêmes essaient sans cesse de trouver de nouveaux emprunteurs. Si elles n'y arrivent pas, non seulement elles seront peu enclines à se démunir de leur portefeuille de fonds publics mais pour finir elles seront, comme cela a été le cas aux États-Unis p. ex., amenées à acheter des titres.

A part cette faculté éventuelle qu'ont les banques de ralentir le rythme des achats de l'institut d'émission, il existe des possibilités

28) Hawtrey: Trade Depression and the Way Out, p. 136.

de compensation qui peuvent neutraliser les effets expansionnistes des opérations de la banque d'émission.

a) *La diminution des opérations de réescompte.*

Les banques peuvent utiliser l'accroissement de leur encaisse pour réduire leurs engagements à titre de réescompte auprès de l'institut d'émission. De ce fait, le volume des instruments monétaires en circulation reste inchangé. «Le marché n'a jamais besoin que d'une quantité déterminée de monnaie supplémentaire. S'il la reçoit par voie d'achats directs de traites ou de titres sur le marché, c'est autant de moins qu'il demandera par voie d'escompte.»<sup>29)</sup>

Il ne faut cependant pas surestimer ce pouvoir de compensation, qui dépend principalement du montant des engagements du marché envers la banque centrale. En Angleterre p. ex., à moins que le marché soit nettement à court de moyens, ces engagements sont rarement importants, car normalement le marché n'est que dans une faible mesure débiteur de la Banque d'Angleterre. Aussi, M. Keynes juge-t-il les effets des achats de titres d'une façon très optimiste quand il parle d'effets immédiats et directs d'accroissement de l'encaisse des banques commerciales<sup>30)</sup>. Aux Etats-Unis par contre, les banques commerciales ont souvent utilisé leurs excédents liquides provenant d'achats de titres par les Banques de Réserve pour rembourser partiellement ou entièrement leurs engagements envers le Système de Réserve.

Il existe certainement une relation étroite entre les opérations d'achats sur le marché ouvert et celles de réescompte<sup>31)</sup>, et il n'est point surprenant que les banques, voyant s'enfler leur encaisse, se hâtent de réduire leurs engagements à charge d'intérêts.

D'une manière générale cependant on peut affirmer que la compensation ne sera jamais totale. Il faut se rendre compte que les achats de titres ont lieu normalement en période où, l'activité économique étant restreinte, les banques commerciales n'ont pas besoin de recourir au crédit de la banque centrale, ou seulement dans une faible mesure (à moins que le système bancaire se ressente des effets d'une crise passée et manque encore de liquidité). En outre, même lorsque des compensations sont pratiquées, l'institut d'émission peut continuer ses achats alors que le réescompte d'effets présentés par les banques commerciales est depuis longtemps tombé à zéro.

Cette limite d'ailleurs perd de sa rigidité d'autant plus que la plupart des banques d'émission se voient obligées progressivement d'augmenter leur portefeuille de titres pour remplacer le papier commercial faisant défaut.

29) Rist Charles: Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires, p. 127.

30) Keynes J. M.: A Treatise on Money, vol. II, p. 252.

31) Des opérations sur le marché ouvert ont même servi parfois à compenser les variations qui se produisaient dans les opérations de réescompte.

b) *La thésaurisation.*

Un autre phénomène qui empêche les moyens de paiement affluant au marché d'accroître le volume des instruments monétaires en circulation est celui de la thésaurisation. Il est bien entendu qu'en parlant de thésaurisation nous ne pensons pas uniquement aux armoires, bas de laine, etc., endroits où les particuliers ont coutume de cacher une partie de leurs disponibilités; thésaurisation signifie simplement diminution de la vitesse de circulation, c'est-à-dire un besoin accru de liquidité de l'économie (les entreprises p. ex. augmentent la proportion des actifs qu'elles gardent liquides. Toutefois, bien qu'elles soient comprises dans cette définition, nous faisons abstraction des encaisses accrues des banques: la modification de la proportion d'encaisse n'est pas nécessairement due à un besoin accru de liquidité mais peut provenir, comme nous l'avons vu, de l'insuffisance de la demande de capitaux d'investissements).

La thésaurisation a existé de tout temps; c'est un phénomène en quelque sorte irrationnel, qui échappe à l'analyse. On peut bien déceler quelques motifs généraux: insécurité monétaire engendrant une perte de confiance, baisse du rendement des capitaux (on pourrait voir dans cette baisse du taux de l'intérêt consécutive à des achats de titres un élément favorisant la thésaurisation), méfiance des comptes en banque, etc. Tous ces facteurs d'ordre plutôt psychologique sont difficiles à évaluer, et il n'est guère possible d'agir sur eux.

Toutefois, en nous remémorant qu'une partie importante de la dette publique se trouve de nos jours entre les mains des banques, nous voyons que, même dans le cas le plus défavorable, la thésaurisation ainsi entendue ne pourra neutraliser complètement les effets expansionnistes d'une action énergique exercée par l'institut d'émission. De plus, la thésaurisation des particuliers se concentre aujourd'hui presque exclusivement sur les pièces d'or, et nous ne voyons pas la banque d'émission payer ses achats de titres avec du métal jaune.

c) *Les capitaux migrants.*

Un canal que l'institut d'émission doit s'efforcer de boucher s'il veut l'efficacité de ses achats de titres est celui qui permet à la monnaie de fuir à l'étranger. Les capitaux migrants, errant sans le passeport des transactions de marchandises, peuvent contrecarrer la politique monétaire d'un pays, quel que soit d'ailleurs le sens dans lequel s'exerce cette politique.

Le danger de brusques retraits de «hot money» est trop connu pour qu'il faille s'y attarder (crise de la £ en 1931 p. ex.). En face de ces mouvements de capitaux qui obéissent avant tout à des motifs

d'ordre spéculatif et de sécurité, les mesures orthodoxes comme la manipulation du taux de l'escompte se sont révélées inefficaces (d'ailleurs, une hausse du taux de l'escompte est incompatible avec un programme d'expansion). C'est en 1932 que l'Angleterre a inauguré un nouveau moyen de défense, le fonds d'égalisation des changes<sup>33)</sup>. Cette mesure fut bientôt imitée par d'autres pays, et l'on a tenté de séparer les marchés extérieur et intérieur et de redonner ainsi à la politique monétaire interne au moins une partie de son indépendance.

Il est clair que le péril de retraits massifs est d'autant plus grand que l'afflux a été préalablement important. Sans méconnaître l'utilité du mécanisme neutralisateur, le remède le plus sûr serait certainement de s'attaquer aux mouvements eux-mêmes. Les pourparlers de Bretton Woods montrent qu'on semble y être résolu.

## 2) Les opérations restrictives

Les limites des interventions restrictives concernant la «fonction première de la politique du marché ouvert» ne sont pas simplement la contre-partie exacte des opérations d'expansion. La raison principale en est la période différente où se placent ces interventions, ce qui ne manque pas d'influer notamment sur la réaction des banques<sup>34)</sup>.

La banque d'émission, en procédant à des ventes de titres sur le marché, essaie de réduire le volume du crédit en retirant de la circulation des instruments de paiement. Elle veut avant tout exercer une pression sur les encaisses des banques commerciales<sup>35)</sup>.

Ces ventes auront pour conséquence une tendance à la baisse des cours des fonds publics. Cette baisse sera accentuée encore par les ventes successives qu'entraînera probablement la baisse

33) Voir le chapitre «l'action sur les cours du change et la neutralisation des effets des capitaux migrants».

34) Pour que des résistances se fassent sentir distinctement il faut envisager des opérations d'envergure, qui pratiquement ne se feront que durant la phase ascendante. Certes, une politique de déflation peut également avoir pour cause un déséquilibre de la balance des paiements. Cependant, il s'est avéré dangereux de vouloir remédier à la disparité entre les prix intérieurs et extérieurs qui en est souvent la cause, par des mesures déflationnistes entravant la production. Il a paru préférable de s'attaquer directement à la surévaluation de la devise nationale.

35) La pression sur l'encaisse des banques peut en effet être considérée comme l'objectif principal de l'action de la banque d'émission. Comme disent Kisch et Eklin . . . «ces opérations sont une arme très puissante dans les mains d'une banque centrale; car l'encaisse est, pour une banque commerciale, la base sur laquelle s'élève la pyramide renversée du crédit, et qui monte en augmentant plusieurs fois son volume».

Cité d'après Kriz, vol. cité, p. 206.

initiale, et dont les vendeurs se recruteront surtout parmi les détenteurs non-bancaires (quoique les fonds publics ne constituent pas des papiers de bourse par excellence dont les premiers fléchissements de cours appellent des «ventes-paniques» de la part des spéculateurs amateurs, un certain nombre de ventes se produiront).

La hausse du rendement consécutive à la baisse des cours devra normalement inciter les banques à suivre le mot d'ordre de l'institut central et à acheter (à moins qu'elles escomptent une forte baisse dans l'avenir). Mais bientôt ces achats répétés, qui font diminuer continuellement les encaisses, entreront en conflit avec la norme de liquidité. Par liquidité nous n'entendons pas seulement les prescriptions de la législation bancaire, qui dans nombre de pays ne rend obligatoires que des réserves relativement faibles, mais surtout la proportion coutumière entre les moyens liquides et le volume des crédits consentis, proportion variable d'une banque à l'autre. Les banques se verront donc tôt ou tard dans l'alternative d'arrêter leurs achats de titres ou réduire le montant des crédits consentis, c'est-à-dire résilier une partie des avances et prêts faits à l'industrie et au commerce.

Il semble que les banques opteront normalement pour l'arrêt des achats puisque, déjà pour des raisons de concurrence, il ne paraît guère indiqué de retirer du crédit à la clientèle; d'autant plus que les considérations de rendement vont dans la même direction.

En effet, si pour une banque commerciale nous admettons une proportion de 1 : 10 entre l'encaisse et les crédits consentis, proportion maximum reconnue par la théorie, chaque somme de frs. 1000.— sortant de l'encaisse devra provoquer une réduction de crédit de frs. 10 000.—. Pour améliorer le rendement, les frs. 1000.— placés en titres devraient donc rapporter davantage que ce que la banque retirait précédemment des frs. 10 000.—. Il n'en est évidemment pas question.

Toutefois il serait faux de vouloir en conclure à une réaction probable du système bancaire. Il ne s'agit que d'un schéma théorique visant le problème sous un angle déterminé sans tenir compte des autres componentes. En particulier le facteur sécurité, si important en matière de crédit, peut prévaloir sur les considérations de rendement. Le seul fait que l'institut d'émission juge le crédit trop abondant et manifeste sa volonté de s'opposer énergiquement à toute expansion ultérieure peut inciter les banques à la prudence. Elles jugeront l'évolution économique avec moins d'optimisme et, le souvenir aidant des «krachs» passés, elles tendront à préférer les fonds publics relativement sûrs à des crédits industriels risquant d'être gelés plus tard. Cette évolution peut être accentuée par la tendance à la hausse des taux de l'intérêt avec ses effets plutôt décourageants sur la marche des affaires.

D'autre part, les banques ne se voient pas dès le début de l'action déflationniste dans l'alternative de ne pas acheter ou de réduire le volume de leurs crédits. Il existe un tampon: la mobilité de la proportion d'encaisse des banques commerciales. Elles peuvent, tout en laissant intacte la «pyramide de crédit» ou même en l'agrandissant encore, procéder à une diminution de leur encaisse. La mesure dans laquelle chaque banque peut abaisser sa norme de liquidité dépend en premier lieu de l'opinion de la direction, quoique à la longue l'entente de toutes les banques soit nécessaire.

D'une manière générale c'est le moment de l'intervention qui détermine la réaction probable du système bancaire. Plus l'économie sera avancée sur la courbe ascendante plus les banques approchent de l'étiage dans leur capacité d'augmenter le volume du crédit. La marge-tampon sera d'autant moins grande.

*a) L'augmentation des opérations de réescompte.*

Analogue à l'opération inverse qui cherche à compenser l'accroissement de l'encaisse par une diminution des opérations de réescompte, il existe pour les banques la possibilité de compenser la diminution de leur encaisse due aux ventes de titres, par une augmentation des opérations de réescompte auprès de l'institut d'émission. Celui-ci peut se défendre par un relèvement du taux de l'escompte ou en faisant plus sévères les conditions du réescompte. Nous optons plutôt pour la seconde manière. Le relèvement du taux de l'escompte peut non seulement avoir un effet trop brusque, et par conséquent fâcheux, sur les milieux d'affaires (coup de massue), mais encore il peut ne pas avoir l'efficacité voulu envers les banques commerciales. En effet, en nous remémorant le schéma du rendement, il est aisé d'apprécier l'avantage pour une banque commerciale de se procurer des moyens, même à un taux très élevé, plutôt que de réduire le volume de crédit. Par contre, en rendant sensiblement plus sévères les conditions du réescompte, c'est-à-dire en rationnant énergiquement le crédit, la banque d'émission arrivera à donner plus d'efficacité à ses ventes de titres.

*b) La déthésaurisation.*

Parmi les sources du marché autres que la banque d'émission, la déthésaurisation tient une place d'importance variable, qui dépend principalement de la grandeur des réserves inutilisées par l'économie, c'est-à-dire de l'importance de la thésaurisation.

La disparition d'argent de la circulation a toujours été une source d'inquiétude pour les banques d'émission<sup>36)</sup>. D'une part, elle accentue un mouvement de déflation déjà en cours, et d'autre part elle redonne au marché une certaine élasticité, une sorte d'indépendance

<sup>36)</sup> Voir les efforts dans le passé, notamment de la BNS, pour freiner la thésaurisation.

«d'homme qui a fait des économies». L'inanité des efforts des banques centrales s'explique par le peu d'influence qu'elles ont sur les mobiles psychologiques des masses. Certes, des phénomènes purement économiques comme la hausse ou la baisse des taux de l'intérêt influent sur la thésaurisation et la déthésaurisation, mais les facteurs principaux n'en sont pas moins les vagues d'optimisme et de pessimisme.

Une déthésaurisation importante est capable de neutraliser pour longtemps les effets restrictifs des ventes par la banque d'émission, en permettant aux banques commerciales de combler le déficit dans leur encaisse. . . . «elles (les interventionnistes de la banque centrale) réduisent la masse du pouvoir d'achat, à moins que cette mesure ne soit contre-balancée par d'autres facteurs, . . . tel que l'accélération de la vitesse de circulation de l'argent due au fait que les fonds qui rentrent dans les caisses de la banque centrale étaient antérieurement thésaurisés. Ce phénomène prend quelquefois de grandes proportions après une période de panique au cours de laquelle les banques ont subi d'importants retraits de fonds, comme ce fut le cas aux Etats-Unis après le moratoire bancaire de 1933»<sup>37)</sup>.

Nous sommes là encore en présence d'un phénomène capable de contrecarrer sérieusement les desseins de la banque centrale, et dont il est difficile d'évaluer la portée générale. Une fois de plus le critère d'efficacité de l'intervention ne peut être que la période dans laquelle elle se place. Dans une période d'essor, les conditions d'une déthésaurisation sont plutôt favorables: la confiance renaît, le taux de l'intérêt tend à la hausse. Quand à l'ordre de grandeur, nous avons vu avec Haberler qu'il dépend avant tout de la panique de la phase précédente. Mais, d'une manière générale l'institut d'émission reste à même de continuer les ventes alors que la remobilisation des fonds thésaurisés s'est épuisée, à moins que les sommes déthésaurisées ne soient par trop considérables.

### c) *Les capitaux migrants.*

Analogue aux effets de retraits massifs de capitaux étrangers à court terme lors d'une période d'expansion, l'afflux de capitaux migrants entrave la politique restrictive de l'institut d'émission. Aussi, à côté des interventions des fonds d'égalisation des changes, d'autres mesures ont-elles été prises (stérilisation de l'or aux Etats-Unis, Gentleman's Agreement en Suisse, contrôle des transferts, etc.), de sorte que cette limite de la politique du marché ouvert n'a plus aujourd'hui la rigidité d'autrefois.

De cet exposé sommaire des entraves possibles à l'application de la politique du marché ouvert quant à ses effets primaires nous pouvons tirer les grandes lignes:

<sup>37)</sup> Haberler G.: *Prosperité et Dépression*, p. 374.

1) En parlant des résistances, inhérentes au système bancaire, à une politique définie de la banque d'émission, nous avons constaté qu'on doit les juger différemment suivant l'état dans lequel se trouve l'économie. Il ne faut pas oublier que ces tendances récalcitrantes ne se font généralement pas sentir immédiatement, mais qu'il s'écoule un certain laps de temps dont la durée dépend de l'épaisseur du tampon amortisseur, de la mobilité de la proportion d'encaisse des banques commerciales.

Il faut également se rendre compte de la puissance accrue des instituts d'émission soutenus par le gouvernement, qui peuvent, en cas de besoin, appuyer leurs interventions monétaires par voie de décrets. La banque d'émission et les banques commerciales ne sont plus, comme autrefois, retranchées dans des camps adverses et se disputant la clientèle. La banque centrale de nos jours joue beaucoup le rôle de «leader» des instituts financiers, et la pratique a montré que les banques font généralement preuve d'une grande docilité envers les directives de l'institut d'émission. De plus, elles s'intéressent davantage aux problèmes économiques de portée générale, ce qui les amène à se soumettre à des exigences de la politique monétaire qu'elles auraient autrefois rejetées comme une intervention intolérable dans leurs affaires privées.

Ce n'est pas à dire toutefois que la banque centrale soit le maître incontesté des marchés. Des mesures énergiques heurtant trop brutalement les considérations de rendement chez les banques privées provoqueront toujours, tôt ou tard, des résistances.

2) Quant aux possibilités de compenser les effets des opérations sur le marché ouvert, nous avons vu que la banque centrale dispose d'instruments assez puissants pour enlever à ces limites une partie de leur rigidité. Les phénomènes de la thésaurisation et de la déthésaurisation peuvent constituer des obstacles assez sérieux, mais ceux-ci ne paraissent néanmoins pas insurmontables.

#### IV. La politique du marché ouvert et la politique de l'escompte

Après avoir passé en revue les résistances pouvant s'opposer à la fonction première de la politique du marché ouvert, et avant d'examiner si les buts principaux peuvent être atteints en opérant sur le marché, il convient de situer l'open-market-policy dans les systèmes interventionnistes d'une économie. Les possibilités d'inter-

vention sont nombreuses et il ne peut être question ici de les confronter toutes avec la politique du marché ouvert; nous en retrouverons d'ailleurs quelques-unes en parlant d'opérations spécifiques. Nous nous bornerons à nous occuper de l'instrument qui, par son ancienneté comme par la similitude des buts, nous semble le plus propre à une telle confrontation: la politique de l'escompte.

La politique du marché ouvert n'était, dans la conception et dans la pratique primitives, qu'un moyen auxiliaire de la politique de l'escompte. Cette relation a changé avec l'évolution de la politique monétaire. Au déclin continu de la politique de l'escompte correspond l'importance croissante de la politique autonome des banques centrales, tandis que la politique de l'escompte a été reléguée au second plan. Cette évolution est dûe, d'une part, à des changements dans la structure de la vie économique et, d'autre part, à une conception nouvelle de la politique monétaire des banques centrales.

### 1) La politique de l'escompte

#### a) Aperçu historique

La politique de l'escompte et la politique du marché ouvert ont, du point de vue du but, la même signification. Toutes deux essaient d'avoir une influence sur le rythme de l'émission des billets, et par là sur les disponibilités des banques commerciales. L'importance respective des deux instruments était différente autrefois: la politique de l'escompte a régné seule pendant plusieurs décades. Les variations du taux officiel de l'escompte étaient une fonction fondamentale de la banque centrale, alors que les achats et les ventes de titres sur le marché ouvert n'étaient qu'un procédé auxiliaire destiné à renforcer l'efficacité d'un relèvement ou d'une diminution du taux de l'escompte de l'institut d'émission. La théorie classique et l'administration orthodoxe considéraient en somme les opérations sur le marché libre comme une mesure d'exception <sup>38)</sup>.

Au XIX<sup>me</sup> siècle, outre l'office de régulariser le volume du crédit et d'avoir une influence sur le taux de l'intérêt à l'intérieur du pays, la politique de l'escompte remplissait également une fonction à l'extérieur. Les variations du taux de l'escompte devaient, en influençant l'offre des capitaux étrangers, atténuer les fluctuations du cours du change de la devise nationale et amener une stabilité relative.

La politique de l'escompte, si on la considère dans sa fonction première comme méthode de contrôle du crédit et comme moyen de régulariser le taux de l'intérêt, a été développée à Londres après la

<sup>38)</sup> Kriz, vol. cit. p. 184.

crise monétaire de 1836/37, ne devançant ainsi que de quelques années la loi de 1844 sur l'activité de la Banque d'Angleterre. C'est ainsi qu'on ne trouve, avant 1837, dans les ouvrages de Ricardo aucune trace des idées relatives à la politique de l'escompte, car les lois sur l'usure, fixant la limite du taux de l'escompte à 5 %, rendait cette politique impraticable. Ce n'est qu'après l'abrogation des lois sur l'usure, en 1837, que la politique de l'escompte a pu prendre la signification que la théorie monétaire et la pratique bancaire lui ont donnée au XIX<sup>me</sup> siècle, et que l'on peut résumer ainsi: la banque d'émission élève son taux de l'escompte lorsqu'elle juge le crédit trop abondant et le loyer de l'argent trop bas, et inversement. Cette maxime généralement acceptée au XIX<sup>me</sup> siècle a été confirmée encore dans le rapport du Comité Cunliffe en 1918<sup>39)</sup>. A cette première fonction à l'intérieur du pays est venu s'ajouter plus tard la seconde, celle d'assurer la stabilité du cours du change de la devise nationale. Ce principe, destiné à provoquer des afflux ou des reflux d'or suivant les changements du taux de l'escompte, a été clairement énoncé pour la première fois à Londres en 1840 et est resté pendant longtemps un des axiomes principaux de la théorie de l'étalon-or. «La Banque d'Angleterre avait jadis le sentiment, nous a-t-on dit dans une déposition, remarque le Comité Macmillan, qu'elle poursuivait la politique la plus sûre en fixant avant tout son regard sur les mouvements du cours du change en tant qu'indicateur de la balance des paiements internationaux et en modifiant son taux de l'escompte surtout d'après ces mouvements. Tel serait donc le remède approprié, qu'il s'agisse de troubles temporaires ou d'un réajustement plus profond»<sup>40)</sup>.

#### *b) Causes du déclin de la politique de l'escompte.*

##### *aa. Nouvelle conception visant l'indépendance de l'économie intérieure.*

Sous le régime de l'étalon-or, le taux officiel de l'escompte était manipulé selon les fluctuations des cours du change, qui elles-mêmes étaient l'image des mouvements de capitaux et de l'état de la balance des paiements. Ainsi, la politique de l'institut central était dictée en somme par les fluctuations économiques venant de l'extérieur, parmi lesquelles les mouvements des capitaux migrants jouaient le premier rôle, qu'il s'agit d'opérations essentiellement spéculatrices ou de transferts effectués pour des raisons de sécurité. Le principal inconvénient d'une telle politique dirigée surtout par les mouvements d'or, inconvénient reconnue en Angleterre assez tôt déjà, réside donc dans le fait que les modifications du taux de l'escompte visent beaucoup plus le maintien de la stabilité du cours du change de la

<sup>39)</sup> R. G. Hawtrey, cité d'après Kriz, p. 185.

<sup>40)</sup> Cité d'après Kriz, p. 186.

devise nationale que la sauvegarde de la stabilité des affaires. Une telle politique fonctionne comme une espèce de vase communicant en transmettant à l'économie intérieure tous les troubles sérieux, de caractère cyclique ou autres, dont souffre le reste du monde.

D'après la théorie classique, les effets d'une hausse du taux de l'escompte sont les suivantes:

- 1) réduction du chiffre d'affaires, ce qui fait revenir des billets et de l'or à la banque d'émission;
- 2) obligation pour les spéculateurs sur effets et sur marchandises d'abandonner leur spéculation à la hausse;
- 3) baisse des prix, diminution des importations et augmentations des exportations, ce qui favorise l'entrée d'or, ou en tout cas évite l'exode <sup>41)</sup>.

Le résultat que voulait atteindre la théorie classique était donc d'adapter l'économie intérieure aux changements intervenus à l'extérieur. Si, pour une raison quelconque, la balance des paiements venait à être fortement déficitaire, un mouvement déflationniste devait, en baissant les prix et en encourageant ainsi les exportations, rétablir l'équilibre. Cette tendance à l'équilibre devait être renforcée encore par le reflux de capitaux étrangers attirés par les taux élevés.

Sans examiner si des changements du taux de l'escompte suffisent à eux seuls à provoquer une adaption, des manipulations fréquentes se sont avérées un remède dangereux, pouvant avoir une influence extrêmement déprimante sur l'activité économique. D'une pression déflationniste notamment peut résulter un renversement de la conjoncture, dont le mouvement de baisse, une fois déclenché, est difficile sinon impossible à arrêter. Aussi, beaucoup d'économistes et de banquiers sont-ils d'avis que la stabilité des affaires doit l'emporter sur la stabilité des cours du change, et que cette dernière ne doit plus être considérée comme le but le plus important de la politique monétaire. Certes, les cours du change sont eux-mêmes un élément qui contribue à la stabilité des affaires (importations, exportations), et il n'est nullement désirable que tout mouvement de capitaux affecte les cours du change. C'est là que le fonds d'égalisation des changes doit entrer en jeu. En équilibrant l'offre et la demande de devises il empêche les fluctuations continuelles des cours du change provoquées par des mouvements de capitaux sans grande ampleur ou qui ne sont pas le résultat de modification profondes et durables de l'économie. Mais au moment où il s'agit de disparités graves tenant à la structure des différentes économies, la théorie moderne, soutenue par des expériences pratiques, préfère modifier les rapports d'échange plutôt que de maintenir un

41) Sulzer H.: Die Korrelation zwischen Währungs- und Kreditpolitik der Zentralnotenbanken, p. 24.

cours du change ne correspondant plus à la réalité <sup>42</sup>). «La politique ne devrait pas consister à fixer le cours du change et à exiger que l'économie s'ajuste d'elle-même à ce cours, mais à maintenir l'économie raisonnablement stable et à varier le cours du change, si cela est nécessaire» <sup>43</sup>).

bb. Nouvelle conception de la fonction de la banque d'émission.

Autrefois, la fonction principale de l'institut d'émission consistait à mettre à la disposition de l'économie les moyens de paiement dont celle-ci avait besoin pour ses règlements. La banque centrale fonctionnait comme une sorte de réservoir, comme la dernière réserve de liquidité des banques privées. On attribuait une importance décisive à la règle classique affirmant que les avoirs de la banque centrale devaient être à court terme. En particulier on veillait jalousement à ce que les effets, en contre-partie desquels elle émettait des billets ou augmentait les dépôts en compte de virement des banques commerciales, aient une échéance à court terme bien précise. Le portefeuille devait se renouveler continuellement: le flux et le reflux des billets devait se faire selon la cadence de la liquidation des effets venus à échéance et de l'achat ou de l'escompte des effets nouveaux. L'institut d'émission n'était que l'instrument de l'économie, dans la plupart des cas il n'agissait pas de sa propre initiative mais devait attendre que le marché, les banques commerciales ou ses clients directs, lui adressent des demandes d'escompte, de réescompte ou d'avances.

Une fois reconnue l'importance extrême des effets économiques et sociaux de la politique de crédit, on a tâché de remédier à cette passivité de l'institut d'émission. On ne voulait plus laisser le marché monétaire à lui-même, on essayait de l'influencer et de corriger le «trop» ou le «pas assez» de crédit. Mais à cet effet il fallait donner à l'institut d'émission un instrument puissant. Bientôt on s'aperçut que la politique de l'escompte ne suffisait pas, ne pouvait suffire. En effet, cette prétendue politique n'en était pas une, du moins primitivement ce n'était que la constatation d'un fait accompli. En fait, la banque centrale ne fixait pas le taux, elle le constatait, bien plus, elle le subissait. Et même, lorsque plus tard on a délibérément manipulé les taux, ce qu'on appelait politique de l'escompte préventive, cette passivité de l'institut central n'en subsistait pas moins. L'institut d'émission ne faisait varier que le «prix de la marchandise», mais pour l'achat ou la vente elle devait attendre que le marché s'adressât à elle. Tant qu'elle n'est pas l'unique source de crédit de l'économie, la politique de l'escompte reste, nous le verrons bientôt, un instrument relativement inoffensif ou en tout cas peu efficace.

<sup>42</sup>) Les inconvénients qui résultent du maintien de cours officiels ne correspondant pas aux pouvoirs d'achat respectifs des monnaies se font sentir nettement aujourd'hui.

<sup>43</sup>) Report of the Royal Commission (Australie), d'après Kriz.

cc. Inefficacité.

A l'intérieur:

Comme nous l'avons vu précédemment, une raison pour laquelle les variations du taux de l'escompte restent souvent sans effet est que la banque centrale ne détient pas le monopole du crédit. Cela est dû particulièrement à l'importance croissante de la monnaie scripturale. D'après certaines estimations <sup>44)</sup> la part représentée par la monnaie scripturale, en particulier des dépôts bancaires, est extrêmement importante surtout dans les pays anglo-saxons, où elle atteindrait jusqu'à 85 %. Même si dans les autres pays cette proportion n'est pas atteinte, la guerre ayant d'ailleurs favorisé un peu partout le recours plus fort à la monnaie légale, les paiements par virement ont de nouveau tendance à progresser.

Ce développement de la monnaie scripturale a donné lieu à de nombreuses discussions ayant pour but de soumettre la création de dépôts par les banques commerciales au contrôle de la banque centrale. . . . L'Etat a le devoir d'intervenir pour ajuster l'émission de la monnaie scripturale aux besoins d'une économie bien équilibrée . . . <sup>45)</sup> M. Keynes préconise un relâchement des prescriptions légales liant les banques d'émission, qui les empêchent souvent de poursuivre une politique définie. En contre-partie, des mesures réglémentant la proportion d'encaisse des banques commerciales devraient être prises, de manière à permettre à l'institut central d'avoir en quelque sorte la haute main sur le volume global de monnaie scripturale <sup>46)</sup>.

Ces discussions montrent nettement comment, grâce à l'importance croissante de la monnaie scripturale, le contrôle du marché risque d'échapper toujours plus à la banque d'émission. Comme disait Pommery: . . . «le marché monétaire, ainsi alimenté de disponibilités autres que celles que lui fournit la banque d'émission, a cessé d'être sous la dépendance directe de celle-ci» . . . <sup>47)</sup>.

Des trois moyens principaux à la disposition de la banque d'émission — manquement des réserves obligatoires du système bancaire, opérations sur le marché ouvert, variations du taux de l'escompte — la politique de l'escompte s'est avérée comme étant de loin le moins opérant. En effet, malgré un relèvement du taux de l'escompte, les banques commerciales ne se voient pas nécessairement obligées de restreindre le volume de leurs crédits, elles peuvent au contraire l'augmenter encore. D'autre part, la baisse du taux de l'escompte ne suffit pas à elle seule à stimuler la création de monnaie scripturale.

<sup>44)</sup> Service d'études économiques de la SdN.

<sup>45)</sup> M. Ansiaux: Evolution du crédit et contrôle des banques, dans *Revue d'économie politique*, no.-déc. 1934, p. 1680.

<sup>46)</sup> A Treatise on Money, vol. II, p. 263 et 272.

<sup>47)</sup> Pommery L.: Les banques d'émission, discours, 12 févr. 1932.

L'impuissance de la politique de l'escompte, notamment pour réduire le volume du crédit, s'explique surtout du fait que l'institut d'émission ne fournit que les «pointes» de crédit. Pour rendre efficace une modification du taux de l'escompte, le marché monétaire devrait réagir immédiatement par une hausse des taux de l'intérêt. Or, comme en période d'aisance monétaire le marché peut n'avoir aucun besoin du crédit d'escompte ou de réescompte de la banque d'émission, cette réaction reste incertaine. Ainsi, les transactions sur le marché de Londres se faisaient très souvent sans aucun rapport avec le taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre. Même en période de pénurie, où les chances d'efficacité d'un relèvement du taux de l'escompte sont naturellement plus grandes, il peut être plus avantageux encore pour les banques commerciales d'augmenter le volume de leur crédit, puisque le montant liquide nécessaire ne représente qu'une fraction de l'augmentation <sup>48)</sup>.

En nous tournant vers le problème conjoncturel qui nous intéresse particulièrement, nous constatons également une inefficacité croissante des variations du taux officiel de l'escompte, car les taux à court terme visant essentiellement des capitaux à court terme, ils constituent un facteur de moins en moins important des prix de revient dans l'économie moderne.

Une des caractéristiques de notre temps est certes l'industrialisation poussée. Le recours à la machine et à la division du travail a eu pour conséquence des investissements énormes, qui se sont fait généralement avec des capitaux à long terme puisés des marchés financiers. Or, l'étude des cycles économiques a démontré que le point névralgique de la conjoncture se situe moins dans les industries de biens de consommation que dans celles produisant des biens de production, donc précisément dans une sphère de la production où l'agglomération de capitaux fixes est particulièrement importante. Par contre, le commerce de gros, qui a servi souvent à étayer la thèse qu'il suffit de manipuler les taux à court terme pour prévenir ou atténuer les crises, a perdu de son importance. Grâce aux moyens de transport plus rapides et plus efficaces, aux organisations de vente et autres méthodes de répartition modernes, il n'est plus nécessaire aujourd'hui de faire les stocks énormes qui liaient une grande partie des capitaux à court terme, mettant le commerce de gros à la merci de la banque centrale.

La relation entre capitaux fixes et capitaux circulants s'étant modifié au détriment des capitaux circulants, la marge d'influence restant à la politique de l'escompte est devenue minime. Elle se rétrécit encore par la politique de stabilisation des dividendes, inaugurée dans bien des cas pour des raisons fiscales, qui favorise l'auto-

<sup>48)</sup> voir page 37.

financement et rend les entreprises encore plus indépendantes de l'institut d'émission<sup>49)</sup>.

Certes, il n'existe point de ligne de démarcation très nette entre marchés monétaires et marchés financiers, puisque les mêmes capitaux peuvent se réfugier, suivant la situation, tantôt dans l'un, tantôt dans l'autre. Une maîtrise complète de marché monétaire par l'institut d'émission aurait donc, à la longue, des répercussions également sur le marché financier. Mais, comme cette maîtrise au moyen de la politique de l'escompte est pour ainsi dire impossible, nous pouvons laisser de côté cette éventualité.

#### A l'extérieur:

Comme nous l'avons vu, l'idée de stabiliser à tout prix les cours du change, qu'il s'agisse de disparités profondes et durables ou de divergences éphémères, a été abandonnée. Cela ne veut pas dire qu'il faut laisser aller les cours à la dérive, au gré de tout mouvement de capitaux. Pareille situation nuirait évidemment à la stabilité des affaires, qui est devenue l'objectif principal de toute politique monétaire. La lutte contre les effets indésirables des afflux et reflux des capitaux migrants est donc toujours actuelle, et il nous reste à examiner si la politique de l'escompte peut, dans ce cadre restreint, être encore un instrument utile.

Cette fois encore la réponse est négative. Malgré les innombrables changements du taux officiel de l'escompte dans les pays qui ont essayé de maintenir la parité-or intégrale et de sauvegarder l'étalon-or dans sa forme stricte, la politique de l'escompte s'est avérée inefficace. Il ne pouvait suffire, en effet, de hausser le taux de l'escompte pour arrêter une fuite du métal jaune p. ex. alors qu'on négligeait de remédier aux autres causes, dont l'exode de l'or n'était qu'un des nombreux effets. Comme disait Charles Rist: « . . . lorsque dans la deuxième partie de l'année trente la crise mondiale a atteint dans certains pays un état aigu, se traduisant non seulement par un ralentissement des affaires, mais par une brusque perte de confiance et des retraits de dépôts dans les banques aux Etats-Unis et en France, le rappel brusque de ces capitaux à court terme confiés à l'étranger en a été la conséquence naturelle. Des exportations d'or en sont résultés, signe et non origine d'une crise intensifiée . . . »<sup>50)</sup>.

En effet, vouloir s'attaquer aux mouvements même des capitaux, c'est attaquer les symptômes seulement. Aujourd'hui les mouvements de capitaux n'obéissent plus au premier chef à des considérations de rendement. Au lieu d'être transférés dans les pays où leur

49) Le phénomène de l'auto-financement freine également les interventions restrictives de l'institut d'émission sur le marché ouvert.

50) Rist Charles: L'Europe Nouvelle, no. 688, 18 avril 1931, d'après Sulzer, vol. cit. p. 151.

placement serait le plus rémunérateur ils se réfugient là où les conditions politiques, économiques et financières paraissent les plus stables; et même les taux élevés provoquent la défiance. Le manie- ment des taux de l'escompte est donc entièrement faussé<sup>51)</sup>.

dd. La pénurie d'effets de commerce.

La raréfaction du papier commercial au profit des titres d'Etat notamment, non seulement dans les portefeuilles des banques d'émission mais encore dans ceux des banques commerciales, est un phénomène trop connu pour qu'on doive y insister<sup>52)</sup>. Il est clair que cette pénurie est à elle seule une des causes importantes du déclin de la politique de l'escompte.

2) La politique du marché ouvert

a) Aperçu historique

Le développement de la politique du marché ouvert est en quel- que sorte le reflet assez net du déclin de la politique de l'escompte. A mesure que cette dernière perdait du terrain l'open-market-policy en a gagné.

Au début, les opérations sur le marché ouvert ne constituaient qu'un moyen auxiliaire. On ne les considérait pas comme un pro- cédé autonome mais uniquement comme un moyen de renforcer l'efficacité des modifications du taux de l'escompte. Keynes disait encore qu'il ne s'agissait nullement de substituer la politique du marché ouvert à la politique de l'escompte, elle ne devait fonctionner que comme une sorte d'aide de camp. Normalement, le montant total des avoirs de la banque centrale devait être en fonction de son taux de l'escompte, et les variations appropriées de ce dernier suf- fisaient d'après lui à contrôler la situation tout entière<sup>53)</sup>.

Cette situation changea après la guerre de 1914. Lentement d'a- bord et plus vite après la grande crise, la politique du marché ouvert tendait à écarter la politique de l'escompte et à prendre sa place. La grande dépressen, en se montrant récalcitrante aux tentatives des banques centrales, servit d'avertissement sérieux. Les moyens or- thodoxes s'étant révélés impuissants, il fallut trouver un instrument plus efficace si les banques d'émission ne voulaient pas se résigner à jouer un rôle de plus en plus effacé. La politique du marché ou- vert, dont l'importance n'avait cessé de croître auparavant déjà se trouva alors être au premier plan. Les causes mêmes responsables

51) En 1930, le taux officiel en Allemagne était de 6 % contre 2,75 % en Suisse. Malgré cette différence, les capitaux allemands entrent en Suisse.

52) voir page 8.

53) Keynes J. M.: A Treatise on Money, vol. II, p. 251.

du déclin de la politique de l'escompte favorisèrent le développement des opérations sur le marché ouvert:

Nouvelle conception, refusant de subordonner l'évolution de la conjoncture interne aux conditions économiques de l'extérieur:

Les opérations sur le marché ouvert, déployant leurs effets principalement à l'intérieur du pays, permettraient d'en tenir compte.

Nouvelle conception, appuyant sur les effets économiques et sociaux de la politique de crédit de l'institut d'émission:

La négation du principe que les avoirs de la banque centrale en contre-partie desquels elle émettait des billets, devaient être à court terme permettait seulement de prévoir des opérations sur le marché ouvert d'une certaine envergure; de plus, le souvenir de la grande crise aidant, un courant d'interventionnisme se faisait sentir, qui était naturellement favorable à la politique du marché ouvert puisqu'il devait renforcer la position des banques d'émission;

enfin la pénurie croissante d'effets de commerce:

Par contre, le portefeuille de titres augmentait continuellement, et cette répartition inégale de «munitions» ne pouvait que consolider la position de la politique du marché ouvert.

Cette évolution a été surtout marquée aux Etats-Unis: «Un des facteurs les plus importants de l'histoire de la Réserve fédérale est la substitution des opérations sur le marché ouvert aux transactions de réescompte: les opérations sur le marché ouvert sont devenues l'affaire principale des Banques de Réserve fédérale malgré les stipulations de la loi constitutive qui les a seulement conçues comme un procédé auxiliaire destiné à rendre effectif le taux de l'escompte; même sous cette forme elles se sont heurtées à une violente opposition des banquiers. Mais, à l'heure actuelle, elles apparaissent comme un devoir primordial du système de Réserve fédérale, auquel les banquiers eux-mêmes attachent une grande importance»<sup>54</sup>).

Cet enthousiasme du début s'est dans la suite sensiblement refroidi. Les résultats obtenus grâce à la politique du marché ouvert, en particulier les essais de guider la conjoncture, n'ont guère correspondu aux espoirs qu'on avait fondé. Nous examinerons dans les chapitres suivants si l'instrument n'est pas efficace en soi ou s'il ne l'est pas dans la mesure que l'on croyait, ou s'il s'est agi simplement d'un maniement maladroit.

---

<sup>54</sup>) Henry Parker Willis: *The Theory and Practice of Central Banking*, p. 186; cité d'après Kriz, vol. cit. p. 187.

### 3. Les principales différences entre la politique de l'escompte et la politique du marché ouvert

Les principales différences peuvent se résumer comme suit:

#### a) Différences de technique.

La différence entre les points d'attaque des deux instruments est fondamentale. La politique de l'escompte agit directement sur le taux de l'intérêt et indirectement sur le volume de la circulation monétaire et du crédit, tandis que les opérations sur le marché ouvert ont une influence directe notamment sur les encaisses des banques commerciales qui servent de base à la monnaie scripturale.

Pour mieux se rendre compte de l'importance de cette première distinction il faut se rappeler que les tâches en relation directe avec le taux de l'intérêt, telle que l'atténuation des fluctuations du cours du change de la devise nationale ne sont plus actuellement du ressort de la politique de l'escompte ni de la politique du marché ouvert, mais d'instruments spécialisés et mieux qualifiés (fonds d'égalisation des changes, réglementations des transferts de devises, etc.). Il reste comme devoir primordial le contrôle à l'intérieur, en premier lieu le contrôle du crédit. Il en résulte un avantage sensible de la politique du marché ouvert: en choisissant le chemin de l'influence directe elle évite une grande partie des pertes de friction, inévitables au moment où des opérations déploient leurs effets par voie indirecte.

#### b) Différences dans leur point de départ.

Nous faisons allusion au caractère national ou international des deux politiques. Les variations du taux de l'escompte ont souvent été déterminées par l'état momentané de la balance des paiements, des mouvements internationaux des capitaux à court terme et des fluctuations du cours de la devise nationale. La politique du marché ouvert, par contre, présente plus spécifiquement un caractère national; son but réside dans la régularisation du mouvement du crédit à l'intérieur du pays.

En vérité ces différences ne sont pas très marquées et tiennent moins à des propriétés de ces deux instruments qu'à des changements dans la structure des économies. Sous le régime de la politique de l'escompte la plupart des pays avaient adopté le système de l'étalon-or. Les économies constituaient en quelque sorte des vases communicants, défectueux certes, mais communicants tout de même. Les banques d'émission, liées au système international, ne pouvaient se permettre une politique notablement différente de celle des autres pays.

Après l'abandon de l'étalon-or intégral et la séparation très nette de la politique monétaire interne et de la sauvegarde du cours du change de la devise nationale, la situation a beaucoup changé. En enlevant à la politique de l'escompte une grande partie de son champ d'action on donna aux banques d'émission plus de liberté à l'intérieur ce qui naturellement a favorisé une politique plus agressive du marché ouvert.

*c) Différences dans la manière de déployer les effets.*

Nous revenons à l'un des défauts principaux de la politique de l'escompte: la passivité de l'institut d'émission. Comme nous avons vu, l'initiative en vue d'augmenter ou de diminuer le volume de la circulation monétaire n'émane pas de l'institut d'émission. Une fois qu'il a donné son conseil en modifiant le taux officiel de l'escompte, il doit attendre que l'économie s'y conforme en augmentant ou en diminuant ses demandes d'escompte ou de réescompte. Son rôle est donc passif.

Par contre les opérations sur le marché ouvert prennent leur source dans la banque centrale. Jugeant le volume du crédit trop petit ou trop abondant, celle-ci intervient directement en procédant à des achats ou à des ventes.

*d) Différences dans les effets.*

*aa. Les effets psychologiques.*

La théorie moderne, et particulièrement les théorie de la conjoncture, attachent une grande importance aux effets psychologiques d'une mesure interventionniste. Les réactions psychologiques ont parfois une importance plus décisive que les effets matériels de l'opération. Une légère erreur dans le dosage, en déclenchant un processus cumulatif, peut avoir des conséquences fâcheuses et même tout compromettre. Il importe donc de disposer d'un instrument maniable permettant de nuancer.

Or, la politique de l'escompte ne possède guère ces qualités. Certes, il est possible de nuancer dans la grandeur des écarts, ce qui n'empêche cependant pas que l'institut d'émission soit obligé de démasquer ses hatteries dès le début. Les variations du taux de l'escompte ne constituent pas seulement une modification du coût du crédit, elles sont un signe très net que la banque d'émission estime que la situation économique est anormale, et qu'elle essaie d'y remédier. En atteignant, dans les milieux d'affaires, la confiance dans l'avenir immédiat de l'activité économique, cette manifestation de volonté peut suffire à déclencher un processus cumulatif anticipé allant bien au-delà de ce qui avait paru nécessaire. En effet, les milieux d'affaires peuvent être dans l'incertitude et ne pas savoir si une hausse p. ex. du taux est destinée à remédier à un déséqui-

libre temporaire dans la position internationale des prêts à court terme ou s'il s'agit du début d'une contraction énergique, donc d'un procédé douloureux d'ajustement risquant de provoquer des pertes.

Par contre les opérations sur le marché ouvert ont l'avantage d'être moins dramatiques et d'attirer beaucoup moins l'attention générale, tout en permettant un dosage plus délicat.

#### bb. La rapidité.

De tout ce qui précède, il résulte clairement que sous ce rapport encore, la politique du marché ouvert l'emporte. Le fait même que, contrairement aux effets de la politique de l'escompte, la banque d'émission ne doit pas attendre la réaction du marché, montre que la rapidité d'action de la politique du marché ouvert est supérieure à celle de la politique de l'escompte. L'influence presque immédiate des achats ou des ventes de titres sur les encaisses des banques commerciales souligne ce caractère de rapidité. Certes, l'effet n'est pas nécessairement instantané puisque, comme nous l'avons vu, les banques ont leurs moyens de défense. Toutefois on peut adhérer au jugement de Kisch et Eklín parlant de la politique du marché ouvert comme de la méthode la plus rapide par laquelle un institut d'émission peut, de sa propre initiative, influencer le volume du crédit <sup>55)</sup>. Les avantages de cette rapidité sont indéniables. Non seulement elle donne à la banque d'émission plus de liberté pour juger de l'opportunité d'une intervention, mais encore elle facilite des corrections éventuelles, puisque les effets des interventions se font sentir relativement vite.

#### cc. Différents champs d'action.

Une autre différence, qualifiée d'essentielle par beaucoup d'économistes, est celle de la direction dans laquelle les deux instruments d'intervention déploient surtout leurs effets. Les modifications du taux de l'escompte affectent en premier lieu les taux de l'intérêt à court terme. Les opérations sur le marché ouvert par contre (dans l'hypothèse évidemment qu'on emploie des titres à long terme) ont d'abord une influence sur les taux de l'intérêt à long terme. Cela fait dire à M. Keynes que les variations du taux de l'escompte sont utiles surtout pour sauvegarder l'équilibre international des mouvements de capitaux à court terme, tandis que les opérations sur le marché ouvert ont plus de chances de réussite lorsqu'il s'agit d'influencer le volume et le rythme des investissements dans l'économie interne <sup>56)</sup>.

En d'autres termes, la politique de l'escompte déploie ses effets surtout sur le marché monétaire tandis que la politique du marché ouvert agit principalement sur le marché des capitaux.

<sup>55)</sup> Kisch et Eklín: *Central Banks*, p. 108.

<sup>56)</sup> Keynes *J. M.*: vol. cit. p. 251.

#### 4) *Conclusions*

De cet examen sommaire de la politique du marché ouvert et plus circonstancié de la politique de l'escompte, il ressort clairement que cette dernière a perdu beaucoup d'importance. Il serait même faux, à notre avis, de parler d'un simple renversement des rôles en ce sens que la politique de l'escompte, d'instrument autonome aurait évolué à n'être plus qu'un moyen auxiliaire destiné à renforcer les effets de la politique du marché ouvert.

Nous considérons donc l'ère de la politique de l'escompte comme définitivement révolue. Ce n'est plus que dans des cas exceptionnels, où la situation économique précaire exigerait une action simultanée de tous les moyens disponibles que les variations du taux de l'escompte pourraient retrouver une modeste raison d'être.

Deuxième partie :

## Étude générale

### I. Les principaux buts de la politique du marché ouvert

Les buts de la politique du marché ouvert peuvent être multiples. Il en est cependant d'essentiels, théoriquement et pratiquement. La politique du marché ouvert, comme d'autres mesures d'intervention ne doit pas être employée comme un instrument isolé; dans bien des cas elle n'atteint le maximum d'efficacité qu'en combinaison avec l'action simultanée d'autres instruments de politique monétaire ou économique. Au cours de ce qui va suivre nous devons donc traiter parfois de mesures étrangères à la politique proprement dite du marché ouvert.

#### 1. La politique de l'argent à bon marché

##### A. Technique et but des opérations

Depuis une quinzaine d'années, dans un nombre croissant de pays, on a constaté une tendance toujours plus prononcée à la baisse des taux de l'intérêt due à ce qu'on est convenu d'appeler la politique de l'argent à bon marché.

Deux raisons surtout on décidé les gouvernements à cet abaissement successif: d'abord, l'essai de diriger la conjoncture, c'est-à-dire de tirer l'économie de la grande dépression des années d'après 1930 (le point de départ de la première phase de l'ère de l'argent à bon marché a été l'abaissement successif de 6 à 2 % du taux de l'es-compte en Angleterre); ensuite, le désir des gouvernements de disposer de capitaux monétaires à des conditions favorables.

Il n'est guère possible de séparer distinctement ces deux phases. On peut admettre cependant que la première, que nous appellerons la «phase conjoncturelle», a duré de 1932 jusqu'à la veille de la guerre (préparatifs de guerre non compris), date où elle a été reléguée au second plan par la «phase financière».

L'action sur les cycles économiques est en soi un but important de la politique du marché ouvert, que nous traiterons dans un chapitre spécial; de plus, la «phase conjoncturelle» de la politique de l'argent à bon marché n'est qu'une partie de cette politique (l'autre étant formée par le freinage du boom); nous n'avons donc à nous occuper ici que de la phase financière.

Lorsqu'il fallut réduire d'une manière général le taux des intérêts, les banques d'émission commencèrent par baisser sensiblement leur taux d'escompte. Comme, pour des raisons bien connues, cette mesure ne suffisait pas, elles procédèrent ensuite à des achats massifs de titres sur le marché ouvert.

Cette manière de faire constitue le premier pas dans la voie de la monnaie dirigée puisque pour la première fois on mettait résolument en pratique le principe qui doit être considéré comme la base de la politique du marché ouvert: en effet, les variations des taux de l'intérêt ne devaient plus avoir pour objet de déterminer le volume des signes monétaires en circulation et celui des crédits, mais au contraire, en augmentant ou en diminuant la masse monétaire intérieure, on essayait d'amener au niveau désiré le loyer de l'argent et de l'y maintenir.

Les achats massifs de titres par la banque d'émission ont deux effets différents de pression sur le taux de l'intérêt: directement, par le volume de la circulation monétaire, et indirectement, par les fonds d'Etat.

Premièrement, effet direct — les achats de titres font augmenter le volume de la circulation monétaire, notamment les encaisses des banques commerciales. Nous sommes ici en présence d'un apport d'argent frais qui augmente l'offre de capitaux; ceteris paribus, ce déséquilibre doit entraîner, d'après la loi de l'offre et de la demande, une baisse des taux de l'intérêt. En fait cependant, l'hypothèse d'un équilibre de l'offre et de la demande de capitaux n'est pas toujours réalisé, tout dépend du moment de l'intervention.

En période de prospérité ou en temps de guerre, où les industries marchent à plein rendement, il peut arriver que les crédits disponibles aient peine à satisfaire les désirs d'investir. L'augmentation de l'offre sera presque immédiatement suivie d'une augmentation correspondante de la demande: d'où faible pression sur les taux de l'intérêt.

En période de dépression par contre, où l'augmentation de l'offre accentue un déséquilibre déjà existant (le rythme ralenti des investissements maintient les marchés liquides), elle a un effet plus immédiat. Toutefois, il n'est pas exclu que cette manœuvre elle-même puisse contribuer à augmenter la demande de capitaux: la hausse des cours des titres consécutive aux achats sur le marché ouvert, qui va de pair avec la crainte d'une dépréciation de la monnaie, peut

induire le public à aliéner ses titres, pour réaliser ainsi des gains. Le produit de ces ventes, dépensé pour les biens de consommation, aura plus tard des répercussions sur le rythme des investissements. La pression sur les taux de l'intérêt est néanmoins effective durant un certain temps, qui va du moment de l'accroissement de la demande de biens de consommation jusqu'au moment où les répercussions se font sentir sur le volume des investissements.

De plus, le cas peut se présenter où l'apport d'argent frais n'alimente pas l'offre de capitaux mais sert simplement à satisfaire les besoins accrus de liquidité de l'économie. C'est le cas notamment en période de dépression lorsque les banques souffrent encore d'une carence de liquidité, ou lorsque l'insécurité économique les incite à la prudence. Dans de telles conditions les signes monétaires supplémentaires viennent grossir les encaisses bancaires; la vitesse de circulation de l'argent diminue mais l'offre effective de capitaux monétaires n'augmente pas. Les conséquences sont identiques à celles que nous avons constatées lors de l'accroissement équivalent de la demande de capitaux en temps de prospérité: la pression sur les taux de l'intérêt est amortie. La seule différence, c'est que la résistance ne provient plus cette fois de l'élasticité de la demande mais de l'inélasticité de l'offre.

D'une manière générale on peut admettre que, d'une part, la demande de capitaux ne suivra pas immédiatement l'offre accrue et que, d'autre part, une partie de l'argent frais servira à accroître l'offre. L'augmentation de la circulation monétaire tendra donc nettement à la baisse des taux de l'intérêt. Cette baisse peut se manifester aussi bien dans le domaine du marché monétaire que dans celui du marché financier; cela dépend de la situation respective des deux marchés, suivant que les crédits sont absorbés plus facilement par l'un ou par l'autre. D'ordinaire, les taux de l'intérêt à court terme sont plus sensibles, mais d'autre part, les opérations sur le marché ouvert se font généralement à l'aide de titres à long terme. Il est donc difficile de prévoir exactement l'évolution.

A côté de l'effet direct sur le volume de la circulation monétaire, les achats de titres sur le marché ouvert ou encore un autre effet, indirect celui-là mais non moins important: l'action sur les cours des fonds d'Etat. L'accroissement de la demande de titres par l'institut central imprimera aux cours des fonds d'Etat un mouvement à la hausse <sup>1)</sup> qui, par anticipation, peut encore être accéléré.

En effet, le public s'attendant à une continuation des achats, les cours peuvent monter plus haut que ne le justifierait l'ampleur des

<sup>1)</sup> Dans certains cas, l'institut d'émission devra dès le début prendre une influence directe sur les cours. Si, par suite d'un ralentissement du rythme des investissements privés, les deux marchés font preuve d'une liquidité extrême, les fonds d'Etat représentent pour ainsi dire l'unique moyen de placement et seul des cours élevés peuvent alors inciter les banques à s'en dessaisir.

achats effectués. Une hausse des cours des valeurs à revenu fixe étant équivalente à une diminution du rendement de ces derniers nous sommes donc en présence d'une action directe sur les taux de l'intérêt. Cependant, cette hausse des cours ne se manifeste pas toujours avec la même intensité; elle est plus ou moins prononcée selon que les achats de la banque d'émission sont ou non suivis et imités par une partie du public. L'accroissement de la masse monétaire peut être utilisé ou à augmenter le volume des investissements privés ou à être thésaurisé, ou encore il peut servir à d'autres achats de titres. Dans les deux premiers cas, les cours des valeurs à revenu fixe et leur rendement ne seront probablement que peu affectés. Dans le troisième cas par contre, des achats relativement peu importants de la banque d'émission peuvent avoir des effets cumulatifs surprenants. Ainsi, en Angleterre, dans les années 1932/33, où des achats pour 43 millions de livres donnèrent lieu à des achats des banques commerciales d'environ 350 millions de livres (Les vendeurs privés laissent leur argent à dépôt de sorte que les banques commerciales disposent toujours des mêmes montants. Ces montants, moins la proportion d'encaisse peuvent être utilisés à nouveau pour des achats<sup>2)</sup>).

L'action sur les cours est de ce fait très forte et se traduit par une hausse sensible des cours des fonds d'Etat qui se reflète, à son tour, dans les cours d'autres catégories de titres. Il en résulte une baisse générale des taux de l'intérêt.

La baisse générale des taux de l'intérêt, souhaitable pour diminuer le fardeau de la dette publique, est une condition indispensable aux conversions de titres à long terme. Les conversions, en consolidant un état de chose amené successivement par les opérations sur le marché ouvert ne sont pas uniquement la conséquence de la baisse des taux, elles peuvent constituer elles-même l'élément moteur. « . . . elle (la conversion) a parfois été utilisée avec succès comme un moyen de provoquer cette baisse: lorsque les fonds d'Etat représentent une partie relativement importante de l'ensemble des titres en circulation, le capitaliste ne pouvait faire autrement que d'accepter les conditions offertes par le Gouvernement, étant donné que les cours des obligations autres que les fonds d'Etat tendaient alors à s'adapter au taux de capitalisation des fonds d'Etat<sup>3)</sup> ».

Il va sans dire que la baisse des taux des intérêts à court et à long terme ne peut pas se poursuivre indéfiniment jusqu'à les faire tendre à zéro. Le loyer de l'argent à court terme, qui est représenté en générale par le rendement des bons du Trésor et le taux de l'escompte hors banques des traites commerciales, ne peut guère descendre au delà d'un certain minimum. Les banques sont peu enclines à «vendre» au-dessous de leur «prix de revient», plus une faible

<sup>2)</sup> Sarow, vol. cité, p. 30/32.

<sup>3)</sup> SdN: Monnaies et banques, 1936/37, vol. I, p. 89.

marge de profit. Toutefois, au cours des dernières années, ce prix de revient ou loyer minimum a eu, lui aussi, une tendance à la baisse. Le courant de rationalisation constaté un peu partout n'est pas resté sans influence sur les banques: la même quantité d'instruments monétaires est aujourd'hui suffisante pour financer plus de transactions que jadis.

L'action des achats de titres sur les taux de l'intérêt à long terme est limitée par deux facteurs: d'une part, la proportion doit être gardée entre les taux respectifs des intérêts à long et à court terme; d'autre part, la limite de baisse des taux de l'intérêt à long terme est déterminée par la marge entre le taux de l'intérêt à long terme «pur» et le rendement des obligations industrielles, auquel s'ajoute la prime de couverture du risque, qui joue un grand rôle<sup>4)</sup>. En effet, la durée du placement a une grande influence sur la détermination du taux de l'intérêt. Le capitaliste ayant placé ses disponibilités à court terme est quasi indépendant des fluctuations des taux puisqu'il a pour ainsi dire en tout temps la possibilité de les retirer et de les placer ailleurs. Par contre, avec les placements à long terme, dont le caractère est plus fixe, cette possibilité d'adaptation rapide est bien moindre, et il est normal que le capitaliste exige une rémunération supplémentaire.

Cet écart entre les taux de l'intérêt à court et à long terme est sujet à variations, il est fonction de la confiance en l'avenir régnant dans les milieux d'affaires. On admet qu'il sera plus important en période de dépression et diminuera à mesure que l'économie avance sur la voie de la prospérité. La baisse du rendement des titres autres que les fonds d'Etat est encore limité par deux autres facteurs: la prime de couverture du risque, relativement grande, et le rendement des titres à revenu variable. Malgré l'endettement public toujours croissant, les fonds d'Etat passent encore aujourd'hui pour des titres sûrs et facilement réalisables, tandis que les obligations industrielles comportent toujours le risque de perte partielle ou totale du capital investi. Les cours s'en ressentent naturellement, et c'est un fait que pratiquement seul l'Etat bénéficie des taux minima.

D'autre part, le rendement des actions industrielles peut avoir une très grande influence sur les cours des obligations. En période de prospérité notamment, où les dividendes sont en continue progression, la hausse des cours des titres à revenu variable a évidemment une influence déprimante sur ceux des obligations. Cette pression s'exerce également sur les cours des fonds d'Etat; toutefois, en raison de leur grande sécurité, et vu que les achats effectués par la banque d'émission agissent directement sur eux, la pression ici sera plus faible. Le résultat sera plutôt un décalage, parfois considérable, entre l'évolution des cours des fonds d'Etat et ceux des obligations

<sup>4)</sup> Kriz, vol., cité, p. 250.

industrielles. Là encore, la phase conjoncturelle dans laquelle se trouve l'économie joue un rôle extrêmement important. Il est clair qu'un période de dépression, où la production marche au ralenti, le pessimisme régnant dirigera les capitaux en quête de placements plutôt vers les obligations que vers les titres à revenu variable, ce qui renforcera les effets des opérations d'achats de la banque d'émission.

En conclusion on peut dire que l'efficacité des opérations sur le marché ouvert en vue d'une baisse des taux de l'intérêt est indéniable. Comme nous l'avons vu, la rapidité de l'effet dépend avant tout de la situation économique du pays. Le fait que les obligations industrielles suivent parfois difficilement l'évolution du rendement des fonds d'Etat ne semble pas être décisif et ne réussit en général qu'à freiner le mouvement de baisse. En pratique on a d'ailleurs constaté que l'écart entre les deux catégories de valeurs est en diminution<sup>5)</sup>. Mais par contre, les limites auxquelles nous avons fait allusion, même s'il est impossible de les situer exactement, constituent une barrière qui empêche les loyers de l'argent de baisser au-delà d'un certain minimum<sup>6)</sup>.

La politique de l'argent à bon marché dans sa conception financière (ce que nous avons appelé la phase financière) a commencé à jouer un rôle important après 1939, au début de la guerre. En corrélation avec le rationnement de la consommation civile et un rigoureux contrôle des prix et salaires, elle a été développée et a constitué pour les gouvernements un instrument précieux du financement de la guerre.

*Développement aux Etats-Unis.* Une des caractéristiques du financement de guerre américain est le fait que l'Etat, pour se procurer une partie des moyens nécessaires, s'adressa directement aux banques. Il leur cédait des titres d'Etat à court terme dont la contreva-leur était portée au crédit d'un «War Loan Account» ouvert au nom du Trésor<sup>7)</sup>. Ces titres représentaient des valeurs extrêmement liquides puisqu'ils étaient convertibles en tout temps en espèces. A mesure que les banques étaient mises à contribution elles pouvaient refaire leur liquidité au degré voulu en réescomptant les titres auprès des banques de Réserve fédérale. En procédant de la sorte non seulement on garantissait un financement simple et continu, mais on évitait en même temps sur le marché des perturbations dues à de brusques resserrements et relâchements: en d'autres termes, il était pos-

5) SdN: Monnaies et banques, vol. I, p. 107.

6) Il semble d'ailleurs que le mouvement de baisse sans précédent auquel on a assisté ait touché le point le plus bas.

7) Des 214 milliards de dollars empruntés par le Trésor dans la période s'étendant du 1er juillet 1941 au 30 juin 1946 pas moins de 64 milliards (ou 30 %) ont été placés auprès des banques commerciales.

(Crédit Suisse, bulletin financier, juillet 1947, p. 46.)

sible de maintenir l'aisance monétaire. Aussi, les taux étaient-ils extrêmement bas: Bons du Trésor à  $\frac{3}{8}$  0/0 et à 90 jours, certificats de dette à  $\frac{7}{8}$  0/0 et à un an.

Comme les banques de Réserve fédérale reprenaient et rétrocédaient ces papiers-valeurs aux mêmes taux, (sur les reconnaissances de dettes émises par le gouvernement elles accordaient même des avances au taux de faveur de  $\frac{1}{2}$  0/0), ces titres présentaient en quelque sorte le caractère d'une réserve de caisse, productive d'intérêts et étaient de ce fait très recherchés<sup>8)</sup>.

Cette première phase de la politique de l'argent à bon marché était donc caractérisée surtout par une catégorie d'opérations sur le marché ouvert, au moyen de titres à court terme. (Il s'agissait en fait plutôt d'une mobilisation du crédit bancaire que d'opérations sur le marché ouvert proprement dites. La remise de Bons du Trésor aux banques commerciales n'était en somme autre chose qu'une vente de titres sur le marché ouvert, donc une opération restrictive. Seulement, les effets restrictifs ne pouvaient se déployer. Du fait que les papiers-valeurs pouvaient être, en tout temps et au même taux, rétrocédés, ils prenaient le caractère d'argent liquide. Le gouvernement donnait en somme de l'argent contre un dépôt en banque et, tant qu'il n'utilisait pas entièrement ce crédit, la liquidité des banques commerciales était même augmentée.)

La deuxième phase — s'il est permis de séparer en deux parties distinctes une politique continue — est caractérisée par une pression plus forte sur le rendement des titres à long terme. Les banques désireuses d'augmenter le rendement de leurs actifs commençaient à incorporer dans leur portefeuille des obligations d'Etat à moyen et à long terme: elles cédèrent aux banques de Réserve fédérale des titres à faible rendement pour se procurer des titres à long terme plus rémunérateurs. Ce changement dans la composition des actifs bancaires n'était possible que grâce aux achats des instituts d'émission sur le marché ouvert, permettant aux banques commerciales de se procurer au fur et à mesure les réserves nécessaires. La conséquence de la demande accrue de titres à moyenne et à longue échéance devait normalement être une tendance à la baisse des taux de l'intérêt à moyen et à long terme. En fait, les cours de ces valeurs suivirent, depuis fin 1944, une courbe ascendante.

Nous avons donc la preuve qu'à l'aide d'opérations énergiques sur le marché ouvert, renforcées par la pénurie de papiers de placement autres que les valeurs d'Etat, il est possible d'influencer sensiblement les cours des titres et, par là, l'intérêt à court et à long terme. Cette constatation s'impose d'autant plus — ce que l'exposé du Crédit Suisse qualifie de paradoxal — que la courbe ascendante

---

<sup>8)</sup> Crédit Suisse, p. 47.

des titres à long terme touchait son point culminant au moment précis où l'endettement de l'Etat était à son maximum<sup>9)</sup>.

*Développement en Angleterre.* En Angleterre également, la politique tendant à la baisse du loyer de l'argent a été poursuivie durant la guerre. Là aussi l'Etat a mobilisé les crédits bancaires au moyen de titres à moyen terme surtout, en créant en 1940 le «certificat du Trésor» à 6 mois d'échéance (Treasury Deposit Receipts) et en contraignant les banques commerciales à mettre en portefeuille, chaque semaine, un certain montant de ces titres. Cependant, contrairement à ce qui se passait aux Etats-Unis, les banques commerciales n'ont pas été mises à contribution aussi fortement, puisque environ les  $\frac{4}{5}$  mes de la dette de guerre ont été placés en dehors des banques<sup>10)</sup>.

*En Suisse.* L'aisance monétaire de ces dernières années qui chez nous aussi a eu pour conséquence une tendance à la baisse des taux de l'intérêt, a été dûe moins à des opérations délibérées de la banque d'émission qu'à la situation extraordinaire dans laquelle s'est trouvé notre pays durant la guerre. Les difficultés que rencontrait notre commerce extérieur, en particulier le déficit d'importations, ont fait augmenter continuellement les réserves monétaires de la Banque Nationale. La stérilisation du produit des ventes à l'étranger par le blocage ne pouvant se faire que dans une mesure restreinte, la masse monétaire en circulation ne cessait de s'accroître.

Certes, les grandes banques commerciales suisses ont mis en portefeuille d'importants montants de fonds d'Etat, notamment à court terme. Néanmoins, la quote-part de telles valeurs en leur possession a été bien inférieure à celle des banques américaines<sup>11)</sup>.

### B. Critique de la politique de l'argent à bon marché

En temps de guerre, la politique de l'argent à bon marché a certainement sa raison d'être. Les forces économiques d'un pays sont alors concentrées vers un même but: l'effort de guerre maximum, auquel tous les autres intérêts doivent être subordonnés. Il est nor-

<sup>9)</sup> Les avances considérables qu'ont accordées à l'Etat américain les quelque 14 000 banques commerciales du pays ont apporté de changements profonds dans la composition de leurs actifs:

En fin 45, la quote-part des titres d'Etat en leur possession se chiffrait à 90 milliards de \$ et représentait 73 % de la totalité de leurs avances et placements, contre 39 %, sept ans auparavant. Dans le même laps de temps les dépôts à vue se sont accrus de 77 milliards et ont atteint 106 milliards tandis que la circulation fiduciaire, en raison des achats massifs sur le marché ouvert, a quadruplé passant de 6,9 à 28,5 milliards de \$. (Crédit Suisse, p. 44.)

<sup>10)</sup> Environ deux tiers des capitaux appartenant à autrui, capitaux s'étant accrus de fin 1938 à fin 1945 de 1,9 à 4,2 milliards de £, ont été placés en titres d'Etat. (Crédit Suisse, p. 48.)

<sup>11)</sup> En fin 1945 on évaluait la quote-part en possession des banques à environ 30 % de la totalité des placements productifs. (Crédit Suisse, p. 48.)

mal que l'Etat se procure les moyens considérables nécessaires au financement des dépenses militaires à des conditions aussi avantageuses que possibles. Parmi les instruments contribuant à faciliter ce financement, la politique de l'argent à bon marché joue un rôle important.

Il n'en est plus de même en temps de paix. Le libre épanouissement des forces productives d'un pays est, quoiqu'on en dise, une condition essentielle à un prompt rétablissement. Il s'agit donc de supprimer aussi rapidement que possible les restrictions de l'économie de guerre. La politique de l'argent à bon marché, même si l'on ne peut la qualifier de restriction proprement dite peut néanmoins retarder sensiblement cette suppression, et le maintien artificiel de taux extrêmement bas présente de nombreux inconvénients:

a) Découragement de l'épargne.

Au sortir d'une guerre, l'orientation de l'industrie vers la production de paix exige des adaptations plus ou moins douloureuses. Il ne s'agit pas seulement de réparer les dommages causés par la guerre mais de renouveler un appareil de production fortement usé; d'où un accroissement sensible du volume des investissements privés qui, pour pouvoir être satisfait sans poussée inflationniste, appelle une épargne accrue. Or, le maintien de l'intérêt bas au moyen d'artifices ne stimule point l'épargne mais paralyse l'esprit d'économie.

Contrairement aux années d'avant guerre, l'épargne nouvellement constituée ne dépasse plus les possibilités de placement, les besoins d'investissement sont supérieurs aux capitaux épargnés. Si ces besoins sont satisfaits au moyen de crédits ad hoc il en résultera tôt ou tard une diminution de la production des biens de consommation, ce qui aura pour conséquence, car la demande n'a pas diminué, une hausse inflationniste des prix (épargne forcée).

D'autre part, les cours étant artificiellement hauts le public est incité à réaliser les titres antérieurement acquis, en vue d'en utiliser le produit à l'achat de biens de consommation. Afin d'empêcher que de telles ventes exercent une pression trop forte sur les cours, l'Etat doit être prêt à reprendre ces titres en tout temps, ce qui implique la création de nouveaux signes monétaires. De ce fait, les fonds publics deviennent quasi équivalents à de l'argent liquide. Ils constituent en quelque sorte un pouvoir d'achat latent qui, lorsqu'il affluera sur le marché, accentuera la tendance inflationniste déjà existante. Pour empêcher une telle évolution, l'Etat se verra obligé de maintenir les mesures de l'économie de guerre.

A côté du risque d'inflation nécessitant le maintien des restrictions de guerre le découragement de l'épargne a d'autres inconvénients encore. Il ne faut pas oublier que l'intérêt n'est pas uniquement un facteur-frais mais également une source de revenus de laquelle doivent vivre de larges couches de la population. Une baisse

continuelle du loyer de l'argent n'amoidrit pas seulement le produit de l'épargne en chiffres absolus, l'augmentation du coût de la vie favorisée par la baisse des taux diminue encore le rendement réel<sup>12)</sup>. Cette situation précaire des épargnants est encore aggravée du fait que les charges fiscales grevant les revenus de la fortune sont extrêmement lourdes, particulièrement en Suisse. Ce ne sont pas seulement les rentiers qui souffrent de cette disproportion entre coûts et revenus, les compagnies d'assurance, de nombreuses caisses de pension, d'autres institutions de prévoyance sociale sont également en cause: leurs fondements financiers sont ébranlés.

Même en considérant la politique de l'argent à bon marché comme un moyen auxiliaire de la politique financière de l'Etat, nous ne pouvons manquer de mentionner les effets différents de la baisse artificielle des loyers de l'argent suivant la conjoncture.

Si, en période de dépression, une politique expansive se justifie comme stimulant et pour aider à rétablir l'équilibre entre l'épargne et les investissements, il n'en est plus de même en temps de prospérité. En pratique, il est vrai, cette vérité est souvent méconnue: l'Etat ayant une fois bénéficié des loyers bas n'est pas toujours disposé à renoncer à ce moyen facile. L'appétit vient en mangeant, le budget de la Confédération en est un exemple frappant.

Il est clair qu'une telle évolution est contraire à toute politique conjoncturelle saine puisqu'au lieu de freiner elle agit en moteur, et ceci à deux points de vue.

D'une part, comme nous l'avons vu, les taux de l'intérêt trop bas découragent l'esprit d'économie. Les moyens ainsi libérés sont, en totalité ou partiellement, ou bien thésaurisés ou bien utilisés sur le marché des biens de consommation. Il en résulte une tendance à la hausse des prix qui stimule des investissements en rendant rentables de nouveaux agrandissements de l'appareil technique de la production ce qui accentue le déséquilibre déjà existant.

D'autre part, les opérations de la banque centrale sur le marché ouvert amènent l'aisance des marchés monétaires et financiers. Une partie de l'argent frais vient s'ajouter à l'offre des capitaux disponibles et rend donc les marchés plus liquides; le reste est utilisé pour la thésaurisation et la consommation<sup>13)</sup>. Alors qu'au total le volume des capitaux en quête de placement a bien augmenté en chiffre absolu, la propension à l'épargne au contraire a subi un fléchissement important en faveur de la thésaurisation et de la consommation.

12) L'intérêt réel d'une obligation à long terme de la Confédération — le rendement moyen étant tombé, depuis le printemps 1939 de 3,59 à 3,06 % et le coefficient de renchérissement du coût de la vie étant de 58 % — est à l'heure actuelle (1947) de 46 % inférieur à celui d'il y a huit ans; quant au revenu réel d'un capital d'épargne il est de 41 % inférieur. (Crédit Suisse, p. 52/3.)

13) Il en résulte une nouvelle augmentation de la demande de biens de consommation d'où poussée inflationniste accentuée.

Ainsi, en période de sur-emploi dans laquelle nous vivons actuellement en Suisse, les besoins d'agrandissements de l'industrie et du commerce pourront continuellement être satisfaits avec les disponibilités dont l'institut d'émission alimente les marchés, ce qui ouvre la porte aux erreurs en matière d'investissements, si lourdes de conséquence.

b) La politique de l'argent à bon marché favorise les mesures d'autarcie.

Enfin, la politique de l'argent à bon marché a une importance sur le plan international. Elle ne peut s'épanouir librement que sous le régime des restrictions monétaires, où les marchés monétaires et financiers, par un rigoureux contrôle des devises, sont presque complètement fermés les uns aux autres.

Il s'agit aujourd'hui de renouer les liens rompus par la guerre. Le retour à une liberté relative dans les échanges internationaux qui nous semble éminemment souhaitable fixe à la politique de l'argent à bon marché des limites bien plus étroites que ce n'est le cas dans une économie repliée sur elle-même et isolée par un sévère contrôle des devises. On peut donc craindre que la politique de l'argent à bon marché ne contribue à retarder l'abolition des mesures d'autarcie.

c) Evolution contemporaine.

Après ces considérations plutôt théorétiques voyons rapidement quelle orientation prend la politique monétaire dans les pays anglo-saxons.

Aux Etats-Unis, les voix nombreuses qui se sont élevées pour la suppression rapide des restrictions de l'économie de guerre et par conséquent contre la poursuite d'une politique de l'argent à bon marché ne sont pas restées sans effet. Quelques mois avant la suppression du contrôle des prix quelques banques de Réserve, bientôt imitées par les autres, supprimèrent le taux de faveur pour les avances sur les fonds d'Etat à court terme. Les taux de l'intérêt pour l'argent à court terme augmentèrent de ce fait, et le recul du rendement sur le marché financier arriva au point mort. Cependant, le gouvernement n'était pas résolu à renoncer sans autre aux loyers bas: dans son message de janvier 1947, le Président des Etats-Unis déclara que la politique de crédit du gouvernement avait pour objet de maintenir le niveau actuellement bas du taux de l'intérêt et d'éviter de fortes fluctuations de cours sur le marché des emprunts<sup>14)</sup>. La poussée inflationniste s'accroissant, les voix se sont multipliées pour demander un changement dans la politique officielle du taux de l'intérêt. En fait, en été 1947, le taux de l'intérêt fixe pour les effets de change à 90 jours émis par le Trésor a été supprimé.

<sup>14)</sup> Crédit Suisse, p. 49.

Certes, il ne s'agit pas encore d'une abolition pure et simple de la politique de l'argent à bon marché. Toutefois, on peut prévoir qu'à mesure que le danger d'inflation grandira — les crédits accordés à l'Europe agiront certainement dans ce sens — sa suppression se fera progressivement.

La politique de crédit pratiquée en Grande-Bretagne depuis la fin de la guerre est sensiblement différente de la politique américaine. Le gouvernement travailliste semble décidé à poursuivre énergiquement une politique de l'argent à bon marché. Une pression croissante a été exercée sur les taux de l'intérêt pratiqués sur le marché des capitaux. Il est naturel qu'à l'instar des Etats-Unis des critiques toujours plus nombreuses s'élèvent. Même si elles sont restées sans effet jusqu'à présent il est probable qu'à la longue le gouvernement devra, par la force des choses, procéder à un revirement.

d) Résumé.

En récapitulant nous arrivons aux conclusions suivantes:

1) Quant à la technique: par le moyen de la politique du marché ouvert il est possible de baisser les loyers l'argent à un niveau extrêmement bas ne correspondant plus du tout aux «réalités économiques». L'action sur le marché ouvert constitue le moyen de baisse par excellence, elle influence les cours des titres et augmente en même temps la masse de la circulation monétaire. Le degré d'efficacité dépend de la situation économique.

2) Quant à l'utilité: l'application de la politique de l'argent à bon marché se justifie dans les périodes extraordinaires comme en temps de guerre, où l'Etat prend résolument la direction de l'économie et a besoin de capitaux importants. En temps normaux il y a lieu de tenir compte des dangers suivants:

a) découragement de l'esprit d'économie, ce qui a pour effet:

aa) déséquilibre croissant entre le volume des investissements privés et celui de l'épargne nouvellement constituée; pression inflationniste par l'augmentation de la demande de biens de consommation;

bb) l'aliénation de titres par le public oblige le gouvernement à maintenir les restrictions;

b) encouragement pour l'industrie à procéder à de nouveaux investissements; aggravation du déséquilibre précite et incitation aux erreurs en matière d'investissement;

c) tendance à l'autarcie, en ne pouvant s'épanouir librement que dans des marchés financiers fermés.

## 2. L'action sur les cours du change et la neutralisation des effets des capitaux migrants

Jusqu'ici nous avons examiné les opérations sur le marché ouvert dans leurs interventions à l'intérieur du pays. Cette politique « nationale » cependant ne pouvait avoir chance de succès que si l'on rompait avec l'internationalisme monétaire, c'est-à-dire qu'il fallait donner aux marchés plus d'indépendance afin d'éviter que toute perturbation de l'extérieur puisse compromettre les efforts de stabilisation à l'intérieur.

Sous le régime de l'étalon-or, où la valeur extérieure de la monnaie, liée à l'or, ne pouvait osciller qu'entre les deux points d'or, on s'en référait au célèbre « automatisme-or » et l'on essayait d'influencer les mouvements internationaux des capitaux à court terme par les manipulations du taux de l'escompte.

Au moment de l'abandon de l'étalon-or intégral et de l'introduction de la monnaie flottante, pas franchi en premier lieu par la Grande-Bretagne, le régulateur automatique ne fonctionnait plus. Les variations du taux de l'escompte ne pouvaient plus suffire elles non plus à commander aux mouvements internationaux de capitaux, puisque la condition essentielle, des cours stables, n'existait plus. Il s'agissait donc de trouver un nouvel instrument de contrôle permettant aux banques d'émission de poursuivre une politique monétaire assez indépendante. C'est alors que l'Angleterre instaura, en 1932, un fonds d'égalisation des changes, instrument qui dans la suite a été constitué dans un grand nombre de pays.

Quoique les opérations des fonds d'égalisation des changes ne soient généralement pas connues sous le nom « d'open-market-opérations » nous croyons indispensable de les incorporer dans notre étude; et ceci pour plusieurs raisons.

1) Analogues aux opérations sur le marché ouvert, les interventions du fonds ont lieu sur le marché monétaire; il n'est pas essentiel que les opérations ne soient effectuées par l'institut d'émission même, puisque généralement les fonds sont gérés par les banques centrales. Analogue en outre aux opérations sur le marché ouvert, l'intervention se fait au moyen d'avoirs de la banque centrale: les titres sont tout simplement remplacés par de l'or ou des devises étrangères, mais l'effet à l'intérieur, l'augmentation ou la diminution de la masse monétaire suivant le sens de l'opération, est identique. Les seules différences sont celles-ci: quand il s'agit du fonds les décisions ne sont en général pas libres, puisqu'il a comme fonction essentielle d'équilibrer l'offre et la demande de devises étran-

gères <sup>15)</sup> et, d'autre part, l'objet de ses interventions est moins la manipulation de la base interne du crédit que le maintien de cours stables.

2) L'action sur les cours dont la stabilité relative est une condition importante de la stabilité des prix à l'intérieur, contribue au succès de la politique monétaire interne, donc également aux opérations sur le marché ouvert proprement dites.

3) Certains fonds d'égalisation des changes n'ont pas uniquement pour objet la manipulation des cours. Au moyen de bons du Trésor on agit délibérément sur la base interne du crédit en neutralisant plus ou moins l'effet des opérations initiales. Les deux opérations sont de ce fait en liaison étroite, dépendant les unes des autres.

#### *A. L'action sur les cours du change*

Parmi les raisons qui ont amené les gouvernements à créer un fonds spécial et de ne pas confier le soin des devises à l'institut d'émission comme ce fut le cas autrefois, la plus importante est le secret des opérations. La publication des bilans hebdomadaires de l'institut d'émission pourrait constituer un indice précieux pour les spéculateurs. En cas de pénurie de «munitions» notamment ils seraient tentés d'accentuer leur pression, tandis que l'incertitude les engage à la prudence <sup>16)</sup>.

A côté de considérations d'ordre plutôt formel visant à éviter de compromettre le rendement de l'institut d'émission par des pertes éventuelles consécutives à des opérations de change, une deuxième raison n'a pas manqué de jouer son rôle dans la décision de créer un organisme indépendant. Quelques fonds ont été dotés de puissantes ressources en bons du trésor destinées à la neutralisation à l'intérieur du pays. En créant un fonds spécial on a augmenté la possibilité d'intervention interne, puisque l'institut d'émission seul, pour des raisons de liquidité, ne peut aller au-delà d'un certain maximum.

Le mécanisme du fonds en vue d'agir sur les cours est simple. Tantôt il est acheteur et tantôt vendeur sur le marché des changes, comme une banque ordinaire, sauf qu'il ne cherche pas ses propres profits, et qu'il est doté de moyens assez puissants pour lui permettre généralement de dominer les cours.

Quand il s'agit de lutter contre une dépréciation de la devise nationale, il vend des devises étrangères; il en achète au contraire pour combattre une appréciation indésirable. Ainsi, en cas d'afflux de capitaux étrangers, le fonds les reprend en

<sup>15)</sup> En cas de manipulation délibérée du cours change (favoriser les exportations par exemple) l'autorité chargée du fonds agit de sa propre initiative.

<sup>16)</sup> En modifiant les règles relatives à la publication des bilans on arriverait au même résultat; mais on priverait alors le marché d'un indicateur nécessaire.

cédant aux marchés des devises nationales qu'il se procure soit en plaçant des bons du Trésor sur le marché ou auprès de la banque d'émission soit en remettant de l'or à cette dernière. La manière de faire dépend essentiellement du capital initial de dotation, et dans ce sens on distingue deux types différents de fonds :

*d'une part*, les fonds dotés primitivement de monnaie nationale sous forme de bons du Trésor, comme les fonds anglais et hollandais, et *d'autre part*, ceux des Etats-Unis, de la France, du Canada, de la Belgique et de la Suisse, constitués au moyen d'or libéré par la réévaluation de l'encaisse-or de l'institut d'émission.

En ce qui concerne la fonction de cambiste du fonds, cette distinction désigne simplement le sens dans lequel devront s'effectuer les opérations initiales. Il est clair que le fonds doté seulement de bons du Trésor ne pourra débiter que par des achats de devises, c'est-à-dire qu'il devra empêcher l'appréciation de la devise nationale. Les opérations initiales des fonds du second type, elles devront consister en ventes d'or afin de parer à une baisse des cours de la devise nationale.

Ces opérations initiales effectuées, les deux types de fonds disposent des moyens nécessaires à intervenir aussi dans l'autre sens. Si par contre, le fonds doté de bons du Trésor doit dès le début faire face à une fuite de capitaux, tandis que le fonds du second type doit parer à une appréciation de la devise nationale, le recours à l'institut d'émission est indispensable. La banque centrale devra alors céder soit de l'or ou des devises étrangères contre des bons du Trésor soit de la monnaie nationale contre de l'or. Mais, tandis que les fonds dotés de bons du Trésor ne doivent, dans la suite, s'adresser à l'institut d'émission qu'après avoir épuisé leurs munitions dans des opérations de grande envergure, le fonds du second type devra le faire toutes les fois qu'il aura à faire face à un afflux de capitaux étrangers. Vu sa constitution, qui le contraint à demander la monnaie nationale à la banque d'émission, il ne peut guère agir sur le marché ouvert <sup>17)</sup>, de sorte que ses opérations de change influencent le marché en le rétrécissant ou en l'élargissant au même titre que le faisaient les mouvements internationaux de capitaux sous le régime d'étalon-or. Outre cette incapacité d'intervenir à l'intérieur, le deuxième type de fonds présente encore un autre inconvénient : les opérations entre le fonds et la banque d'émission étant connues, elles révélaient, au moins partiellement, la situation du fonds et peuvent parfois inquiéter le public inutilement.

En cas de fuite de capitaux, s'il s'agit de maintenir les cours, le fonds doit financer l'exode en cédant de l'or ou des devises étrangères. Mais, tandis que le fonds du premier type rachète la totalité

<sup>17)</sup> Des remises d'or à la thésaurisation privée n'entrent pas sérieusement en ligne de compte.

ou une partie des bons du Trésor placés auparavant au marché et se constitue ainsi des avoirs en monnaie nationale, le fonds du second type les convertit en or auprès de la banque d'émission, quitte à redemander de la monnaie nationale en cas de besoin.

Le mécanisme est donc assez simple. Théoriquement il semble qu'on devrait pouvoir maintenir les oscillations des cours (qui sous le régime de la monnaie flottante peuvent être considérables) entre des limites relativement rapprochées et éliminer ainsi un facteur d'insécurité. Mais pratiquement la tâche s'avère plus difficile. Le maintien des cours à un niveau stable en servant tantôt la demande tantôt l'offre des devises étrangères ne constitue qu'un remède symptomatique n'atteignant généralement pas (sauf peut-être dans la spéculation pure) les causes des variations de la valeur externe de la monnaie. De quoi dépendent alors ces variations? Dans sa théorie de la parité du pouvoir d'achat, le professeur Cassel identifie la valeur extérieure de la monnaie avec le pouvoir d'achat qu'elle possède. Ainsi, plus le pouvoir d'achat d'une monnaie sera élevé à l'intérieur du pays plus elle sera appréciée sur le plan extérieur, ce qui se traduit par une hausse du cours de la monnaie nationale exprimée en devises étrangères. Une diminution du pouvoir d'achat par contre sera suivie d'une dépréciation de la monnaie nationale par rapport aux devises étrangères.

Il est certain que cette théorie a sa valeur «in the long run» en démontrant dans les grandes lignes les tendances de la valeur extérieure des monnaies influencée notamment par les balances des comptes. Mais elle ne suffit pas à expliquer les variations à court terme qui fréquemment n'ont pas pour cause des changements dans les échanges commerciaux. «L'objet du change n'est pas seulement un pouvoir d'achat. Le cours du change dépend en grande partie des prévisions sur l'avenir de telle ou telle monnaie étrangère. L'importance que nous y attachons, le prix que nous acceptons de payer dépendent de ce que nous en attendons. Et comme la monnaie étrangère doit être acquise au moyen de la monnaie nationale la formule complète serait que les prix que nous acceptons de payer pour la monnaie étrangère dépend, pour chacun de nous, du rapport de ce que nous attendons des deux monnaies. Ce que l'on attend des devises étrangères peut aussi n'être lié à aucune opération commerciale passée, présente ou future. Depuis la guerre (14/18) l'achat de devises, billets, lettre de change, coupons, valeurs mobilières, pour des buts spéculatifs, a pris dans le monde des proportions jamais atteintes jusque-là. Ce que nous avons surtout vu, au début de l'après-guerre, ce sont des spéculateurs tentés par le bas prix des devises dépréciées, en acheter dans l'espoir de leur hausse future. Ce qu'on a vu davantage ensuite, ce sont des personnes appartenant aux pays à monnaie dépréciées, qui cherchent à se constituer des

réerves de monnaie appréciée pour se garantir contre de plus graves défaillances de la monnaie nationale <sup>18)</sup>».

Le fait que parmi les causes des variations du cours du change les éléments psychologique et spéculatif jouent un rôle important rend la tâche du fonds très malaisée. En général il faudra laisser s'accomplir les mouvements dus à des changements de structure durable de l'économie (la lutte alors que les données économiques ne se modifient pas conduirait finalement à l'épuisement des ressources du fonds) tandis qu'on s'efforcera de supprimer les mouvements mineurs.

En pratique cependant, cette séparation des deux mouvements rencontre de sérieuses difficultés. Comment savoir, lorsqu'un courant commence à se faire sentir, s'il a sa souce dans la spéculation, dans le besoin accru de sécurité ou s'il est l'effet des grandes lois économiques? Trouver les cours «équitable» est, à l'instar du «juste prix», une utopie. Certes, l'existence même d'un fonds d'égalisation des changes peut suffire à enrayer la spéculation, puisque l'incertitude quant à son action et quant à l'importance de ses ressources augmente les risques de perte. Empêcher les mouvements des capitaux vagabondants en quête de sécurité est par contre une chose plus malaisée.

En pratique, le fonds se verra toujours devant une alternative. En cas d'afflux de capitaux, ou bien il laissera monter les cours de la devise nationale, ce qui décourage l'entrée des capitaux puisqu'ils ne peuvent se convertir qu'à un prix élevé, ou bien il peut défendre le cours en servant la demande de devises nationales. Sa manière de faire ne dépendra en somme que du niveau des prix à l'intérieur et de l'état de la balance commerciale; car, comme nous le verrons plus loin, les répercussions sur la base interne du crédit peuvent être contrôlées par des opérations sur le marché ouvert. En ce qui concerne sa fonction de cambiste, on peut affirmer qu'il sera normalement toujours à même de défendre le cours si on le désire: ses avoirs libellés en monnaie nationale, continuellement renouvelables, sont quasi illimités.

Tel n'est pas nécessairement le cas lorsqu'il doit faire face à une exode de capitaux. Certes, il a de nouveau deux possibilités: essayer d'empêcher les sorties de capitaux en laissant glisser le cours de la devise nationale ou alors défendre le cours en finançant l'exode par des ventes d'or ou de devises étrangères. Il est possible qu'on arrive, en laissant monter les devises étrangères de quelques points, à arrêter les sorties en les rendant trop onéreuses. Toutefois, lorsqu'on a affaire aux capitaux typiquement fuyants qui disparaissent au moindre signe d'alarme, la hausse des devises étrangères n'aura pour effet que de les exaspérer et d'aggraver la défection. Naturellement,

<sup>18)</sup> Aftalion A.: Monnaie, prix et change, p. 291 et suiv.

il existe entre ces deux possibilités un grand nombre de combinaisons; nous n'en citons qu'une:

Le fonds p. ex. laisse brusquement monter les devises étrangères pour les ramener ensuite lorsque la panique momentanée sera passée et que la demande anormale aura pris fin. La décision cette fois ne dépend pas seulement des conditions économiques à l'intérieur du pays, telles que le niveau général des prix, ou l'état de la balance commerciale, mais elle dépendra également des ressources du fonds en or et en devises étrangères. Si les causes incitant à la fuite des capitaux persistent le fonds ne pourra à la longue défendre le cours; sa capacité est donc sensiblement moins grande.

Il résulte de ce qui précède que les limites du fonds comme agent stabilisateur des cours sont données par son incapacité, dans la plupart des cas, à combattre le mal à la racine et à renverser le courant défavorable. Les cours dépendent en premier lieu de l'état de la balance des comptes et de la confiance ou de la méfiance qu'inspire la situation économique intérieure. Tant que la situation politique ou économique reste échangé le fonds ne peut préserver les cours des effets d'un excès de confiance ou de défiance que jusqu'à l'épuisement de ses moyens. Les ressources du fonds constituent donc ce qu'on pourrait appeler la limite technique. Il est clair que cette limite se fait sentir surtout en cas de fuite des capitaux: d'abord, les ressources en métal ou en devises étrangères du fonds ne sont en général pas suffisantes pour lui permettre une résistance prolongée, et ensuite, il est plus difficile d'arrêter une panique que de combattre un optimisme naissant.

Si donc il ne peut souvent pas servir à empêcher une dépréciation sensible de la monnaie nationale, il permet du moins de donner aux autorités un certain répit pour effectuer un redressement économique et financier.

La fonction de cambiste du fonds, même en tenant compte de ses limites et de son imperfection, n'en constitue pas moins une aide précieuse à la politique monétaire intérieure en préservant l'économie, du moins partiellement, des secousses de l'extérieur. Elle donne ainsi à l'institut d'émission une liberté plus grande, notamment en ce qui concerne les opérations sur le marché ouvert.

Réciproquement, par la possibilité d'intervenir sur les marchés intérieurs — que les opérations sur le marché ouvert soient effectuées par le fonds même, par la banque centrale ou par les deux instituts en même temps — la liberté d'action du fonds sur le plan extérieur est augmentée. Il y a donc interdépendance et nous voyons que, pour arriver à une rendement maximum, les deux instruments doivent être soigneusement accordés.

*B. L'action sur la base du crédit interne*

Les réactions intérieures provoquées par les mouvements internationaux de capitaux sont sensiblement différentes suivant qu'il s'agit d'un fonds du premier ou du second type. Dans le cas du second type, c'est-à-dire en présence d'un fonds doté originairement d'or, les réactions sont identiques à celles constatées sous le régime de l'étalon-or: la masse monétaire à l'intérieur augmente lorsqu'il y a afflux de capitaux étrangers et aux contraire subit une diminution quand le fonds finance l'exode.

La situation se présente autrement lorsqu'on a affaire à un fonds doté de bons du Trésor, à mécanisme compensatoire. Dans ce cas, l'effet des transferts de capitaux varie selon le mode de placement des bons du Trésor. Pour mieux nous rendre compte des possibilités, prenons un exemple.

Un Français cherchant à se défaire d'une partie de ses disponibilités libellées en monnaie nationale exporte un capital d'une valeur de frs. s. 100 000.— en Suisse. Comme il s'agit d'une fuite temporaire il ne le place pas d'une façon durable mais le laisse en dépôt auprès d'une banque suisse. Cette dernière vend les francs français ou fonds d'égalisation des changes qui lui remet des billets en contrepartie. Schématiquement les changements dans les bilans respectifs se présentent comme suit:

1) première opération:

Fonds d'égalisation des changes

Ressources en monnaie nationale	=	— 100 000.—
Devises étrangères	=	+ 100 000.—

Banque suisse

Encaisse	=	+ 100 000.—	(francs suisses reçus en contrepartie du chèque français)
Dépôts	=	+ 100.000.—	(dépôt français nouvellement constitué)

Après cette première opération qui reste l'unique du fonds du second type doté en or, nous constatons que dans le bilan du fonds l'augmentation des devises étrangères est compensée par une diminution équivalente des ressources en monnaie nationale: il ne s'agit que d'un déplacement au sein de l'actif.

Dans le bilan de la banque par contre il y a eu et un agrandissement de l'actif et un agrandissement du passif; la liquidité a augmenté et le résultat est un accroissement de la circulation monétaire <sup>19)</sup>.

<sup>19)</sup> Nous supposons que le fonds s'est procuré la monnaie nationale auprès de l'institut d'émission en lui remettant soit de l'or soit des bons du Trésor. L'accroissement de la circulation monétaire est exprimée dans le bilan de l'institut d'émission par l'augmentation du poste «billets en circulation» au passif et de son encaisse-or ou du poste «effets et avances à court terme» à l'actif.

2) deuxième opération:

Pour empêcher cette pression inflationniste, indésirable en ce moment, le fonds, que nous supposons être du premier type, place au marché pour un montant équivalent des bons du Trésor qui finissent par échouer dans le portefeuille de notre banque. Les changements sont alors les suivantes:

Fonds d'égalisation des changes	
Ressource en monnaie nationale	= + 100 000.— (produit de la vente des bons du Trésor)
Bons du Trésor	= — 100 000.—
Devises étrangères	= inchangées
Banque suisse	
Dépôt	= inchangés
Encaisse	= — 100 000.—
Effets à c. t.	= + 100 000.—

3) résultat final:

Le bilan du fonds d'égalisation des changes n'a subi de changement que dans le sens d'un échange, dans l'actif, de bons du Trésor contre des devises étrangères, qu'il peut soit garder dans le portefeuille soit convertir en or. Il s'est constitué ainsi un nouveau stock de munitions pour l'opération inverse <sup>20)</sup>.

Dans le bilan de la banque nous constatons un accroissement au passif, des dépôts contre à l'actif un accroissement équivalent des effets et avances à court terme, l'encaisse restant inchangée. Non seulement, l'afflux de capitaux étrangers n'a pas eu pour conséquence de rendre le marché plus aisé mais la liquidité de la banque se trouve même diminuée. La proportion entre les encaisses et les engagements s'est modifiée en faveur de ces derniers, de sorte qu'il en résulte un effet légèrement déflationniste.

Nous voyons que, contrairement à ce qui advenait sous le régime de l'étalon-or, l'afflux de capitaux a un effet restrictif sur la masse monétaire à l'intérieur.

Il est aisé de se représenter l'opération inverse, en cas de sortie de capitaux. Le fonds remet alors au marché les devises étrangères demandées contre des billets en monnaie nationale et les lui rend ensuite en rachetant des bons du Trésor. La conséquence dans le bilan bancaire en est une réduction équivalente, au passif et à l'actif, des postes «dépôts» et «effets et avances à court terme», tandis que l'encaisse reste au même niveau. La proportion entre les engagements et l'encaisse étant modifiée cette fois en faveur de l'encaisse, la liquidité est augmentée, d'où effet inflationniste.

<sup>20)</sup> En réalité les deux opérations se font en même temps ou même la deuxième en premier lieu: le fonds place les bons sur le marché pour se procurer la monnaie nationale nécessaire à l'achat des devises.

La seconde opération du fonds, dans les deux cas, n'est autre chose qu'une opération sur le marché ouvert proprement dite. Comme telle elle engendre les mêmes effets que celles dont nous avons parlé jusqu'à présent: action sur la masse monétaire et le taux de l'intérêt<sup>21)</sup>. Seulement, si les effets sont identiques, les motifs ne le sont plus, c'est-à-dire que le sens de l'opération n'est plus dicté par des considérations d'ordre financier comme lors de la politique de l'argent à bon marché. Il ne s'agit plus d'arriver à un changement dans l'état du marché mais au rétablissement de la liquidité préexistante, compromise par les mouvements internationaux des capitaux. L'exemple ci-dessus montre cependant qu'il ne suffit pas que le fonds, pour rétablir la situation, place ou remette au marché des bons du Trésor d'un montant correspondant aux mouvements internationaux des capitaux, puisque les effets «normaux» des transactions en devises seront alors plus que compensés. En face d'un afflux de capitaux étrangers, le fonds ne devra placer qu'une partie des bons du Trésor au marché. Pour le reste il aura à s'adresser à l'institut d'émission, qui lui remettra de l'argent frais<sup>22)</sup>. D'une manière analogue en cas d'exode de capitaux, il ne devra pas racheter des bons du Trésor du marché pour un montant correspondant à ses ventes de devises étrangères.

Suivant le mode d'achat ou de vente de bons du Trésor par le fonds, l'économie intérieure subit entièrement, pas du tout ou en partie seulement les effets des mouvements internationaux des capitaux. L'action du fonds varie selon le but que se propose d'atteindre la politique monétaire interne. En réalité il faut se représenter l'institut d'émission et le fonds d'égalisation des changes comme formant un tout, où les opérations en vue d'agir sur la masse monétaire du pays sont en quelque sorte synchronisées (la séparation des deux instituts n'a été effectuée qu'en raison de la fonction de cambiste du fonds). Ainsi, quand on est en présence d'entrées de capitaux étrangers, le fonds ne neutralisera que faiblement ou pas du tout lorsque la tendance générale de la politique monétaire va vers une plus grande aisance des marchés. Si, au contraire, les autorités mo-

21) Comme il s'agit d'opérations à l'aide de titres à court terme, le taux de l'intérêt à court terme sera le premier à subir les conséquences.

22) La proportion dans laquelle le fonds doit placer ses bons du Trésor au marché et auprès de l'institut d'émission dépend essentiellement de la relation existant dans les bilans bancaires entre le total des engagements à vue et l'encaisse (liquidité de caisse). — Reprenons notre exemple en supposant une liquidité de caisse de 1 : 5 (le total des dépôts avant l'opération étant de frs. 1 000 000.—).

Si le fonds place le total des bons du Trésor auprès de la banque d'émission, la liquidité augmente à 1 : 3,6, en les plaçant entièrement au marché elle diminue pour atteindre 1 : 5,5. Si l'état de liquidité doit être maintenu, le fonds devra placer les 4/5mes sur le marché et 1/5me auprès de l'institut d'émission. Il est clair qu'en pratique le fonds ne peut faire ce calcul. Ne sachant le degré de liquidité exact, qui peut varier d'une banque à l'autre, il devra tâter le marché.

nétaires optent pour une politique déflationniste (pour des raisons opportunistes) le fonds neutralisera le mieux possible en laissant à l'institut d'émission le soin d'accentuer la pénurie par des ventes de titres ou par d'autres moyens.

La même chose en cas de fuite de capitaux:

Politique déflationniste = le fonds ne compense pas ou dans une faible mesure seulement;

Politique inflationniste: le fonds procède à des achats sur le marché ouvert en commun avec l'institut d'émission.

L'exemple type du soutien de la politique monétaire intérieure par le fonds d'égalisation des changes est l'expérience anglaise au moment de l'inauguration de sa politique de l'argent à bon marché.

Pour des raisons d'ordre financier d'une part (allègement du fardeau de la dette publique) et de conjoncture d'autre part (faire bénéficier l'industrie anglaise de crédits à bon marché) le gouvernement estimait qu'une baisse sensible du loyer de l'argent était nécessaire. Il fallait augmenter puis maintenir la liquidité des banques pour presser sur les taux de l'intérêt. Les moyens à la disposition de la banque d'Angleterre étaient soit des opérations sur le marché ouvert soit un abaissement de la proportion entre la réserve des billets et les engagements du département de Banque (quant à cette dernière mesure, sitôt que l'accroissement de l'émission fiduciaire devait avoir une durée de plus de deux ans l'autorisation du Parlement devait être requise). Or, on craignait que l'un des procédés ou la combinaison des deux n'ait un effet désavantageux sur l'opinion publique, notamment en vue des opérations de conversions projetées. Pour éviter des réactions psychologiques défavorables on fit appel au fonds d'égalisation des changes, qui céda de l'or à la Banque d'Angleterre, tandis que cette dernière procéda à des achats de titres sur le marché ouvert. De février à septembre 1932 le stock d'or de la Banque d'Angleterre, qui était resté pour ainsi dire sans changements après septembre 1931, passa de 120,8 millions à 139,3 millions de livres, dont une grande partie fut cédée par le fonds. L'émission fiduciaire s'était accrue de 19 millions dont 15 millions passèrent dans la circulation et 4 millions dans la réserve de la Banque; tandis que celle-ci augmentait de 15 millions son portefeuille de fonds d'Etat <sup>23)</sup>.

Lorsqu'en octobre 1932 la livre marqua une faiblesse, le fonds ne réagit que mollement en permettant la hausse des changes étrangers. Afin de soutenir les cours il aurait dû reprendre de l'or de la Banque d'Angleterre ce qu'il ne voulait pas pour ne pas compromettre la politique d'aisance des marchés intérieurs.

<sup>23)</sup> Polejina: Les fonds d'égalisation des changes, p. 103.

Nous voyons que ces opérations de soutien, faisables certes, ne sont pas sans danger. La politique de neutralisation du fonds ne doit pas dépendre uniquement de la politique monétaire intérieure poursuivie par la banque d'émission, mais également du caractère des capitaux importés. Lorsque les capitaux affluant de l'étranger cherchent un emploi durable dans le pays, et que, pour des raisons d'opportunité un accroissement de la circulation est désirable, le financement des achats de devises étrangères par le fonds avec l'argent de la banque d'émission ne présente pas d'inconvénients. Le cas est différent lorsqu'on a affaire à des capitaux fuyants, obéissant au moindre signal d'alarme. Un reflux subit est plus ou moins lourd de conséquences suivant le mode de financement des achats des devises par le fonds lors de l'afflux, c'est-à-dire suivant qu'il s'est procuré les moyens nécessaires à l'achat des diverses directement auprès de l'institut d'émission en lui cédant des bons du Trésor, ou qu'il les a pris sur le marché en y plaçant les bons du Trésor, quitte à soutenir ensuite la politique expansionniste de l'institut d'émission en lui cédant de l'or (exemple Angleterre).

Dans les deux cas il y a accroissement de la circulation monétaire, qui peut être, en partie du moins, investi, donc immobilisé dans l'industrie. Lors du retrait de ces capitaux le marché à court de disponibilités <sup>24)</sup> n'a pas les moyens nécessaires pour acheter les devises étrangères ou ne peut se les procurer qu'au prix de résiliations de crédits, dangereuses dans la conjoncture. Le fonds doit alors, s'il veut préserver leurs cours d'une baisse, servir la demande de devises étrangères en créditant le marché. Cette situation n'est certes pas encore alarmante. Elle présente cependant certains inconvénients, notamment en enlevant au fonds une partie de sa liberté d'action dans ses opérations futures.

Si nous passons au second cas, où le fonds s'est démuné d'une partie de son or ou de ses devises étrangères pour soutenir la politique d'expansion de l'institut d'émission, la situation est plus grave. La fuite des capitaux prenant une certaine envergure, les ressources du fonds ne suffisent plus à faire face à la demande accrue. Il devrait alors reprendre l'or cédé à la banque d'émission, ce qui n'est pas toujours, comme nous l'avons vu, possible ni désirable (état de liquidité, prescriptions légales quant à l'émission des billets, risque de compromettre la politique expansive, etc.). Certes, le risque d'un retrait subit et massif de capitaux étrangers, surtout lorsque l'économie se trouve en phase ascendante du cycle, n'est pas très grand. Néanmoins il est prudent de compter avec un certain pourcentage de retraits possibles et probables et de garder au moins une partie des capitaux importés sous forme d'or ou de devises étrangères.

<sup>24)</sup> La situation est différente lorsque la banque d'émission qui a poursuivi une politique d'expansion a réussi à maintenir la liquidité du marché.

Jusqu'à présent nous avons supposé des cours du change stables, grace aux interventions du fonds d'égalisation des changes. La politique monétaire intérieure, y compris l'action du fonds sur la base du crédit interne, doit tenir compte de la situation du pays en général et, quant au fonds en particulier, de la nature des capitaux étrangers se trouvant dans le pays. Au moment où les cours font preuve d'instabilité, soit que le fonds ne réussisse plus à les niveler soit qu'il les modifie délibérément, l'économie subit également l'influence des changements de la valeur extérieure de la monnaie. L'effet de tels changements sur les prix et par là sur le volume du crédit interne se fait sentir surtout de deux manières:

1) effet psychologique (le public a pris l'habitude de s'intéresser à la cote des changes, aux oscillations de la valeur extérieure de la monnaie).

2) effet dû à la modification du pouvoir d'achat extérieur de la monnaie.

Cela nous mènerait trop loin de vouloir traiter à fond de l'interdépendance entre les cours des changes et le niveau général des prix, bornons-nous à donner un exemple schématique.

Supposons la dévaluation d'une monnaie, soit en dévaluant officiellement soit en haussant artificiellement les cours des devises étrangères exprimés en monnaie nationale. La modification de la relation d'échange vis-à-vis des autres pays a pour conséquence, *ceteris paribus*, une augmentation de la force compétitive du pays dévaluant, donc une stimulation des industries d'exportation. En faisant abstraction de la réaction psychologique, qui peut varier suivant la confiance dans l'avenir politique et économique du pays, l'augmentation du coût des biens importés imprimera normalement au niveau général des prix un mouvement de hausse. Théoriquement, l'avantage compétitif ne dure qu'un certain temps: jusqu'au moment où la hausse des prix intérieurs est proportionnelle au pourcentage de dévaluation<sup>25)</sup>. Pratiquement, la hausse des prix n'a pas toujours été proportionnelle<sup>26)</sup>.

La dévaluation agissant, les industries d'exportation commencent à se ressaisir, le rythme des investissements privés s'accélère et l'aisance du marché va en diminuant. D'autre part, à la perspective d'une reprise naissante, les capitaux étrangers commencent à affluer, de sorte que le fonds, pour maintenir bas les cours de la devise nationale, doit continuellement intervenir pour servir la demande ac-

25) A moins que l'entrepreneur ne diminue la marge de bénéfice ou que d'autres facteurs extra-monétaires comme une plus grande rationalisation, hausse des prix sur les marchés mondiaux, etc. agissent en sens contraire. En outre, l'influence de la hausse des prix des biens d'importation sur le niveau général des prix dépend évidemment de l'importance des importations.

26) Exemple de l'Angleterre après la dévaluation de la livre.

crue de devises étrangères<sup>27</sup>). La politique stérilisatrice du fonds dépend d'une part, de la nature des capitaux importés et, d'autre part, de la politique générale poursuivie à l'intérieur du pays par l'institut d'émission, qui doit avoir soin de maintenir une liquidité appropriée du marché. En effet, une liquidité excessive risque, d'un côté, de contribuer à la hausse des prix intérieurs, ce qui fait disparaître l'avantage compétitif et, d'un autre côté, d'inciter les entrepreneurs à agrandir leur appareil de production d'une façon démesurée. Par contre, une pénurie sur le marché agit en freinant la reprise. L'art du «central banking» consiste donc, tout en tenant compte des besoins de stérilisation du fonds, à trouver le juste milieu, chose qui n'est évidemment pas facile.

Ce petit exemple montre que la politique monétaire extérieure et les interventions sur le marché intérieur sont intimement liées. L'une ne va pas sans l'autre, et, pour arriver à des résultats appréciables, une coopération étroite s'impose. Toutefois, cette coopération à elle-seule ne suffit pas, la réussite d'une expérience telle que nous venons de décrire dépend d'un grand nombre d'autres facteurs, dont nous avons tacitement supposé l'existence: état sain des finances, capacité d'absorption des marchés extérieurs, liberté des échanges et des transferts, etc. et surtout l'absence de manipulations de la monnaie dans les autres pays. Là réside un des grands dangers de la monnaie flottante. La facilité de manipuler les cours du change surtout vers la baisse, amène les autorités à recourir plutôt aux solutions faciles de dépréciation de la monnaie au lieu d'entreprendre l'assainissement des finances et de l'économie en général. Il en résulte facilement le chaos monétaire international.

En 1939 la guerre est venu mettre fin non pas aux interventions sur les marchés intérieurs, dont l'importance au contraire s'est accrue, mais aux interventions sur le plan extérieur en vue d'avoir la haute main sur les cours. Certes, des transactions de pays à pays ont continué à se faire, portant notamment sur les matières de guerre, mais elles se sont effectuées sous le régime de contrats qui fixaient la valeur d'échange des monnaies. Une réglementation sévère du domaine monétaire comme du domaine marchandises (prescriptions relatives au transfert des capitaux, contingentements, etc.) empêchait le jeu libre de l'offre et de la demande. Le régime des contrats bilatéraux, qui avant la guerre déjà était apparu dans le commerce international, a dans la suite été adopté par la plupart des pays. Parallèlement aux marchés des biens de consommation surtout, des marchés noirs de l'or et de devises étrangères ont fait leur apparition, où les prix, sous la poussée inflationniste, s'écartaient toujours davantage des cours officiels. Après la fin de la guerre la situation n'a guère changé.

27) Le seul fait de remédier à un déséquilibre en dévaluant suffit parfois à attirer des capitaux étrangers (Suisse, après la dévaluation de 1936).

La charge écrasante des dettes publiques, notamment dans les pays en guerre, de pair avec la pénurie de marchandises destinées à la production ou à la consommation civiles, ont obligé les gouvernements à maintenir un contrôle sévère. Pour y remédier et pour activer la reconstruction de l'Europe dévastée, un grand nombre d'experts financiers se sont réunis aux Etats-Unis, où le 22 juillet 1942 les Conventions de Bretton Woods ont été signées.

Bien que nous ne soyons pas du tout certains que cette sorte de système monétaire international soit jamais appelé à jouer un rôle important, la Convention peut servir de jalon pour se faire une idée des intentions des dirigeants du monde relatives à l'avenir monétaire.

Deux principes fondamentaux se trouvent à la base de la Convention, à savoir:

a) le rétablissement d'un trafic de paiement libre comme il existait avant 1931;

b) l'engagement des pays membres de fixer les cours du change d'un commun accord et de veiller à ce que ces cours servent véritablement de base aux transactions dans leur territoire.

Dès ces deux principes c'est surtout le second, conjointement avec les prescriptions relatives aux mouvements internationaux des capitaux qui nous intéresse ici.

### 1. Les cours du change.

La première action du fonds doit être la fixation des cours, problème, comme nous l'avons vu, extrêmement difficile à résoudre. Les parités sont exprimées soit en or soit en dollars américains. Ces parités une fois fixées, les pays membres ne peuvent demander une modification de la valeur extérieure de leur monnaie qu'en cas de déséquilibre fondamental (fundamental disequilibrium) et, suivant l'importance du changement désiré, le fonds doit accepter ou peut refuser. En principe cependant les pays membres sont obligés de maintenir la parité, notamment

a) en vendant ou en achetant de l'or aux prix fixés (plus ou moins les marges prescrites par le fonds)

b) en veillant à ce que les transactions en devises se fassent aux cours prescrites (plus ou moins des marges de 1 % au maximum).

Le maintien de la parité peut être assuré par l'achat et la vente libres de l'or ou par des interventions sur le marché des devises, en servant tantôt l'offre et tantôt la demande accrues. Il y aurait donc restauration du régime des fonds d'égalisation des changes, avec une restriction cependant: le fonds n'a plus le choix entre laisser glisser les cours ou équilibrer l'offre et la demande, il devrait tendre unique-

ment à stabiliser les cours (à moins du fameux «déséquilibre fondamental»<sup>28)</sup>.

Cette possibilité d'adapter les parités assure aux politiques monétaires intérieures une autonomie relative. La fixation des cours, en empêchant de fréquentes manipulations constitue, in the short run, un facteur stabilisateur indéniable. In the long run cependant, les parités sont subordonnées aux exigences de la politique monétaire intérieure. Tout dépend évidemment de ce qu'on entend par le terme «déséquilibre fondamental». A notre avis il doit être compris au sens large de manière à laisser aux dirigeants monétaires des pays le plus de liberté d'action possible: . . . «we are determined that, in future, the external value of sterling shall conform to its internal value as set by our own domestic policies, and not the other way round. Secondly, we intend to retain control of our domestic rate of interest, so that we can keep it as low as suits our own purposes, without interference from the ebb and flow of international capital movements or flights of hot money. Thirdly, whilst we intend to prevent inflation at home, we will not accept deflation at the dictate of influences from outside. We abjure the instruments of bank rate and credit contraction operating through the increase of unemployment as a means of forcing our domestic economy into line with external factors. . . . Instead of maintaining the principle that the internal value of a national currency should conform to a prescribed de jure external value, it (la convention) provides that its external value should be altered if necessary so as to conform to whatever de facto internal value results from domestic policies, which themselves shall be immune from criticism by the Fund. Indeed, it is made the duty of the Fund to approve changes which will have this effect.»<sup>29)</sup>

## 2. Les mouvements internationaux des capitaux.

Il résulte de ce qui précède que les mouvements de la «hot money» peuvent constituer un obstacle sérieux à la politique monétaire extérieure et intérieure. Aussi, la Convention n'étend-elle pas le principe de liberté de mouvement à ces transactions sans base commerciale. Sans émettre des prescriptions, elle rend les pays membres responsables que de tels mouvements n'agissent pas à l'encontre des buts de la Convention. Au besoin, les pays seraient obligés d'instaurer un régime de contrôle qui pratiquement ne peut s'effectuer efficacement qu'en subordonnant ces transactions au consentement de l'institut d'émission.

Mais, comment savoir si telle transaction est légitime ou non? (d'autant plus que des exportations de capitaux p. ex., favorables à

28) L'or restant un agent des échanges internationaux, les pays peuvent également rétablir l'étalon-or intégral. Cette possibilité, vu les conséquences sur la politique monétaire intérieure, nous paraît cependant improbable.

29) Keynes J. M.: Parliamentary Debates, House of Lords, vol 131, no. 51, London 1944, p. 844 (d'après H. Bachmann: Die Konventionen von Bretton Woods, p. 13).

l'économie d'un pays, peuvent être incompatibles avec les principes généraux de la Convention).

Aussi, à notre avis un contrôle serré ne semble pas indiqué. A mesure que les économies se relèvent, et que le chaos monétaire fait place à l'ordre, on enlève aux capitaux migrants une partie de leur raison d'être. Pour le reste, des fonds d'égalisation des changes habilement maniés devraient empêcher les conséquences par trop défavorables de brusques mouvements.

### C. Résumé

La situation actuelle confuse, tant sur le plan économique et monétaire que sur le plan politique, n'est guère propice aux pronostics. Il nous paraît cependant qu'un retour à l'étalon-or intégral n'entre guère en ligne de compte: d'abord, parce que nombre de pays ne disposent pas de métal en quantité suffisante (une grande partie du stock mondial étant accumulé aux Etats-Unis) et ensuite, parce que les gouvernements ne se montrent pas enclins à renoncer à une politique monétaire autonome.

L'automatisme étant ainsi exclu, l'évolution tendra vers une monnaie dirigée, dont les cours seront manipulés plus ou moins fortement suivant le degré de coopération entre les banques d'émission. Ainsi, les fonds d'égalisation des changes seront appelés à jouer un rôle important. Il est d'ailleurs indéniable et il ressort de ce qui précède, que ces instituts constituent un instrument fort utile, capable d'assurer une stabilité relative, à condition que l'économie intérieure conserve un minimum de santé.

## 3. La politique du marché ouvert comme instrument de la politique de conjoncture

### A. Le problème

Les opérations sur le marché ouvert telles que nous les avons examinées jusqu'à présent n'ont eu que des buts relativement limités. Certes, la politique de l'argent à bon marché ainsi que les opérations du fonds d'égalisation des changes ont des répercussions sur l'économie entière et sont susceptibles d'influencer les mouvements de la conjoncture. La tâche cependant que nous allons aborder maintenant est autrement plus ardue, car il s'agit, ni plus ni moins que de combattre ce que les adeptes du collectivisme aiment à appeler «la maladie inhérente au régime capitaliste», c'est-à-dire de niveler les mouvements de la conjoncture.

Qu'est-ce que le cycle économique? Il est tout à fait normal que l'économie moderne, si complexe, soit sujette à des oscillations, et

que le volume de la production, le revenu national et le nombre des ouvriers occupés subissent des fluctuations. La guerre, la situation politique, d'autres perturbations accidentelles extra-économiques influent sur la marché des affaires et empêchent que l'évolution économique suive une ligne droite. Toutefois, ce n'est pas là ce que nous entendons par cycle économique. Il faut, pour qu'on les qualifie ainsi, qu'elles présentent certaines caractéristiques, notamment:

- 1) une certaine périodicité allant de trois à douze ans;
- 2) une certaine ampleur;
- 3) point peut-être le plus important: le mouvement à la hausse ou à la baisse, une fois déclenché doit s'accélérer et prendre de l'élan par ses propres forces, c'est-à-dire, comme l'avalanche, le mouvement doit continuer son chemin alors même que la cause initiale qui l'a fait naître n'est plus active.

Certaines perturbations extérieures auxquelles nous avons fait allusion peuvent, il est vrai, déclencher, freiner ou accélérer un mouvement déjà commencé. Le mouvement cumulatif proprement dit cependant, c'est-à-dire l'altération continue du volume de la production est dû en premier lieu à la façon particulière dont le système économique réagit.

La tâche se divise donc en deux parties: d'une part, il faut essayer de déceler et d'éviter les causes éventuelles de contraction de l'économie et, d'autre part, s'il s'agit de causes imprévisibles ou se dérochant à l'influence du gouvernement, il importe d'empêcher ou, du moins, de modérer un mouvement cumulatif indésirable.

Le fait qu'il existe une alternance périodique de phases de prospérité et de dépression a été reconnu il y a longtemps déjà. Mais, ce n'est qu'après la grande crise de 1930 que la plupart des économistes se sont mis sérieusement à l'ouvrage pour trouver une explication rationnelle. Il en est résulté un nombre impressionnant de théories, qui toutes prétendent avoir tranché le noeud gordien et proposent des remèdes «infaillibles». Cependant, aucun d'entre elles ne s'est avérée satisfaisante et c'est logique. Le grand nombre des théories, dont beaucoup semblent cadrer parfaitement avec la réalité, le fait que chaque auteur presque a son propre point de départ montrent qu'une explication unique ne suffit pas.

D'une part, les cycles économiques ne se ressemblent que dans les grandes lignes, chacun d'eux a en quelque sorte sa physionomie particulière . . . «l'état des connaissances techniques, des procédés de production, l'importance de l'accumulation de capitaux, le chiffre et la qualité de la population ainsi que sa répartition par âges, les habitudes et les goûts des consommateurs, les institutions sociales, les modes de paiement couramment employés, les pratiques bancaires etc. sont des facteurs qui se modifient sans cesse et ne se présentent jamais deux fois exactement sous la même forme. Aussi n'est-

il nullement surprenant de constater de profondes dissemblances entre les cycles économiques d'un pays à l'autre et à différentes périodes<sup>30)</sup>».

D'autre part, nous avons admis des causes multiples susceptibles de provoquer un mouvement de la conjoncture, causes parmi lesquelles figurent des perturbations imprévisibles et extérieures échappant à la tutelle des autorités économiques. Le seul moyen de parvenir à une explication suffisante consiste, à notre avis, à établir une théorie très générale des aspects les plus importants des cycles économiques, qui puisse s'appliquer à un grand nombre de cas. Il s'agit moins d'une explication des causes éventuelles que d'une enquête sur les réactions de l'économie en face d'événements définis.

Mais une étude ainsi détaillée dépasserait de beaucoup le cadre de notre travail. Dans les pages qui suivent nous allons examiner si les opérations sur le marché ouvert constituent un instrument utile de la politique conjoncturelle; pour ce qui est de la théorie conjoncturelle «pure» nous nous baserons sur ce qui a été écrit avant nous, en particulier sur l'étude détaillée du Prof. Haberler dans son ouvrage «Prospérité et Dépression».

D'emblée nous affirmons que nous ne cherchons pas à voir dans la politique du marché ouvert le remède infaillible, suffisant à lui seul à empêcher le retour périodique des phases de dépression. Nous ne pouvons concevoir les opérations sur le marché ouvert que comme une partie d'un système interventionniste, partie plus ou moins importante suivant le caractère spécifique du cycle. Partant de ce point de vue il est clair que nous ne pourrions, la plupart du temps, isoler complètement les répercussions dûes aux opérations sur le marché ouvert, mais qu'il faut traiter le problème dans son ensemble et nous occuper également d'interventions étrangères à la politique du marché ouvert proprement dite.

Avant d'aborder le problème de l'utilisation des opérations sur le marché ouvert il importe de répondre à la question suivante: Une lutte contre les mouvements de la conjoncture a-t-elle un sens, est-elle vraiment désirable? Bien des économistes parmi lesquels nous comptons Schumpeter, J. Barcas, etc.<sup>31)</sup> sont d'avis que les cycles économiques sont le corollaire nécessaire du régime capitaliste. Les fluctuations périodiques auxquelles est sujette l'économie favoriseraient le progrès technique et l'initiative privée, qui seraient au contraire découragés par un état de stabilité éternellement prolongé. Eviter une expansion du crédit serait ralentir le progrès puisque les entrepreneurs ne disposeraient que des capitaux déjà épargnés.

En admettant que toute expansion du crédit soit synonyme de phase ascendante, et qu'en outre toute période de prospérité doive

30) Haberler G.: *Prospérité et Dépression*, Genève 1943.

31) Sulzer H.: *Die Korrelation zwischen Kredit- und Währungspolitik der Zentralnotenbanken*, p. 170.

nécessairement aboutir à la crise et à la dépression, on arrive logiquement à la devise «laisser faire, laisser passer». Pour pouvoir profiter des avantages d'une ère de prospérité il faudrait se résigner à subir le renversement de la tendance, la dépression avec toutes ses fatales répercussions.

Cette manière de voir ne nous semble pas conforme à la réalité. La vérification empirique disant que le «boom» porte en lui le germe de la dépression n'est pas une preuve suffisante qu'il s'agisse là d'une relation de cause à effet. La plupart des théories orientées de ce côté voient dans la déflation de conjoncture un processus d'adaptation nécessaire pour rétablir l'équilibre rompu durant la phase ascendante. Mais, y-a-t-il nécessairement déséquilibre? Un volume excessif des investissements est-il une condition indispensable d'une période de prospérité, ne peut-on essayer de l'empêcher sans compromettre la tendance à la hausse, et envisager l'équilibre au sommet d'une évolution favorable? D'autre part, la déflation conjoncturelle est un processus d'adaptation extrêmement cruel, qui risque de compromettre non seulement des productions à investissements excessifs mais des entreprises parfaitement saines.

A notre avis, l'essai de stabiliser l'économie et d'éviter des dépressions graves devrait au moins être tenté, d'autant plus que, dans la théorie, il ne semble pas du tout voué fatalement à l'insuccès. D'ailleurs, la moindre chance de réussite suffit à justifier quelque intervention dans ce sens: une répétition de la débâcle de 1930 n'aurait pas seulement des conséquences économiques extrêmement graves mais pourrait porter atteinte au régime capitaliste même en faisant fléchir la balance du côté du collectivisme.

### B. Les moyens d'investigation

En traitant de la relation entre la monnaie et les prix qui, dans l'étude des cycles économiques est naturellement d'importance, la théorie quantitative a joué un rôle de premier plan notamment dans les théories «populaire» (monnaie franche p. ex.). Mais, si l'équation  $MV + M'V = TP$  <sup>32)</sup>, dont nous ne contestons nullement la justesse, donne une idée très générale des relations entre la sphère monétaire et la sphère «marchandises» <sup>33)</sup> elle ne se prête pas à une étude plus détaillée. Elle énonce simplement que, si un élément de l'équation se modifie, un ou plusieurs des autres doivent également accuser un changement; mais elle ne peut dire ni lesquels ni pourquoi. Si de plus l'on amène la causalité inverse entre monnaie et prix, c'est-à-

---

32) M = monnaie émise par la banque centrale  
M' = monnaie scripturale  
V et V' = vitesse de circulation des deux monnaies  
T = nombre des transactions commerciales  
P = prix

33) y compris les services

dire qu'un changement du côté monétaire de l'équation peut être la conséquence et non la cause d'un changement du côté «marchandises», l'explication quantitative ne suffit plus du tout.

Il y a lieu de recourir à un moyen d'investigation qui tient compte des divers chemins que peut parcourir l'argent dans les sphères de la production et de la consommation et qui permet de déceler les points de fuite possibles à l'intérieur des circuits monétaires. A cet effet nous nous servirons pour ce qui suit du système des circuits monétaires exposé par le Prof. Jöhr<sup>34)</sup>, duquel nous allons donner un bref aperçu.

a) *Les circuits des revenus:*

Nous n'envisageons plus maintenant la masse monétaire dans son ensemble, nous suivons les signes monétaires dans leur course à travers l'économie, puisque ce qu'il importe de savoir, ce n'est pas la quantité d'argent nouvellement créé p. ex., mais la façon dont il modifie les circuits des revenus, et par là la production et l'emploi. A cet effet nous devons diviser les revenus en plusieurs circuits distincts.

aa) Les revenus entrant dans le circuit de la reproduction des biens de consommation.

Le particulier disposant d'un certain revenu peut l'utiliser de différentes manières: il peut acheter des biens de consommation, ou acheter des biens d'investissement, ou encore il peut retirer son revenu de la circulation en le thésaurisant.

La somme des achats de biens de consommation constitue le circuit de la reproduction des biens de consommation, qui influence d'une manière privilégiée les prix de ces biens et par là la production. Bien que ce courant se disperse très vite = les industries de biens de consommation doivent payer des salaires, procéder à des investissements, etc. — des canaux provenant d'autres circuits l'alimentent continuellement de sorte qu'on peut parler, ceteris paribus, d'un flux continu agissant toujours de la même façon sur les prix des biens de consommation (ce courant comprend également les biens de consommation achetés par l'Etat)<sup>35)</sup>.

bb) Les revenus entrant dans le circuit de la reproduction des biens d'investissements.

Ce circuit est formé par le total des achats de biens de production. Analogue au circuit de la reproduction des biens de consommation ce courant qu'alimente en premier lieu l'épargne par l'inter-

<sup>34)</sup> Jöhr W. A.: Die Nachkriegsdeflation, St. Gallen 1945.

<sup>35)</sup> Ne sont pas compris dans ce total les échanges entre les différents stades (Stufen) de la production appartenant à un circuit spécial.

médiaire du système bancaire, peut également être continu et avoir une action sur les prix des biens d'investissements.

cc) Les revenus versés directement par l'Etat.

L'achat par l'Etat ni des biens de consommation ni des biens de production ne donne lieu à aucun circuit spécial ni pour les biens de consommation ni pour ceux de production. Il n'en est plus de même pour les revenus que l'Etat verse continuellement à ses fonctionnaires sous forme de salaires. Le financement de ces paiements de salaires, tant qu'il est assuré par l'emprunt ou par l'impôt, réduit le revenu national au moment de la perception. Au moment du versement ces salaires sont retransformés en revenus sans entrer directement dans le circuit des investissements ou dans celui de la consommation comme c'est le cas lorsque l'Etat procède à des achats de biens sur le marché. Il se crée ainsi un circuit autonome qui, théoriquement du moins, reste sans influence sur le niveau général des prix.

Sans doute, l'effet neutre n'est pas certain. Les parts de revenus récupérés par l'Etat au moyen de l'impôt ou de l'emprunt auraient pu être employés différemment par les anciens propriétaires qu'ils ne le sont par les fonctionnaires, nouveaux propriétaires. Mais nous n'avons pas besoin de tenir compte de toutes les modifications possibles dans les courants de ces revenus, c'est plutôt un problème fiscal.

En outre, théoriquement l'effet n'est neutre que dans le cas où les sommes nécessaires au paiement des salaires proviennent de l'impôt ou de l'emprunt et ne sont pas créés ad hoc par l'institut d'émission. Mais pratiquement il est impossible de déterminer à quelles dépenses de l'Etat sont affectés les moyens provenant de l'impôt, de l'emprunt et de la création de monnaie par l'institut central. Pour nos fins il suffit de savoir que ce n'est pas toute la masse monétaire qui agit directement sur les prix, même si elle circule sous forme de revenu, mais qu'il faut en déduire une certaine partie.

b) *Les circuits en dehors des revenus*

aa) Circuit de la reproduction partielle des biens de production entre entreprise <sup>36)</sup>.

Chaque entreprise industrielle utilise au versement des salaires une partie des recettes provenant de la vente des produits qu'elle a fabriqués (transformation directe en revenus), tandis qu'elle se sert d'une autre partie pour acheter des biens de production auprès d'autres entreprises qui, si nous nous représentons la production d'un bien comme une échelle posée verticalement, forment l'échelon in-

<sup>36)</sup> voir J6hr, graphique à la page 13.

férieur. Ces entreprises de l'échelon inférieur font de même, et ainsi de suite, de sorte qu'en poursuivant le raisonnement nous arriverions à une échelle infinie.

Pour sortir de ce dilemme et arriver plus près de la réalité nous devons admettre qu'une entreprise ne vend pas seulement aux «échelons» supérieurs et n'achète pas seulement auprès des «échelons» inférieurs, mais se procure des biens de production également auprès d'entreprises placées au-dessus d'elle sur l'échelle de la production, tandis qu'elle fournit en même temps des biens à des entreprises situées plus bas. Il se forme ainsi un circuit monétaire distinct, absorbant une certaine quantité d'instruments monétaires, qui ne se transformeront jamais en revenus mais restent toujours dans la pénombre de la production.

bb) Les circuits de l'échange et de la spéculation.

Ce circuit est formé

1) par l'échange de biens contre d'autres biens; (A achète des actions et vend des obligations, B achète des obligations et vend des actions)

2) par l'échange d'instruments monétaires épargnés antérieurement contre des instruments monétaires nouvellement épargnés; (C vend des obligations à D, qui se sert d'une partie de son revenu pour pouvoir les acheter)

3) par tous les achats et ventes de papiers-valeurs, devises immeubles etc. pour des buts spéculatifs.

Tous ces échanges forment un circuit distinct, qui n'est pas nécessairement en relation directe avec les autres circuits. Certes, il absorbe une certaine quantité d'instruments monétaires, qui peuvent provenir d'autres circuits et provoquer des modifications; mais la spéculation boursière notamment, qui est sans doute l'élément le plus important de ce circuit, peut s'accroître ou diminuer indépendamment de ce qui se passe dans les autres circuits. En outre, l'accroissement du chiffre d'affaires dans les bourses n'est pas nécessairement synonyme d'absorption accrue d'instruments monétaires, puisque la plupart des opérations se compensent, et que c'est seulement l'excédent des achats ou des ventes à terme, c'est-à-dire le nombre de titres qui sont effectivement livrés, qui détermine la quantité d'instruments de paiement nécessaires. Il n'est donc pas impossible qu'une activité boursière considérable n'absorbe qu'une quantité négligeable d'instruments de paiement, et il y a lieu de ne pas surestimer l'importance de ce circuit <sup>37)</sup>.

---

37) Nous ne parlons pas ici de l'influence des fluctuations des cours résultant d'opérations boursières.

c) *Moyens de paiement ne circulant pas*

aa) *La thésaurisation.*

Il s'agit ici de moyens de paiement n'intervenant dans aucun des circuits précités et n'ayant par conséquent pas d'influence sur le niveau général des prix. L'argent thésaurisé constitue un pouvoir d'achat latent, qui, d'un moment à l'autre, peut être mobilisé et affluer soit dans le canal de la consommation soit dans celui de la production. Aussi, les autorités monétaires cherchent-elles à en contrôler l'étendue afin d'empêcher qu'une brusque déthésaurisation ne déjoue leurs efforts.

d) *Considérations finales*

Pour compléter l'esquisse de la circulation monétaire il faut également s'occuper de la relation entre la monnaie circulant sous forme de billets et la monnaie scripturale. En prenant la masse monétaire dans son ensemble on ne peut arriver à une vue quelque peu générale, puisque les habitudes de paiement varient fortement d'un pays à l'autre (la relation est très différente dans les pays anglosaxons et en France p. ex.). Ce n'est qu'en prenant séparément les circuits et en tenant compte de la phase cyclique dans laquelle se trouve l'économie, que l'examen de la relation peut être utile.

Dans les circuits de la production — a) et bb) — les relations entre la monnaie tout court et la monnaie scripturale seront probablement différentes suivant le degré de prospérité de l'économie. L'augmentation plus que proportionnelle des bénéfices (dividendes) et des montants épargnés durant la phase ascendante aura pour effet de modifier la relation dans le sens d'une augmentation de la proportion de monnaie scripturale. En effet, plus le revenu s'accroît plus la proportion d'épargne généralement augmente. Comme, d'une part, l'épargne prend fréquemment la forme de monnaie scripturale, et que, d'autre part, ce sont généralement les achats importants qui s'effectuent au moyen du chèque, le canal de la monnaie scripturale subira un élargissement plus que proportionnel. Dans le circuit des revenus versés directement par l'Etat, c'est en premier lieu le service des intérêts qui se fait par virement. Comme durant la phase ascendante les sommes destinées au paiement des intérêts n'augmentent guère, tandis que les salaires, normalement payés en billets, vont à la hausse il existe en somme une tendance à la diminution de la proportion de monnaie scripturale.

En ce qui concerne les circuits sous b), la quote-part de monnaie scripturale est normalement très grande, et il n'y a pas lieu de prévoir de changement durant la phase ascendante ou descendante.

Cette esquisse de la circulation monétaire montre qu'il serait faux de voir dans la politique du marché ouvert un moyen d'inter-

vention simple à manier. Ni le terme «suivant les besoins de crédit de l'économie», si souvent employé, (même à l'aide d'indices tout à fait exacts du niveau général des prix), ni le maintien en circulation des instruments de paiement, comme le proposent p. ex. les adeptes de la monnaie franche, ne garantissent le succès. Il importe moins de savoir la quantité d'argent frais ou d'instruments monétaires retirés, que de se rendre compte des répercussions des interventions sur les circuits monétaires qui ne sont point toujours les mêmes.

Du fait que les cycles économiques ne se ressemblent pas nécessairement nous devons tirer une première conclusion:

la politique monétaire ayant pour but de niveler les fluctuations cycliques doit être extrêmement souple et élastique; il n'existe pas de plan de campagne généralement valable.

### C. *La lutte contre la dépression*

#### a) *La dépression*

Nous divisons les cycles économiques en quatre phases ou parties:

- 1) la phase ascendante (phase de prospérité ou expansion)
- 2) la phase descendante (phase de dépression ou contraction)
- 3) le renversement de la courbe ascendante, c'est-à-dire le passage de la prospérité à la dépression (la crise au sens technique)
- 4) le renversement de la courbe descendante, c'est-à-dire le passage de la dépression à la prospérité (la reprise)<sup>38)</sup>.

Le mouvement de contraction à progression continue, qui aggrave sans cesse la dépression, se manifeste par une diminution prolongée de la masse monétaire engagée dans les circuits de la production, c'est-à-dire que le nombre d'instruments de paiement passant par le canal de la production dans une unité de temps donnée diminue<sup>39)</sup>. Continuellement des instruments de paiement, après avoir fait le tour, ne rentrent plus dans les circuits de la production, de sorte que la demande nominale totale de marchandises ne cesse de diminuer. Les prix baissent, la production est découragée, des ouvriers sont congédiés, le chômage se fait sentir, le pessimisme règne de plus en plus.

<sup>38)</sup> Haberler G.: vol. cité, p. 301/2.

<sup>39)</sup> Cette diminution peut être due à un amoindrissement de la quantité d'instruments monétaires (M) ou à une diminution de leur vitesse de circulation (V). Il faut comprendre par V la vitesse de circulation des instruments monétaires se mouvant dans les circuits de la production et non la vitesse de circulation de toute la masse monétaire.

Sans vouloir prétendre que le resserrement de la circulation monétaire soit la cause de cette marche descendante on ne peut nier que la diminution de MV est un corollaire indispensable du processus de contraction une fois que le mouvement est déclenché.

Où disparaît donc cet argent? La question est d'importance, puisqu'avant de procéder au remplacement des instruments monétaires disparus en en créant de nouveaux et en les mettant à la disposition de l'économie (achats de titres p. ex.), l'institut d'émission doit être certain que l'argent frais ne suivra pas le même chemin pour disparaître à son tour. Les principales voies de fuite sont les suivantes:

aa) mesures déflationnistes de la banque centrale.

Il s'agit de la réduction pure et simple de la circulation monétaire par l'institut d'émission, qui certes contribue à accélérer ou même à provoquer un processus de contraction. Nous n'avons pas à nous occuper de ce mode de disparition puisque nous envisageons une politique expansive de l'institut d'émission.

bb) La thésaurisation.

Le public, au lieu de maintenir la quote-part du revenu destinée à rentrer dans les circuits de la production, préfère augmenter la part d'argent oisif en thésaurisant de l'or ou des billets. Quand l'or est thésaurisé, les billets versés en contrepartie rentrent à l'institut d'émission. A moins de demandes accrues de crédit de la part de l'industrie et du commerce, ce qui paraît improbable, cet argent reste en friche. Certes, la banque centrale dispose maintenant de billets qu'elle peut essayer de remettre en circulation en procédant à des achats sur le marché ouvert, mais elle pourrait le faire tout aussi bien en créant de la monnaie. L'avantage est purement psychologique: l'augmentation continuelle de l'émission fiduciaire peut ébranler la confiance du public.

L'effet déflationniste est semblable lorsque le public thésaurise des billets, c'est-à-dire quand, au lieu d'acheter des marchandises et d'alimenter les circuits de la production, il garde les billets chez lui. A côté de cette thésaurisation «simple» on distingue une seconde manière de thésauriser, c'est la transformation des dépôts bancaires en billets. Cette sorte de thésaurisation est plus grave, car la double fonction des dépôts bancaires se fait ici sentir: ils ne servent pas seulement à la constitution de fortunes mais en même temps sont la base de la monnaie scripturale. A la suite des retraits, les banques sont obligées de restreindre le volume de leurs crédits si elles veulent maintenir leur liquidité. Aussi, l'effet déflationniste va-t-il au-delà du montant des billets retirés. Généralement toutefois, la thésaurisation d'or et de billets n'est pas le seul chemin de fuite des instruments monétaires, ni le plus important. Une thésaurisation massive ne se produit que dans une phase dépressive excessivement

aiguë, lorsque la situation des banques devient critique, et que la confiance a fait place à un pessimisme général.

À côté de la thésaurisation par les particuliers il existe la thésaurisation de la part des entreprises industrielles et commerciales. À l'instar des particuliers, celles-ci cherchent à renforcer leur liquidité à mesure que le mouvement de contraction prend de l'élan.

Premièrement, en période de contraction les banques, comme aussi les entreprises industrielles, sont peu enclines à consentir des crédits. En outre, les entreprises ne sont pas sûres que leurs débiteurs s'acquittent ponctuellement; pour assurer le ravitaillement en matières premières et pour pouvoir payer leurs ouvriers elles sont obligées d'augmenter la part de l'encaisse.

Deuxièmement, vu la baisse des prix, qui fait prévoir des pertes, les entreprises ne procèdent plus à de nouveaux investissements et hésitent même à remplacer l'outillage périmé. Ainsi, des instruments monétaires ne sont plus seulement retirés du circuit de la reproduction des biens de consommation, mais encore de celui des biens d'investissements. Par le fait que les entreprises fabriquant des biens de consommation ralentissent le rythme des investissements et ne remplacent même plus les machines amorties, la demande de biens de production accuse une diminution très forte.

#### cc) resserrement du crédit par les banques commerciales.

Le resserrement du crédit par les banques commerciales, qu'il soit effectué de la propre initiative des banques ou qu'il ait lieu à la suite d'une pression extérieure, forme une part importante du retrait des signes monétaires des circuits de la production. À la fin du boom ou lorsque le mouvement de contraction est déjà déclenché<sup>40)</sup>, les directions des banques, pour des raisons de sécurité jugent prudent de réduire le volume du crédit ou en tout cas de ne plus l'augmenter. En résiliant des crédits elles enlèvent des signes monétaires surtout au circuit de la reproduction des biens de production. À mesure que l'activité économique va en diminuant, l'attitude des déposants oblige les banques à la liquidation d'une partie des crédits consentis. Le public, redoutant un affaiblissement de la situation des banques commence à perdre confiance et exige le remboursement des dépôts. Pour y faire face les banques se voient obligées de vendre une partie de leur portefeuille de titres, d'où chute des cours. Les taux des intérêts à long terme commencent à se relever, ce qui a pour conséquence de ralentir encore le rythme des investissements.

Il est inutile de poursuivre; ces quelques considérations montrent assez combien les banques peuvent contribuer au détournement

40) Le resserrement ne doit pas nécessairement être considéré comme la cause du renversement de la tendance, il peut en être la conséquence.

d'instrument monétaires des circuits de la production. A l'instar de la thésaurisation de la part des entreprises industrielles et commerciales le resserrement touche en premier lieu le circuit de la reproduction des biens d'investissement; car les avances consenties par les banques sont avant tout destinées à la production, les crédits servant directement à la consommation n'étant qu'une petite minorité.

dd) liquidation des dettes.

Nous avons vu que la liquidation d'une dette bancaire est généralement synonyme de destruction de monnaie scripturale. La liquidation des dettes non-bancaires peut avoir le même effet. La chose est claire lorsqu'il s'agit de créances circulant comme instruments monétaires: en remboursant une traite on diminue la circulation monétaire. Mais même si la dette ne circule pas l'effet déflationniste peut exister indirectement. Certaines créances constituent pour le créancier une sorte de réserve de liquidité. Lorsque, durant la phase de dépression elle est remboursée ou devenue moins négociable, elle ne peut plus remplir cette fonction. Le créancier alors a tendance à la remplacer par du numéraire, c'est-à-dire qu'il est incité à la thésaurisation.

ee) réalisations d'actifs.

A mesure que le processus de contraction avance, et que le sentiment d'insécurité commence à devenir général, les débiteurs sont pressés par les créanciers de s'acquitter. Or, souvent, à la suite de pertes consécutives à la mauvaise marche des affaires les débiteurs ne sont pas à même de prélever du revenu courant les fonds nécessaires au remboursement. Ils sont alors obligés d'aliéner des actifs, titres, mobilier, etc. Ces ventes forcées ont très nettement un effet déflationniste. D'abord, à moins que les créanciers ne compensent leurs créances en achetant eux-mêmes les actifs aliénés par leurs débiteurs, ces transactions absorbent une certaine quantité d'instruments de paiement qui, sans cela, auraient pu servir à la consommation ou à des investissements. Cette absorption d'instruments monétaires ne joue cependant qu'un rôle secondaire, l'effet déflationniste principal provient plutôt de la baisse des prix des actifs vendus et de l'attitude des créanciers. En effet, d'une part, les prix en baisse constituent un élément de découragement pour les producteurs, qui préfèrent renforcer leur liquidité plutôt que d'investir, tandis que, d'autre part, le public est incité à renvoyer ses achats dans l'espoir de baisses plus prononcées. De plus, lorsque les cours des titres s'effondrent les banques sont peu désireuses de consentir des crédits sur nantissement, elles peuvent même exiger des garanties supplémentaires pour ceux déjà consentis.

A ces tendances déflationnistes s'ajoute la thésaurisation accrue de la part des créanciers. Ceux-ci, rentrés dans leurs fonds, ce qui souvent n'a pas été sans difficultés, ne sont guère disposés à les remettre immédiatement en circulation. Eux aussi font preuve d'un esprit d'attente, c'est-à-dire qu'ils retirent des instruments monétaires en les thésaurisant.

*b) Fin de la dépression et reprise*

Le mouvement de contraction peut-il se poursuivre indéfiniment, c'est-à-dire la quantité d'instruments monétaires en circulation, MV, peut-elle continuer à diminuer sans cesse? Certes non: tôt ou tard les forces naturelles de redressement finissent par reprendre le dessus, freinant d'abord, et puis donnant l'impulsion au renversement de la tendance. La durée de l'ère de stagnation n'est cependant pas donnée, car elle dépend de beaucoup de facteurs dont l'action sera différente suivant la nature du cycle, la structure de l'économie, la mentalité, etc. Certains exemples ont montré qu'il peut s'écouler un laps de temps relativement long avant que les forces naturelles de redressement deviennent actives, et il serait regrettable de se croiser les bras et d'attendre. Le fait que l'économie devient plus sensible aux forces réactionnaires à mesure qu'avance le processus de contraction ne condamne pas tout interventionnisme. Au contraire, en sachant où se situent ordinairement les points névralgique de la contraction, on peut diriger utilement les moyens d'intervention et arriver au rendement maximum. Mais quelles sont ces forces naturelles de redressement?

A mesure que la contraction s'aggrave les trous par lesquels les instruments monétaires disparaissent de la circulation commencent à se fermer. En effet, la diminution de MV ne peut se poursuivre indéfiniment. Le retrait d'instruments monétaires se fait soit par la destruction de la monnaie (destruction de monnaie scripturale par retrait de dépôts bancaires, fuite dans les monnaies étrangères en exportant des capitaux) soit en thésaurisant.

La destruction des fonds dépend beaucoup de l'organisation bancaire et, dans une large mesure, de facteurs variables d'une dépression à l'autre tels que les méthodes adoptées pour arrêter une panique, les liens particuliers existant entre les banques et les industries les plus durement atteintes, etc. <sup>41)</sup>

Mais tôt ou tard, cette destruction prendra fin, et alors la diminution de MV, se poursuivant, ne pourra plus alimenter que la thésaurisation. La proportion du revenu et de la fortune que le public garde en argent liquide augmente au fur et à mesure, et il arrivera un moment où ses besoins de liquidité sont satisfaits. Il commencera alors soit à offrir une partie de cet argent sur le marché des capi-

41) Haberler G.: vol. cité, p. 440/1.

taux d'investissement soit à augmenter ses dépenses de consommation. Les deux manières peuvent avoir une action stimulatrice sur la production.

En augmentant les dépenses de consommation on augmente la demande nominale totale de marchandises, ce qui a un effet salubre sur les prix de ces biens en freinant et arrêtant la baisse. La demande accrue encourage les producteurs de biens de consommation à embaucher des ouvriers, à acheter des matières premières et à procéder à des investissements durables. Ainsi, le circuit de la reproduction de biens de production recommencera lui-aussi à être alimenté, les prix de ces biens tendront à la hausse et provoqueront une expansion des stades antérieurs de la production. La reprise des industries diminuera le chômage, les dépenses des ouvriers nouvellement embauchés viendront à accroître la demande de marchandises, les prix et les profits commenceront à monter: un mouvement d'expansion continue est déclenché. Ce mouvement sera encore favorisé par l'élasticité de l'offre des facteurs de la production et le retour progressif de la confiance. En effet, à mesure que la contraction s'accroît l'offre de la main-d'oeuvre notamment redevient plus élastique de sorte qu'il est possible de satisfaire une demande croissante à des salaires bas ou seulement légèrement supérieurs aux taux en vigueur. Il en est de même pour une partie des autres facteurs de la production restés inutilisés.

En outre, dans le stade avancé de la dépression, lorsque les particuliers jugent le degré de liquidité suffisant et qu'ils commencent à augmenter leurs dépenses, le pessimisme général fait lentement place à un optimisme naissant. A mesure que les heureux effets de la demande accrue de marchandises se font sentir, la confiance renaît sérieusement et incite à la mise en circulation des instruments de paiement.

Certes, il s'agit d'un exemple schématique, en réalité le renversement de la tendance ne se fait pas aussi simplement ni sans accroc. Il ne faut pas oublier que nous avons supposé une augmentation sensible des dépenses de consommation. Dans l'hypothèse d'un accroissement de l'offre sur les marchés de capitaux le résultat est plus douteux. La raison en est claire: dans le premier cas les instruments de paiement reentraient directement dans le circuit de la reproduction des biens de consommation, dans le second cas il n'y a qu'une accumulation sur les marchés financiers, tandis que la mise en circulation dépend de l'attitude des entrepreneurs.

Toutefois, une reprise partant d'un accroissement de l'offre sur les marchés de capitaux se conçoit parfaitement. Un grand nombre de théories voient même dans la reprise des investissements un facteur important du démarrage de l'économie et considèrent le taux de l'intérêt comme le régulateur du rythme des investissements (Nous ne parlons pas ici des variations de l'intérêt à court terme par

la manipulation du taux de l'escompte). En augmentant ou en diminuant la masse monétaire intérieure il devrait être possible d'amener le loyer de l'argent au niveau désiré. Comme les procédés de fabrication modernes exigent une proportion toujours croissante de capitaux fixes, le taux de l'intérêt à long terme constitue un facteur-frais non négligeable. En modifiant le taux de l'intérêt à long terme on espère donc avoir une influence sur les investissements, partant sur la production. Le raisonnement est le suivant :

Si l'on augmente le volume des capitaux d'investissements offerts sur les marchés, les taux de l'intérêt à long terme tendront à la baisse. Cette baisse doit entraîner une diminution des coûts de production, dont les frais d'intérêt forment une partie. Lorsque la marge entre le profit que l'entrepreneur espère tirer d'un développement de son appareil de production et le taux de l'intérêt qu'il doit payer sur le marché est suffisamment grande pour couvrir le risque de l'opération, l'entrepreneur procédera des investissements (Nous supposons qu'il existe toujours dans l'économie des besoins latents d'investissements). Il passera des commandes supplémentaires de matières premières et d'outillage, embauchera des ouvriers, en un mot, il développera sa production.

Ainsi, de nouveaux signes monétaires entreront dans le circuit de la production des biens d'investissements. Alors ce circuit s'élargit, les industries productrices des biens d'investissement augmentent leur production, passent de nouvelles commandes et ainsi de suite.

D'autre part, les profits des entrepreneurs et le total des salaires augmentent, de sorte que des sommes plus importantes sont disponibles pour la consommation et l'investissement. L'élargissement du circuit de la reproduction des biens de consommation fait monter les prix tandis que l'augmentation du montant des capitaux disponibles pour des investissements imprime aux taux de l'intérêt un nouveau mouvement de baisse. La marge entre le taux de l'intérêt et les profits supputés s'agrandit encore de manière à ce que de nouveaux modes de production deviennent rentables. Ainsi, l'expansion, faible d'abord, prend toujours plus d'élan. En langage technique ce processus peut être exprimé comme suit : « Si l'on dit que l'expansion initiale provient de l'écart entre le taux d'intérêt naturel ou point d'équilibre du taux de l'intérêt, d'une part, et le loyer de l'argent ou taux de l'intérêt du marché, d'autre part, on doit attribuer la progression continue de l'expansion au fait que la hausse des prix et des bénéfices provoquée par l'écart initial entraîne un relèvement du point d'équilibre du taux de l'intérêt accentuant cet écart, ce qui intensifie la hausse des prix et des bénéfices » <sup>42)</sup>.

42) Haberler G.: vol. cité, p. 325.

c) *Le rôle de la politique du marché ouvert*

«L'augmentation du montant des instruments monétaires en circulation, c'est-à-dire l'accroissement de la valeur de la production et de la demande nominale totale de marchandises par unité de temps est un trait constant et, l'on peut dire, une condition indispensable de toute expansion rapide de la production après une période de dépression»<sup>43</sup>). Or, les opérations sur le marché ouvert n'augmentent en général pas les dépenses de consommation; l'argent frais émis en contre-partie des titres achetés par l'institut d'émission afflue sur les marchés de capitaux. Pour que l'apport de signes monétaires nouveaux arrive à stimuler la production il faut donc que le deuxième processus (voir page précédente), celui qui influe sur le rythme des investissements privés par l'intermédiaire du taux de l'intérêt, entre en fonction.

En outre, les achats de titres par la banque d'émission correspondent dans notre schéma de la circulation monétaire à un circuit neutre étranger à la production (circuit de l'échange), puisqu'il ne s'agit en somme que d'un échange de montants épargnés antérieurement par le marché contre de l'argent liquide. Il importe donc avant tout de faire entrer les signes monétaires nouveaux dans les circuits de la production et de les y maintenir.

aa) *L'offre de capitaux d'investissements.*

aaa) *Les sources de l'offre:*

On distingue en général trois sources de l'offre de capitaux d'investissement:

1) *la déthésaurisation*: Il est clair que la déthésaurisation, la remise en circulation d'argent oisif peut alimenter n'importe lequel des circuits monétaires, donc aussi celui de la reproduction des biens d'investissement. Toutefois, une déthésaurisation d'une certaine envergure n'est pas probable en période de dépression; de plus, elle n'est guère influençable par des opérations sur le marché ouvert. Il s'agit, comme nous l'avons vu, d'un facteur naturel de redressement, qui peut bien en l'occurrence seconder les efforts de l'autorité monétaire mais sur lequel il ne faut pas compter.

2) *l'épargne*: Par épargne nous entendons la part du revenu qui n'est pas dépensée mais mise à la disposition d'emprunteurs éventuels. Un accroissement de l'épargne est donc identique à une augmentation de l'offre de capitaux d'investissement. Or, influencer le volume d'épargne est chose extrêmement difficile, car il est en fonction de la confiance et de l'accroissement des revenus et ne réagit que faiblement sur les variations du taux de l'intérêt, du moins à brève échéance. D'ailleurs, en admettant qu'il réagisse en diminuant

<sup>43</sup>) *ibid.* p. 327.

lorsque les taux baissent, il faudrait hausser les taux, ce qui découragerait les investissements.

En outre, l'épargne présente un double aspect: d'un côté elle accroît l'offre de capitaux d'investissement, mais de l'autre elle réduit les dépenses de consommation. Pour que l'effet déflationniste soit compensé, il faudrait que toute l'épargne soit immédiatement investie, ce qui en réalité ne paraît guère probable. M. Keynes est même d'avis que l'épargne n'exerce pas de répercussions immédiates sur le volume des investissements, et que son effet ultérieur, résultant de la déflation qu'elle provoque, est d'affaiblir le désir d'investir des capitaux <sup>44)</sup>.

Même si l'on ne va pas si loin, l'accroissement de l'épargne ne semble pas désirable au début de la reprise: les entreprises ne procèdent à des investissements nouveaux que si elles escomptent une augmentation future de la demande de biens qu'elles produisent. Or la réduction des dépenses de biens de consommation consécutive à l'accroissement de l'épargne n'y est guère favorable.

3) *l'apport d'argent frais*: S'il est possible d'accroître la masse monétaire en opérant sur le marché ouvert, les signes monétaires nouveaux n'augmentent pas nécessairement l'offre effective de capitaux d'investissement. Comme nous l'avons vu, il existe de nombreux possibilités de fuite hors de la circulation, en particulier la thésaurisation. Il importe donc de savoir si les capitaux monétaires nouvellement créés continuent à disparaître eux-aussi de la circulation ou s'ils grossissent l'offre effective de capitaux d'investissement. Le chemin que prennent les moyens de paiement dépend essentiellement de deux conditions: l'état de liquidité de l'économie et la confiance.

*L'état de liquidité*: Durant un cycle économique le degré de liquidité n'est pas constant. Le renversement de la tendance débute généralement par une crise financière. La recherche de la liquidité augmente, il est possible que des ruées sur les instituts bancaires obligent ceux-ci à procéder à des résiliations massives de crédit. Ces résiliations aggravent la crise et peuvent donner lieu à des paniques se propageant à travers toute l'économie.

Dans une telle situation, c'est-à-dire en pleine liquidation de la crise, de très importants apports d'argent frais des achats de titres pour des milliards suffisent à peine à maintenir la solvabilité de l'appareil de crédit. L'expérience des Etats-Unis en donne un bon exemple:

Pour enrayer les conséquences fatales de l'effondrement du «boom» les Banques de Réserve fédérale procédèrent assez tôt à d'importants achats de titres; trois vagues d'achats se succédèrent dans l'espace de quatre ans. La première, effectuée en 1929, qui de-

<sup>44)</sup> Keynes J. M.: d'après Haberler, p. 336.

vait éviter une panique générale, n'eut pour effet qu'un ralentissement de la liquidation. Les faillites continuèrent de sorte que l'Etat dut venir à l'aide. En 1932 de nouveaux achats finançaient les mesures de soutien (reconstruction finance corporation).

Ces deux opérations de grande envergure n'eurent pas pour effet d'augmenter l'offre de capitaux d'investissement, ce qui d'ailleurs n'était l'intention des autorités monétaires. L'argent frais devait remplacer la monnaie scripturale détruite et les fonds thésaurisés et devait permettre aux banques d'équilibrer leur situation. Malgré la forte augmentation de la masse monétaire le moratoire bancaire ne put être évité (mars 1933) et une partie seulement des banques furent autorisée à rouvrir leurs guichets.

La troisième injection, en 1933, destinée cette fois à augmenter le volume des investissements privés, n'eut pas beaucoup de succès. L'économie souffrant toujours des effets de la dépression n'avait pas besoin de crédits, et les banques, averties par la débâcle, se retenaient; elles se servaient de l'argent frais pour créer des réserves supplémentaires. Et bien que l'afflux de signes monétaires continuât, une partie minime seulement des réserves grossies outre-mesure fut utilisée pour des prêts et avances à l'industrie et au commerce, le reste servant au rachat de titres. Ainsi, des achats de titres des Banques de Réserve fédérale d'un montant de 1700 millions de dollars n'amenèrent qu'une augmentation très faible de l'offre effective de capitaux d'investissement.

A mesure que la contraction se poursuit les chances de réussite de la politique sur le marché ouvert deviennent plus grandes. Les besoins de liquidité commencent à être satisfaits, la thésaurisation ralentit, et le public commence à remettre de l'argent en circulation. Ainsi, quand la liquidation est presque terminée, des achats de peu d'importance suffisent à rendre liquide l'économie, à accroître l'offre effective de capitaux d'investissement et à faire baisser le taux de l'intérêt.

*La confiance:* Le facteur confiance joue un rôle extrêmement important. Un prêteur n'est pas disposé à offrir ses capitaux que si la prime de risque est relativement petite, que s'il est à peu près certain du service des intérêts et du remboursement du capital plus tard.

Nous avons vu que la confiance tend à reprendre à mesure que la dépression approche de sa fin. Mais, question importante, les opérations sur le marché ouvert ont-elles une influence sur la tendance générale au pessimisme ou à l'optimisme? Et si c'est le cas, dans quelle direction cette influence agit-elle?

D'une manière générale on peut admettre que les opérations sur le marché ouvert (achats) ont un effet plutôt favorable sur le facteur confiance. L'intention que montre le gouvernement en achetant des

titres sur le marché de lutter contre la dépression, l'adoucissement des effets néfastes de la contraction consécutif à l'apport d'argent frais ont tendance à raffermir la confiance. Il faut évidemment que la position du gouvernement soit forte, aussi en politique, et que ses interventions trouvent en général l'assentiment du grand public. J. Fisher souligne l'importance du facteur confiance lors de la reprise en Suède: . . . par la proclamation d'un programme ferme de stabilisation de la valeur intérieure de la couronne, la confiance renait. C'est pourquoi la politique de l'argent à bon marché a eu du succès <sup>45)</sup>.

Toutefois, la confiance qu'inspire l'attitude du gouvernement n'est pas sans danger: si le succès attendu ne se réalise pas ou si les interventions ne se développent pas de la manière que faisait supposer l'opération initiale, la déception qui en résulte peut être fatale. Ainsi, en Allemagne en 1934, le seul fait que les achats importants qu'on avait prévus ne s'effectuaient pas eut pour conséquence la stagnation sur les marchés malgré une minimité d'achats. Lors de petites ventes la pression sur les cours était énorme <sup>46)</sup>.

En définitive, des opérations d'achats sur le marché ouvert sont-elles capables d'augmenter sensiblement l'offre effective de capitaux d'investissement? Dans les conditions les plus défavorables, c'est-à-dire en pleine liquidation de la crise, certainement pas: l'argent injecté n'a alors qu'un effet modérateur et sauve tout juste de la faillite un certain nombre d'instituts. Mais si la banque d'émission poursuit énergiquement sa politique d'expansion, des répercussion devront se faire sentir tôt ou tard sur l'offre des capitaux d'investissement.

Il faut bien se représenter que la plus grande partie des instruments monétaires nouvellement créés prennent le chemin des banques, et qu'une faible partie seulement aboutit aux entreprises industrielles, commerciales et aux particuliers (au début du moins). D'abord les banques doivent utiliser le total des moyens supplémentaires pour faire face aux retraits de dépôts; ensuite elles s'en servent pour constituer des réserves, et plus tard elles procèdent à des rachats de titres (exemple des Etats-Unis). Ces rachats de titres sont la preuve certaine que l'offre effective de capitaux a augmenté. Seulement, il ne s'agit pas de l'offre de capitaux d'investissement privé, puisque la plupart des titres achetés sont des fonds publics. Les moyens de paiement n'entrent donc pas dans le circuit de la reproduction des biens d'investissement mais continuent à circuler dans celui des échanges. Cependant, si la banque d'émission continue ses achats, la situation risque de changer. Les débiteurs profiteront de la hausse des cours et vendront les titres en leur possession pour pouvoir rembourser leurs dettes bancaires

<sup>45)</sup> Fisher J.: Feste Währung, p. 269/70.

<sup>46)</sup> Sarow F.: Vol. cité, p. 77.

p. ex. Si les banques continuent toujours à acheter, les cours accuseront une forte tendance à la hausse, et il arrivera le moment où les banques ne voudront plus acheter de peur que les cours, qui leur semblent excessifs et artificiels, ne s'effondrent. Elles se voient alors dans l'obligation de trouver d'autres débiteurs. . . . «si le stimulant de l'argent abondant et à bon marché n'agit pas sur les emprunteurs éventuels, il faut que l'accroissement des disponibilités incite sans cesse les banques à trouver de nouvelles occasions de prêter» 47).

D'une manière générale on peut donc admettre que les opérations d'achats sur le marché ouvert sont parfaitement capables d'augmenter le volume des capitaux d'investissement disponibles. Des interventions fermes auront une influence heureuse sur la confiance générale, de sorte que les nombreux canaux qui amènent les moyens de paiement hors des circuits de la production se rapetissent peu à peu. A un certain moment les banques seront obligées, pour des raisons de rendement, de s'adresser aux emprunteurs privés, ce qui accroît l'offre effective de capitaux d'investissements privés.

bbb) Influence de l'offre de capitaux sur le taux de l'intérêt.

Les achats sur le marché ouvert agissent sur le taux de l'intérêt, d'une part, par l'augmentation de la masse monétaire et d'autre part, par le mouvement à la hausse des cours des fonds publics. Or, l'augmentation de la masse monétaire n'a d'effet sur le taux de l'intérêt que si elle se traduit par une augmentation de l'offre de capitaux, puisque les fonds en friche restent sans influence sur les loyers de l'argent. Le degré d'influence sur les taux dépend donc des mêmes facteurs que l'offre de capitaux d'investissements privés; il dépend en premier lieu de l'importance de la recherche de liquidité. L'action sur les taux par l'intermédiaire des cours des titres n'est pas très différente en somme; il s'agit également d'une offre accrue de capitaux d'investissement. Mais si dans le premier cas nous sommes en présence de capitaux en quête d'emprunteurs privés, dans le second il s'agit principalement d'achats de fonds d'Etat. Nous distinguons donc deux types différents de taux de l'intérêt 48), un pour les investissements privés et un pour les investissements publics. En effet, le taux auquel les banques sont disposées à prêter n'est généralement pas le même pour les avances à l'industrie et au commerce que pour les capitaux mis à disposition de l'Etat; car la prime de risque pour les investissements privés est sensiblement supérieure, surtout en période de dépression.

En tenant compte du fait que l'initiative émane de l'institut d'émission, qui opère avec des fonds d'Etat, il est normal que le taux

47) Hawtrey: Trade Depression and the Way Out, p. 136 d'après Kriz, p. 238.

48) Pour simplifier nous avons supposé jusqu'à présent l'existence d'un taux unique de l'intérêt à long terme, alors qu'en réalité il existe toute une gamme de taux.

relatif aux investissements publics s'en ressentent d'abord. Toutefois, l'action n'est pas immédiate, elle dépend également de l'état de liquidité de l'économie. En effet, lors d'une crise de liquidité, les banques acculées cherchent à se défaire de tous leurs actifs afin de pouvoir satisfaire les dépositaires. L'offre accrue de fonds liquides de l'institut d'émission trouvera en face d'elle, tout au moins au début, une offre accrue de fonds d'Etat de la part des banques de sorte que les transactions se feront sans influencer sensiblement les cours. Ce n'est qu'après, lorsque les banques auront atteint le degré de liquidité désiré et qu'elles commenceront à suivre la politique de l'institut d'émission en achetant elles-mêmes des titres, que les cours tendront fortement à la hausse.

Toute la théorie ayant pour but le renversement de la tendance cyclique est basée sur la baisse du taux de l'intérêt, qui devra provoquer une augmentation du volume des investissements privés. Ce but n'est pas atteint en haussant simplement les cours des fonds publics. Ce qui importe c'est de baisser le coût des avances à l'industrie et au commerce pour inciter l'entrepreneur à procéder à des investissements nouveaux. Une fois que le taux de l'intérêt des fonds publics a atteint un niveau très bas, l'institut d'émission, en poursuivant sa politique d'expansion, doit obliger les banques à augmenter également l'offre de capitaux d'investissements privés et à baisser le coût des avances et prêts à l'industrie et au commerce.

Nous venons de voir la différence entre la politique de l'argent à bon marché en tant qu'instrument de la politique financière seulement, et les mesures d'expansion monétaire faisant partie de la politique de conjoncture. Dans le premier cas le but est atteint lorsque les cours des fonds publics sont suffisamment hauts pour permettre des conversions; dès lors les interventions se bornent à éviter des perturbations sur le marché des obligations d'Etat. Si l'on réussit à maintenir bas de niveau du taux des fonds d'Etat, peu à peu, avec le rétablissement de la confiance, les taux des autres catégories de valeurs suivront certainement le mouvement de baisse. Dans le cas de l'intervention au sein de la politique de conjoncture le but principal est la baisse des taux d'intérêt des autres catégories de crédits; la hausse des cours des fonds d'Etat ne constitue que la première étape. Les opérations d'achats de l'institut d'émission devront donc normalement avoir une plus grande envergure.

#### cc) La demande de capitaux d'investissements.

Tout le système d'interventions ayant pour but de faire démarrer l'économie repose sur l'hypothèse d'une accélération du rythme des investissements privés. Il s'agit donc de savoir si l'augmentation de l'offre de capitaux d'investissement, influençable par des opérations sur le marché ouvert, entraîne une augmentation de la demande. En effet, ce n'est que par l'utilisation dans la production des crédits mis

à disposition qu'on peut espérer un regain de l'activité économique et provoquer par là un renversement de la tendance.

La demande de capitaux d'investissements privés est sujette à des variations fréquentes, et il est impossible de la déterminer d'avance exactement. Nous pouvons supposer cependant que la courbe suit généralement une direction descendante de gauche à droite, c'est-à-dire que les entrepreneurs sont plus disposés à emprunter lorsque le taux de l'intérêt est bas. Au cours de l'évolution dans la conjoncture la courbe se modifie, soit en se déplaçant à gauche ou à droite, soit en passant par différents stades d'élasticité entre les différents montants, ce qui la fait changer de forme. Cependant, ni l'élasticité parfaite — la courbe suivrait alors un tracé horizontal — ni le manque absolu d'élasticité — la courbe serait verticale — ne peuvent généralement se maintenir <sup>49)</sup>.

La demande de capitaux d'investissements existant à un moment donné dépend en premier lieu de l'écart entre les taux de l'intérêt du marché et le taux de l'intérêt naturel ou point d'équilibre des taux d'intérêt. Par taux de l'intérêt naturel nous entendons le profit que l'entrepreneur escompte tirer d'un investissement. Il comprend également les facteurs psychologiques, c'est-à-dire l'évaluation du risque et les perspectives économiques générales. Nous obtenons ainsi un taux subjectif qui varie d'un entrepreneur à l'autre. L'avantage de ce procédé, c'est de permettre l'explication de certaines variations de la demande indépendantes de l'offre et du taux de l'intérêt du marché.

Nous avons ainsi deux facteurs distincts agissant sur la demande de capitaux d'investissements: d'une part, les taux de l'intérêt du marché et, d'autre part, les taux de l'intérêt naturel.

#### aaa) Les facteurs influençant les taux de l'intérêt naturel.

Les taux de l'intérêt naturel dépendent essentiellement de deux facteurs: les facteurs d'ordre technique et les facteurs psychologiques.

1) *les facteurs d'ordre technique*: L'ère capitaliste est caractérisée par la proportion très grande de machines utilisées dans la fabrication des biens. L'entrepreneur choisit entre le caractère plus ou moins médiat du procédé de fabrication. Ce choix dépend en premier lieu du rendement. Jugeant les perspectives économiques favorables, il achètera une nouvelle machine si elle lui permet de baisser le prix de revient du produit qu'il fabrique. En d'autres termes, la hausse du taux de l'intérêt naturel agrandit l'écart entre lui et les taux du marché et incite l'entrepreneur à investir.

Ainsi, des inventions nouvelles, des modes de rationalisation nouveaux, etc. font hausser le point d'équilibre du taux de l'intérêt

<sup>49)</sup> Une élasticité ou une rigidité extrêmes peuvent se concevoir entre certains montants mais sont improbables pour toute la courbe.

et ont un effet stimulant sur la demande de capitaux d'investissement. L'effet stimulateur est d'autant plus vif que l'adoption d'un nouveau procédé de fabrication par un entrepreneur oblige souvent tous ceux de la même branche à suivre. A côté des inventions nouvelles, la destruction d'outillages par l'usure ou la force majeure a également une influence favorable sur la demande de capitaux d'investissement.

Les opérations d'achats sur le marché ouvert, ou plus exactement l'augmentation de l'offre de capitaux ont-elles une influence sur les facteurs d'ordre technique? Certainement pas; il s'agit d'une inconnue échappant à l'action de la politique monétaire. Tout au plus peut-on admettre qu'un période de crise et de dépression les entrepreneurs acculés cherchent fiévreusement du nouveau. Il peut en résulter des inventions qui contribuent à faire hausser le taux de l'intérêt naturel<sup>50)</sup>. En outre, l'Etat peut stimuler quelque peu le progrès technique en finançant les écoles techniques et les laboratoires. Toutefois nous doutons qu'on arrive ainsi à donner une impulsion décisive aux investissements. Souvent le niveau trop bas du point d'équilibre du taux de l'intérêt est dû moins au manque de possibilités techniques qu'à l'absence de confiance.

2) *les facteurs psychologiques*: La demande de capitaux d'investissements privés est parfois assez rigide, de sorte qu'une modification de l'offre, c'est-à-dire une baisse des taux du marché n'influence en rien le volume des investissements. Cette rigidité de la demande — la courbe a alors un tracé vertical — est due presque essentiellement à des facteurs psychologiques. Le taux de l'intérêt naturel suit le mouvement de baisse des taux du marché, le devance et peut même devenir négatif. C'est ce que Hartley Withers<sup>51)</sup> vise en disant que les entrepreneurs, prévoyant des pertes dans les affaires nouvelles, se gardent de s'y lancer même si on mettait gratuitement à leur disposition les crédits nécessaires. La méfiance fait baisser le point d'équilibre du taux de l'intérêt et empêche la création d'un écart alors qu'objectivement, c'est-à-dire dans l'hypothèse d'une demande de biens finis suffisante un tel écart existe. Les prévisions jouent un rôle prépondérant . . . «ce n'est pas la demande effective mais plutôt la demande future que l'on prévoit pour un produit donné qui provoque la demande d'outillage»<sup>52)</sup>.

En réalité toutefois, un manque absolu de confiance, qui se traduit par une rigidité extrême de la demande de capitaux privés, n'est ordinairement pas la règle, même lorsque la dépression est très

50) Nous sommes alors en présence d'une force naturelle de redressement. Il est d'ailleurs un fait qu'en période de guerre, où tous les efforts de la science tendent au perfectionnement des armes, le rythme des inventions s'accélère.

51) Hartley Withers: *Bankers and Credit*, cité par Charles Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 144.

52) Haberler, vol. cit. p. 388.

accentuée. Il existe toujours une demande latente qui pourrait être satisfaits si les coûts du crédit étaient moins élevés. Même en crise aiguë la défiance des entrepreneurs pour demander des avances aux banques n'est ni générale ni absolue. On trouve toujours des entrepreneurs qui veulent emprunter, car le pessimisme n'est en général par répandu simultanément dans toute l'économie. Il s'agit plutôt d'un accès de pessimisme atteignant un certain nombre de branches de la production et paralysant par contagion la tendance à la reprise des affaires dans d'autres industries. . . . «le problème ne consiste pas à provoquer une réaction dans un système économique entièrement réfractaire aux affaires, mais à renforcer une tendance à la reprise qui existe toujours dans un secteur du système<sup>53)</sup>.

Nous pensons surtout aux crédits à long terme, notamment à ceux utilisés dans l'industrie du bâtiment. La demande de maisons d'habitation est particulièrement influencée par le taux de l'intérêt des prêts à long terme et elle a tendance à augmenter durant la dépression, lorsque les taux tendent à la baisse.

En affirmant qu'il existe toujours un certain nombre d'entrepreneurs qui sont incités à investir lorsqu'on réussit à baisser le taux de l'intérêt à long terme, le problème de la reprise générale n'est pas résolu. Pour faire réellement démarer l'économie il faut que l'accroissement de la demande soit tel, que les bénéficiaires du courant accru de signes monétaires interprètent le regain de l'activité comme le début d'une reprise générale, comme une amélioration durable.

Nous avons vu que c'est en premier lieu la demande future prévue pour un produit donné, qui provoque la demande d'outillage. Or, les variations de la demande de produits finis sont fréquentes en tout temps, et chaque modification ne provoque pas un changement dans l'évaluation des perspectives économiques générales. L'augmentation du chiffre d'affaires dans certaines branches de l'industrie ne constitue alors qu'une reprise éphémère. Les autres industries ne réagissent pas en procédant à des investissements nouveaux, les moyens de paiement introduits dans les circuits de la production disparaîtront peu à peu, et l'économie retombera dans la léthargie.

Les facteurs psychologiques jouent donc un rôle extrêmement important, puisque suivant le degré de pessimisme l'impulsion initiale suffira ou ne suffira pas à provoquer le renversement de la tendance. La moyenne des taux de l'intérêt naturel doit atteindre un certain niveau, de sorte qu'au premier signe d'amélioration un nombre relativement important d'écarts entre les points d'équilibre du taux de l'intérêt et les taux du marché soient créés, ce qui seul peut donner à la reprise une ampleur suffisante. Cela ne veut pas

53) Hawtrey R. G.: vol. cit. p. 135, d'après Kriz, p. 237.

dire que la politique d'expansion monétaire prétende à une reprise immédiate de toutes les branches de la production, elle ne pourra être en général que graduelle. Ce qui importe c'est que les conditions psychologiques soient telles que l'impulsion, même si elle provient d'un nombre restreint d'industries, trouve un écho dans l'économie et stimule par contagion une grande partie des forces productives d'un pays.

Nous avons vu que le fait même que le gouvernement s'apprête à lutter contre la dépression peut avoir un effet heureux sur la confiance. Toutefois, la question monétaire n'est qu'un élément parmi beaucoup d'autres. La situation politique, l'état des finances publiques, les influences venant de l'extérieur, et surtout la position du pays dans le commerce international, sont autant d'éléments dont les entrepreneurs tiennent compte dans leurs prévisions.

dd) Les reproches faits à la politique du marché ouvert.

La banque d'émission, en procédant à une expansion monétaire ne peut ni garantir l'utilisation des crédits supplémentaires ni diriger le courant des instruments de paiement nouveaux vers les endroits exposés de la production. Voilà un argument que les adversaires d'une politique conjoncturelle de la banque centrale font souvent valoir. «Das Reservesystem treibt die Kreditgewährung der Menge nach, nicht der Art nach»<sup>54)</sup>.

La vérité d'une telle affirmation ne peut être contestée, mais il ne faut pas en surestimer la portée comme ce fut le cas fréquemment. Trop souvent on oublie que les opérations sur le marché ouvert ne prétendent pas à une reprise symétrique et équilibrée; il ne s'agit que de donner l'impulsion et de déclencher un mouvement à la hausse.

D'ailleurs, comment changer un tel état de chose sans attenter au libre épanouissement de l'initiative privée qui est l'essence même du régime capitaliste? «Contrôle des investissements», voilà un terme qui en théorie sonne très bien, mais qui en pratique est lourd de conséquences. Ce contrôle ne pourrait se faire qu'en imposant aux «entrepreneurs», en matière d'investissements nouveaux, la volonté de l'Etat. Outre que l'Etat, à notre avis, n'est pas à même de garantir l'utilisation optimum des crédits, une telle immixtion conduirait fatalement à une sorte de socialisme d'Etat. Or, les expériences faites lors de la nationalisation des industries-clés dans les pays qui nous environnent ne contribuent pas à rendre désirable une telle évolution.

D'ailleurs, un certain contrôle des investissements s'est toujours fait par le moyen des banques, qui ont tout intérêt à ne pas voir leurs prêts «gelés».

<sup>54)</sup> Sarow: vol. cité, p. 22.

Si l'on admet que l'argent frais affluant sur le marché peut être employé à l'encontre de l'intérêt général de l'économie il faut distinguer deux modes d'utilisation<sup>55)</sup>: les investissements non-rentables et l'alimentation de la spéculation.

aaa) Les investissements non-rentables.

«Intérêt général» comme «rentabilité» sont des termes assez vagues, qui ont donné lieu à de fréquentes controverses. Par «investissement rentable», allant par conséquent de pair avec l'intérêt général, nous entendons ici des investissements qui ont pour effet d'abaisser les coûts de production d'un bien, de sorte que la marge entre le prix de revient de le prix de vente permet au moins la création de réserves d'amortissement<sup>56)</sup>. L'allongement des procédés de fabrication dont la condition de réussite réside dans l'utilisation complète des moyens de production nouvellement acquis exige en général une augmentation de la demande de produits finis. Or, il se peut que les prévisions sur l'accroissement de la demande ne se réalisent pas ou seulement à des prix inférieurs. C'est ce que Strakosch vise en affirmant qu'une offre trop grande d'une seule marchandise se traduira par une baisse des prix de cette marchandise qui ne saurait être évité par l'augmentation de la masse monétaire. Il en déduit que seule l'augmentation symétrique de la production relève le niveau de vie<sup>57)</sup>.

Sans doute, une telle situation peut se présenter, mais du point de vue de la conjoncture ces investissements non-rentables ne constituent pas nécessairement une perte. Il ne faut pas oublier que l'investissement non-rentable, en élargissant le courant des signes monétaires dans les circuits de la production, peut donner lieu à une augmentation de la production dans d'autres industries. Une partie de l'argent frais reste en circulation, les revenus et, avec eux, les dépenses de consommation s'accroissent, le rythme des investissements s'accélère, et un processus d'expansion continue peut en résulter<sup>58)</sup>. . . . «On doit évidemment admettre que les banques ne doivent pas consentir de prêts aux débiteurs insolubles ni les consentir davantage pour des fins indésirables. Si malgré tout elle le font, elles créeront des dépôts bancaires qui seront utilisés dans la production (car les entrepreneurs n'empruntent pas pour garder l'argent oisif): ils augmenteront ainsi les revenus des consommateurs

55) Nous ne parlons que des crédits utilisés et non des moyens de paiement théoriques.

56) Toujours dans l'hypothèse que les prévisions sur l'évolution de la demande future se réalisent.

57) Strakosch H.: documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or du comité financier, Genève 1930, p. 21/22.

58) Il est peu probable que tous les investissements nouveaux soient des investissements non-rentables.

et accroîtront la demande de marchandises aussi bien que si le crédit avait été consenti avec une prudence exemplaire»<sup>59)</sup>.

Certes, on ne doit pas négliger les difficultés dans lesquelles peuvent se trouver certaines industries dont les prévisions concernant l'évolution de la demande ne se sont pas réalisées. Ces difficultés peuvent se traduire par un ralentissement, voire un arrêt ou une nouvelle orientation de la production qui, en période de dépression aiguë, aggraverait la situation économique générale. Cependant, la confiance naissante des entrepreneurs ne fait pas subitement place au pessimisme. Les effets fâcheux des investissements non-rentables ne se font généralement pas sentir aussitôt, et dans l'entretemps le renversement de la tendance peut être chose faite. A mesure que le processus d'expansion prend de l'élan l'économie devient moins vulnérable, et les faillites ainsi que le ralentissement de la production dans certaines industries n'arrivent plus qu'à freiner la phase ascendante sans pouvoir l'arrêter.

Nous arrivons donc à la conclusion paradoxale que des investissements non-rentables qui, pris séparément sont certainement nuisibles, peuvent être salutaires pour l'ensemble de l'économie. Il faut évidemment que les conditions générales ne soient pas trop défavorables, et que la proportion des investissements non-rentables ne soit pas trop grande<sup>60)</sup>.

#### bbb) L'alimentation de la spéculation.

Depuis le fameux «krach» de 1929 aux Etats-Unis la spéculation boursière a été la bête noire dans l'esprit du grand public. Aussi, l'objection qu'une expansion monétaire ne peut raviver la production mais qu'elle sert plutôt à alimenter la spéculation boursière, qu'elle est par conséquent néfaste pour l'économie, a-t-elle gagné du terrain. Cette opinion s'est répandue surtout à la suite de l'échec des tentatives américaines de 1928/29 pour restreindre la spéculation boursière tout en voulant préserver l'industrie et le commerce.

En effet, pour freiner la spéculation jugée excessive, les Banques de Réserve fédérale vendirent des titres pour \$ 400 millions en amenant le taux de l'escompte de 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> à 5 %/o. Cette mesure restrictive réussit à arrêter l'accroissement de la spéculation. Mais lorsque d'août en décembre 1928, on procéda à de nouveaux achats pour faciliter le financement saisonnier la spéculation reprit, de sorte qu'en janvier 1929 le Système changes de nouveau de tactique en

59) Hawtrey R. G.: *The Art of Central Banking*, p. 290 et Keynes J. M.: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 327, d'après Kriz, p. 239/40.

60) Il est clair qu'un développement symétrique de la production est en définitive le but de toute politique économique. Les déséquilibres dans l'appareil de production sont, comme nous le verrons plus tard, une cause importante de la vulnérabilité de l'économie en période de prospérité, et il est sans doute désirable que la proportion des investissements non-rentables soit aussi petite que possible.

vendant des titres. On essaya alors, par voie de persuasion, de décider les banques à restreindre les crédits spéculatifs tout en facilitant le financement de l'industrie et du commerce. En août 1929, seule la Banque de réserve de New York hausse le taux de l'escompte à 6 % (effets de commerce 5 1/8me %) en achetant en même temps des effets de commerce (261 millions). Mais cette mesure arriva trop tard : l'industrie et le commerce avaient déjà dû recourir aux taux élevés ; et presque tout l'argent frais destiné à leur venir en aide servit à raviver la spéculation.

Après cet échec il n'est pas surprenant que des économistes américains notamment aient cherché le moyen de restreindre la spéculation sans atteindre l'industrie et le commerce. Nous donnons ci-après trois de leurs propositions qui ne manquent pas d'un certain intérêt :

1) Le Dr. Sprague <sup>61)</sup> préconise le refus du crédit de réescompte aux banques ayant consenti un grand nombre de crédits à très courte échéance.

2) Chez Hamlin <sup>62)</sup>, même refus. En outre, le Fédéral-Reserve-System devrait avoir le droit d'augmenter individuellement les réserves obligatoires des banques suivant la proportion de crédits spéculatifs.

3) Le prof. Commons <sup>63)</sup> suggère des taux plus élevés pour les crédits couverts par titres que pour ceux garantis par des effets de commerce. En plus, les Banques de Réserve devraient refuser des réescomptes en dessous de sept jours.

De telles mesures nécessitent un contrôle très serré des banques commerciales par la banque d'émission. Les auteurs admettent tacitement que des crédits à très courte échéance sont pour la plupart des crédits spéculatifs. Certes, les crédits boursiers sont généralement à court terme mais les banques commerciales, pour échapper aux restrictions, pourraient très bien les camoufler sous d'autres formes. Comment alors les distinguer ?

Avant de pousser plus loin dans cette direction il s'agit de savoir si les mesures ayant pour but de restreindre la spéculation boursière ont une raison d'être. Les signes monétaires alimentant la spéculation restent-ils réellement en dehors du circuit de la production ? Hawtrey <sup>64)</sup> p. ex. affirme que ce n'est pas le cas. D'après lui, l'argent circule très vite et il est réparti entre les fondateurs de nouvelles entreprises et les entreprises qui agrandissent leurs affaires.

Il ne faut pas oublier que la situation aux Etats-Unis en 1928/29 était très spéciale. La spéculation boursière avait pris un volume démesuré, tandis que la production avait déjà dépassé son point

61) Fisher, op. cit., p. 207 et suiv.

62) Fisher, op. cit., p. 207 et suiv.

63) Fisher, op. cit., p. 207 et suiv.

64) Hawtrey: The Art of Central Banking, p. 290.

culminant et commençait à fléchir. Il n'en est point de même en période de dépression, lorsqu'il s'agit de faire démarrer l'économie. Pour résoudre le problème il faut tenir compte, d'une part, de la période cyclique dans laquelle se trouve l'économie et, d'autre part, du mode de spéculation.

En période de dépression non seulement les affaires sont stagnantes mais le volume de transactions boursières n'atteint pas non plus un chiffre élevé. L'ère des paniques passée, la confiance n'est pas encore suffisante pour favoriser la spéculation à la hausse, tandis que les baissiers se retiennent, dans l'incertitude d'une reprise possible. Aussi, l'émission nouvelle d'actions est-elle très faible. L'émission d'obligations, par contre, reprend plus vite, mais il s'agit dans la plupart des cas de consolidations de dettes. L'argent ainsi recueilli sert au remboursement des dettes, et le chemin qu'il prendra dépend essentiellement de l'attitude du créancier. A mesure que la confiance renait l'émission de nouvelles actions reprend et avec elle la spéculation à la hausse. Mais alors, une partie au moins de l'argent frais est réparti, comme le prévoit Hawtrey, entre les fondateurs de nouvelles entreprises et les entreprises agrandissant leurs affaires; il sert donc activement à la production.

L'absorption de capitaux monétaires par la bourse dépend avant tout du mode de spéculation. Trop souvent on croit que l'augmentation du chiffre d'affaires en bourse équivaut à une augmentation synonyme du circuit monétaire de la spéculation. La production serait frustrée d'une partie des capitaux monétaires mis à disposition puisque les taux de l'intérêt baissent plus rapidement qu'ils ne l'auraient fait sans la spéculation, de sorte que la demande de capitaux d'investissements privés subirait un accroissement moindre.

Cependant, tel n'est pas les cas nécessairement. Une grande partie des opérations boursières sont des transactions à terme. Le baissier vend des titres dans l'espoir de pouvoir les racheter à meilleur compte avant l'échéance et en achète à terme prévoyant une hausse des cours. Les spéculateurs cherchent à se couvrir (glattstellen) en achetant et en vendant en même temps de sorte que nombre d'opérations se compensent. Certes, un achat d'un partenaire correspond toujours à une vente de l'autre partenaire mais du fait de la compensation un nombre restreint de titres changent effectivement de main à l'échéance. Ces échanges effectives sont plus ou moins nombreux suivant que la tendance à la hausse ou à la baisse l'emporte plus ou moins fortement et en ne doivent pas être en relation avec le total des transactions boursières. Or, comme ce ne sont que les transferts de titres qui donnent lieu à un courant d'argent, l'absorption de capitaux monétaires par la bourse dépend moins du total des transactions que du degré de compensation<sup>65)</sup>. Il est

<sup>65)</sup> Il est même possible que la liquidité de l'économie s'en trouve être accru. Ce peut être le cas lorsque des baissiers dont les prévisions ne se sont pas réali-

presqu'impossible d'évaluer le degré de compensation et, partant, le volume des signes monétaires circulant en bourse. Tout ce que l'on peut admettre c'est que la proportion des échanges effectifs augmente lorsque le grand public, qui ne spéculé généralement qu'à la hausse, commence à s'y mettre. Or, dans l'incertitude de la dépression le grand public s'abstient généralement, il ne commence que lorsque les revenus augmentent, et que les cours des titres ont une tendance très nette à la hausse.

Il en résulte que l'absorption de capitaux monétaires par la bourse est plutôt faible en période de dépression, et il est improbable que l'expansion monétaire amène un regain de spéculation propre à compromettre la reprise.

#### ee) Conclusions.

La position de la politique du marché ouvert comme instrument de la politique conjoncturelle, ses chances de réussite dans la lutte contre la dépression peuvent se résumer comme suit :

1) Normalement, la première étape de l'action des opérations d'achats, l'augmentation de l'offre des capitaux d'investissements privés et, avec elle, la baisse des taux de l'intérêt peut être atteinte. Comme l'économie souffre d'une crise de liquidité, l'argent frais sert au début à remplacer les moyens de paiement détruits ou les signes monétaires se dérochant à la production sous forme de thésaurisation.

Adversaire de la théorie de la « déflation nécessaire » nous estimons que les achats doivent commencer dès les débuts de la crise pour éviter un trop grand nombre de faillites, notamment celles des instituts bancaires, qui accentuent toujours considérablement la tendance au pessimisme générale. Tôt ou tard, suivant le degré de liquidité et la confiance qui règne, les banques commencent à accroître l'offre des capitaux. D'abord, elles achètent des titres d'Etat puis, lorsque les cours ont atteint un certain niveau, elles accroissent également l'offre des capitaux d'investissements privés <sup>66)</sup>.

---

sées empruntent des titres à la banque afin de maintenir leur position (prolongation). L'argent remis à la banque en contre-partie peut servir de base à la création de monnaie scripturale d'un montant dépassant plusieurs fois le dépôt initial.

66) Il peut s'écouler un certain temps avant que l'accumulation de fonds liquides auprès des banques donne lieu à une augmentation de l'offre de capitaux d'investissements privés. Au printemps 1932, aux Etats-Unis les banques commerciales sont vivement critiquées; on les accuse de saboter la politique d'expansion des Banques de Réserve en n'augmentant par leurs crédits à l'industrie. On permet alors aux Banques de Réserve d'accepter à l'escompte des effets privés (sans cela seules les member-banks y sont autorisées) si le débiteur peut prouver qu'une member-bank lui a refusé le crédit. Cette mesure a pour effet une légère amélioration éphémère, mais pas de « démarrage ». — La faute n'incombe donc pas uniquement aux banques commerciales, la demande de capitaux s'avère être également insuffisante.

2) La mise à disposition de capitaux, la baisse des taux de l'intérêt doivent normalement accélérer le rythme des investissements. La force de stimulation dépend du niveau des taux naturels, c'est-à-dire des facteurs psychologiques et des facteurs techniques. D'une manière générale on peut admettre que la défiance des milieux d'affaires n'est jamais générale ni absolue, de sorte que, dans une branche quelconque, la baisse des taux incite à un regain de l'activité. Ce regain suffit à provoquer un renversement de la tendance si l'impulsion donnée trouve un écho dans les autres industries; c'est le cas lorsque la moyenne des taux naturels n'est pas trop basse.

3) L'objection que l'expansion monétaire donne lieu à des investissements non-rentables nuisibles et alimente la spéculation au lieu de raviver la production n'est pas fondée.

Les investissements non-rentables peuvent élargir les circuits de la production tout aussi bien que des investissements rentables.

La spéculation boursière dépend moins de l'abondance de capitaux monétaires que des perspectives économiques en général; le grand public n'étant d'habitude pas incité à la spéculation en période de dépression, l'absorption de capitaux monétaire par la bourse est plutôt faible.

Il s'ensuit que la limite des opérations d'achats sur le marché ouvert réside surtout dans la rigidité de la demande de capitaux d'investissement privés, due elle-même en premier lieu à l'absence de confiance. Cette barrière est difficilement franchissable, puisque les réactions psychologiques dépendent d'une multitude de facteurs, dont quelques-uns échappent complètement au contrôle de l'autorité monétaire. L'expérience des Etats-Unis en est une preuve, quoique l'échec des opérations tentées ne soit pas dû uniquement à des facteurs extra-monétaires: la politique souvent hésitante, contradictoire et spasmodique en est également responsable.

Néanmoins, l'augmentation du montant des instruments monétaires est un trait constant, une condition indispensable de toute expansion rapide. Cela revient à dire que la politique du marché ouvert est destinée à jouer un rôle important dans tout programme de rétablissement.

ff) Autres mesures de l'Etat, en corrélation avec la politique du marché ouvert.

aaa) Les travaux publics.

Si l'expansion du crédit n'a pour effet qu'un désendettement des entreprises sans liquidité et une augmentation de la liquidité en général, l'Etat doit intervenir directement en suppléant lui-même à la diminution des dépenses de consommation. M. Keynes, partisan d'opérations à outrance sur le marché ouvert, reconnu déjà en 1931

que les achats de titres par la banque d'émission ne pouvaient plus suffire à eux-seuls, et qu'on devait les compléter par un programme de travaux publics; il préconisa plus tard (Times 1937) la création d'un office d'investissements dirigé par l'Etat. Dans l'«Economist» 1936 plusieurs auteurs se prononcèrent pour l'élaboration d'un plan stratégique des travaux publics, et aux Etats-Unis, Roosevelt créa en janvier 1937 un office permanent chargé de préparer un programme de travaux publics.

L'argumentation des adeptes d'une intervention directe de l'Etat, qui se base sur la théorie du multiplicateur, est la suivante. L'augmentation de la demande nominal totale de marchandises a un effet stimulant sur les prix. Elle encourage les producteurs de biens de consommation à accroître leur production, à procéder à des investissements nouveaux. L'accélération du rythme des investissements se transmet aux stades antérieurs de la production, et ainsi de suite.

On admet qu'une partie des instruments monétaires reste dans les circuits de la production et maintient le volume de production à un niveau supérieur. Les dépenses de l'Etat, très importante au début, pourront être réduite progressivement pour être supprimée complètement lorsque le mouvement ascendant aura pris assez d'élan pour commander un processus d'expansion continue. Cette évolution dépend de la grandeur du multiplicateur, c'est-à-dire de l'effet médiateur des signes monétaires versés par l'Etat. Une fois transformé en revenu, l'argent frais doit être maintenu dans les circuits de la production. A l'instar de ce qui peut se produire lors d'une expansion monétaire par des opérations sur le marché ouvert les bénéficiaires des revenus accrus peuvent, au lieu d'utiliser l'argent frais à des investissements ou à l'achat de biens de consommation, s'en servir pour renforcer leur liquidité. L'Etat doit alors poursuivre ses dépenses et remplacer continuellement l'argent thésaurisé; s'il cesse de la faire la production se ralentit aussitôt. C'est ce qui s'est produit aux Etats-Unis en 1937, où la réduction des dépenses du gouvernement a été suivie d'une diminution de l'activité industrielle.

Une fois de plus, les facteurs psychologiques, notamment la confiance régnant dans les milieux d'affaires, constituent un élément de réussite de première ordre. Bien qu'ils dépendent eux-aussi, d'un grand nombre de facteurs extramonétaires, on doit admettre que l'action directe de l'Etat a un avantage certain: les instruments monétaires nouveaux sont utilisés dans la production au moins une fois, et il est probable que l'accroissement effectif de la demande de produits finis stimule la demande de capitaux d'investissements mieux que ne peut le faire la simple baisse des taux de l'intérêt.

Les opérations d'expansion sur le marché ouvert sont néanmoins une condition importante, indispensable même lors de l'exécution d'un programme de travaux publics. D'une part elles secondent utilement l'essai de mise en marche de l'économie, et d'autre part l'Etat

ne peut se procurer les moyens nécessaires au financement des travaux publics qu'en augmentant la circulation monétaire.

bbb) Inflation et déflation simultanées.

Il est des cas où l'expansion monétaire, seule ou combinée avec un programme de travaux publics ne réussit point à provoquer la reprise.

Un premier cas sera p. ex. le fléchissement de la production des industries d'exportation provenant d'une disparité des niveaux des prix. Il ne faut pas oublier que le multiplicateur (travaux publics) n'agit que dans le sens «industries d'exportation industries travaillant pour le marché intérieur» et non vice versa. La proposition préconisant l'action directe de l'Etat sur les industries d'exportation en achetant des produits fabriqués par elles ou en favorisant la vente de biens à la production desquels les industries d'exportation peuvent facilement s'adapter s'entend surtout pour les pays autarques. Pour la Suisse par contre, qui doit importer une grande partie des matières premières, et dont le maintien du standard de vie dépend de sa capacité d'exportation, le remède ne semble pas approprié.

On peut envisager un deuxième cas, celui où le désordre des finances publiques est devenu tel, que l'inflation imminente paralyse toute initiative privée.

Pour améliorer la situation il faut alors dans le premier cas le rétablissement d'une saine base de compétition sur les marchés internationaux en faisant disparaître la divergence entre les niveaux des prix intérieurs et extérieurs; dans le deuxième cas un assainissement des finances publiques.

1) *la baisse des salaires*: Les moyens de raviver la production examinés jusqu'à maintenant devaient avoir pour effet l'agrandissement de la marge entre les prix de revient et les prix de vente. Le but était cherché soit en baissant les coûts de production (diminution des taux de l'intérêt), soit en augmentant les prix de vente (accroissement de la demande de produits finis). La baisse des salaires rentre dans la première catégorie et ne présente en soi rien de nouveau.

Cependant, si la diminution du prix du crédit n'a pas de conséquence déflationniste, il en va différemment lors de la baisse des salaires. En effet, les salaires présentent à cet égard un double aspect: élément important du prix de revient, ils sont en outre une source appréciable de la demande de produits finis, c'est-à-dire des dépenses de consommation: ils exercent un effet stimulant du premier côté, et de l'autre un effet déprimant.

La baisse des salaires va-t-elle donner lieu à une augmentation de MV, c'est-à-dire réussira-t-elle à augmenter le volume de la production? L'effet d'une telle mesure de déflation dépend en premier

lieu de l'élasticité de la demande de produits finis. La réduction des salaires, en abaissant les coûts de production, permet à l'entrepreneur de baisser les prix de vente. La demande, élastique, réagit en augmentant et stimule ainsi la production. Cependant il ne faut pas attendre immédiatement un effet favorable sur l'emploi de la main-d'oeuvre: en période de dépression il y a toujours un stock inemployé de matières premières et d'outillages. Un certain temps doit s'écouler avant que l'entrepreneur embauche de nouveaux ouvriers; dans l'intervalle  $MV$  diminue, c'est-à-dire que le bordereau total des salaires a diminué, et l'effet déflationniste peut aggraver singulièrement la contraction.

Dans les pays qui n'ont pas besoin de se préoccuper de la situation économique internationale, il est relativement facile d'éliminer l'influence déflationniste éventuelle des réductions de salaires; il suffit de contrebalancer ces réductions par des mesures d'expansion (travaux publics, achats sur le marché ouvert).

Si dans un pays, le mouvement de contraction est causé par sa situation économique internationale, l'exécution de travaux publics combinée avec des achats sur le marché ouvert n'a pour ainsi dire aucune influence, puisque la demande de produits finis créés par l'Etat ne touche pas directement les industries d'exportation. Une réduction des salaires dans ces industries peut avoir néanmoins un effet favorable. Car on peut admettre qu'il existe une demande latente, donc élastique, à l'extérieur du pays; et cette demande ne devient pas effective simplement parce que les prix sont trop élevés <sup>67</sup>).

2) *la dévaluation monétaire*: Même si elle réussit à améliorer les conditions de compétition des industries d'exportation la baisse des salaires ne suffit souvent pas à remédier à la disparité des niveaux des prix intérieurs et extérieurs (les considérations d'ordre social, psychologique et moral interdisent souvent une baisse trop prononcée des salaires). Lorsque les divergences entre les niveaux des prix sont grandes l'adaptation de l'économie intérieure par des mesures de déflation serait un procédé trop cruel, et la situation ne peut être rétablie que par une dévaluation monétaire. Dans des cas moins graves la dévaluation peut être remplacée par des opérations appropriées du fonds d'égalisation des changes.

3) *la réduction des dépenses de l'Etat et l'augmentation des impôts*:

Ces deux mesures ont un effet nettement déflationniste, et il semble paradoxal à première vue qu'on puisse proposer pareil remède pour corriger un processus de contraction. Aussi bien ne faut-il pas les envisager comme unique mesure, elles n'ont de raison d'être que combinées avec des interventions expansionnistes.

<sup>67</sup>) Il va sans dire que la diminution des prix de revient due à la productivité plus grande des ouvriers est la forme la plus favorable d'une «baisse des salaires».

Il arrive souvent que tous les efforts des autorités pour raviver la production restent vains parce que, devant le désordre des finances publiques et l'instabilité monétaire, le public craint une inflation. Alors seul l'assainissement énergique des finances publiques peut faire renaitre la confiance et inciter les entrepreneurs à investir. L'expérience prouve en outre que l'augmentation des impôts n'a pas nécessairement un effet déprimant sur la production: l'entrepreneur supportera plus facilement des charges supplémentaires s'il voit que les instruments monétaires ainsi retirés ne sont point gaspillés, mais contribuent à stabiliser la valeur interne de la monnaie. D'ailleurs, l'effet déflationniste de l'augmentation des impôts peut être matériellement compensé par l'Etat par des interventions expansionnistes simultanées (baisse des taux, dévaluation, etc.). La reprise de l'Australie en 1932 nous en donne un bon exemple.

La crise australienne débuta au milieu de 1928 et s'accrut fortement l'année suivante, lorsque les prix mondiaux des principaux produits d'exportation de l'Australie, laine et produits agricoles, baissaient continuellement. Aussi, le volume des exportations fléchissait-il gravement, le nombre des chômeurs s'accroissait, en même temps que l'endettement public. En novembre 1929, les difficultés étaient telles que le gouvernement se vit obligé d'abandonner l'étalon-or afin de disposer de ses réserves de métal pour s'acquitter des dettes extérieures.

C'est alors, en 1931, que le professeur Copland proposa un programme de rétablissement qui tenait un juste milieu entre les mesures proposées par les adeptes de l'inflation et ceux de la déflation. Ce plan fut adopté presque entièrement par les premiers ministres des états australiens (10 juin 1931).

Il contenait, en résumé, les points suivants:

- 1) une dévaluation monétaire;
- 2) une réduction de 20 % des dépenses de l'Etat, y comprises les salaires et les pensions;
- 3) conversions des emprunts d'Etat sur la base d'une réduction des taux de  $22\frac{1}{2}$  %;
- 4) augmentation des recettes de l'impôt;
- 5) réduction des taux de l'intérêt des banques et des caisses d'épargne;
- 6) révision des contrats à long terme (crédits hypothécaires); et leur adaptation à la valeur intérieure de la monnaie sous la devise «sacrifice égal pour tous».

Le résultat de ces mesures d'inflation et de déflation adoptées en même temps fut le suivant.

- 1) les prix des produits d'exportation, comptés en monnaie natio-

nale, accusèrent à la suite de la dévaluation monétaire une hausse qui, en 1933, atteignit 85 0/0;

2) les mesures de déflation intérieure firent baisser les coûts de production:

- a) baisse des salaires de 20—30 0/0; en partie par voie législative;
- b) baisse d'autres frais généraux (loyers, tarifs de chemin de fer, etc.);
- c) équilibre budgétaire (réduction des dépenses de l'Etat de 20—30 0/0);

3) expansion de crédit par la banque d'émission, ce qui entraîna une baisse des taux de l'intérêt allant jusqu'à 33 0/0.

A la suite de ces mesures — baisse des coûts, hausse des prix — le volume des exportations augmenta. La baisse des taux de l'intérêt, combinée avec un programme de travaux publics, eut un effet stimulant sur la demande, de sorte que les industries travaillant pour le marché intérieur augmentèrent également la production. La confiance revint, ce qui se traduisit par le maintien en bourse des cours élevés pour les titres industriels comme pour les valeurs d'Etat: le crédit public était intact<sup>68)</sup>.

Le succès indéniable du «Premier's Plan» ne doit cependant pas faire croire que nous sommes en présence d'un remède infailible pour vaincre la dépression. Il fallait qu'un nombre considérable de conditions fussent remplies pour assurer la réussite des mesures prises, et ce qui a eu du succès en Australie aurait peut-être échoué dans d'autres pays.

La situation critique de l'économie australienne était due en bonne partie au fléchissement très accentué du volume des exportations. Aussi, la dévaluation massive de la devise australienne fut-elle à notre avis une des raisons principales du succès. L'effet stimulateur de la dévaluation fut d'autant plus marqué que nombre de pays, en partie pour des raisons de prestige, se cramponnaient à la parité de leur change (d'où les reproches de concurrence déloyale adressés à l'Australie).

La hausse des prix des produits d'exportation agit comme premier stimulant, de sorte que les interventions à l'intérieur trouvèrent un champ d'action favorable. La confiance renaissante notamment empêcha les effets néfastes éventuels des mesures de déflation de se faire sentir<sup>69)</sup> et contribua au succès des mesures inflationnistes en maintenant les instruments monétaires supplémentaires dans les circuits de la production.

68) d'après J. Fisher: *Feste Währung*, p. 272 et suiv.

69) La réduction massive des salaires notamment est une expérience dangereuse.

*D. La politique du marché ouvert dans sa fonction préventive de la crise*

Nous avons vu que la dépression est une maladie guérissable si les conditions ne sont pas trop défavorables; il est même probable qu'elle s'arrête d'elle-même. Toutefois, l'entretemps est cruel, et il est normal qu'on cherche à trouver des remèdes préventifs: ainsi le médecin soigne le corps sain pour empêcher la maladie.

La science s'est beaucoup occupée du problème des mesures préventives. L'utilité d'une politique conjoncturelle préventive semble être une vérité aujourd'hui acquise, et l'opinion générale s'exprime assez bien dans les termes suivants: si le boom n'a pu être maîtrisé, la crise et la dépression sont inévitables.

Mais comment maîtriser le boom et l'empêcher de dégénérer en crise?

La difficulté provient du fait qu'on connaît pas exactement les raisons qui provoquent le renversement de la tendance. Il est vrai que la crise aboutissant au processus de contraction bien connu a toujours été précédée d'une ère de prospérité. Mais d'en conclure que le boom doit nécessairement se résoudre en crise, ce nous semble aller trop loin. Adversaire d'une explication unique et admettant que les cycles et surtout les conditions économiques générales ne se ressemblent pas nécessairement, nous concevons une multitude de causes possibles au déclin de la conjoncture.

L'explication rationnelle pourquoi un boom est normalement suivi d'une crise est à notre avis la suivante: à mesure que le processus d'expansion avance l'économie devient plus sensible aux influences déflationnistes, de sorte que, finalement, le moindre choc suffit à renverser la tendance.

*a) Le processus d'expansion*

aa) Raisons pour lesquelles l'économie devient de plus en plus vulnérable <sup>70)</sup>.

aaa) Rigidité de l'offre des facteurs de la production.

Une condition indispensable pour assurer le mouvement continu d'un processus d'expansion est l'existence d'une offre suffisamment élastique de facteurs de la production. Or, au début de l'expansion, lorsqu'il existe encore un grand nombre de facteurs inutilisés (mains-d'oeuvre, matières premières, outillages) l'élasticité est relativement grande. Un accroissement de la demande a presque immédiatement pour conséquence une augmentation équivalente de l'offre, et le mouvement ascendant des prix, quoique réel, n'est pas excessif. Mais

<sup>70)</sup> pour plus de détails voir Haferler, p. 403 et suiv.

à mesure que le processus d'expansion avance un nombre toujours plus considérable de facteurs sont utilisés dans la production et l'élasticité initiale cède à une rigidité croissante. L'accroissement de la demande n'entraîne plus une augmentation équivalente de l'offre, une grande partie de son action s'exerce sur les prix en leur imprimant un fort mouvement à la hausse. Cela est vrai surtout pour la main-d'oeuvre. En période de grand chômage un regain de l'activité absorbe une partie des chômeurs sans que pour cela les salaires doivent monter considérablement.

La situation change lorsque le mouvement ascendant se poursuit. Les chômeurs d'un pays ne constituent pas une réserve homogène de main-d'oeuvre, dans laquelle chaque industrie pourrait trouver les ouvriers dont elle a besoin. Beaucoup d'entre eux sont spécialisés dans un genre de travail; à côté d'ouvriers qualifiés il existe des individus inemployables, des hommes médiocres. En outre, tous sont fixés dans une localité et ne peuvent pas facilement se transporter ailleurs. Cet état de chose donne à l'offre de main-d'oeuvre, suivant l'orientation de la production, une certaine rigidité avant même que tous les chômeurs soient utilisés dans la production. Or, si l'offre de main-d'oeuvre fait preuve de quelque rigidité dans le sens de l'augmentation, elle sera toujours extrêmement élastique dans le sens de la contraction; c'est-à-dire que la diminution de la demande n'entraîne pas de chute accentuée des salaires de nature à stabiliser l'emploi. Les salaires opposent une résistance ferme à la baisse. Comme c'est une partie importante des coûts de production, les entrepreneurs ont grand-peine à réduire les prix de revient. Une diminution de la demande de produits finis p. ex. (nous pensons aux industries d'exportation), se traduit presque immédiatement par une baisse du rendement, et un certain nombre d'industries (industries «marginales») se trouvent en difficulté.

En d'autres termes, en période d'emploi total ou quasi total le système économique est très sensible aux secousses déflationnistes. Des influences relativement peu importantes (qui, au début de l'expansion la ralentirait tout ou plus) peuvent conduire l'économie dans un mouvement de contraction se développant en spirale. Cette sensibilité de l'économie est d'autant plus grande qu'un second facteur intervient généralement au cours de la phase ascendante.

#### bbb) Déséquilibres probables de l'appareil de production.

L'expansion continue est caractérisée par un accroissement rapide des investissements. Toute la demande latente qui n'a pu devenir effective durant la période de dépression se manifeste peu à peu (les réparations, le remplacement et l'amélioration du matériel ont été différés, tenus en quelque sorte en réserve). L'accélération du rythme des investissements crée de nouveaux revenus, la demande

de biens de consommation augmente et incite les entrepreneurs à procéder à des investissements nouveaux, etc. etc.

Si l'expansion dure assez longtemps, les industries des stades antérieurs de la production se développent très fortement par rapport aux industries fabriquant des biens de consommation (principe de l'accélération). Or, il arrive un moment où le volume de production d'un certain nombre d'industries ne peut se maintenir que si les autres industries continuent d'accroître la production à un rythme donné.

Nous avons vu que les capitaux nouveaux sont investis en perspective d'une demande accrue de produits finis, puisque, seule, l'augmentation du chiffre d'affaires permet d'amortir le capital fixe supplémentaire et d'accroître les bénéfices. Or, il est très probable qu'un certain nombre de pronostics sur l'évolution de la demande soient démentis par les faits plus tard. Certes, des fluctuations de la demande dues à un déplacement ou une saturation momentanée des besoins, sont fréquentes. En pleine période ascendante p. ex. les effets déflationnistes éventuels sont surcompensés par le mouvement de hausse alimenté continuellement d'argent frais. Il n'en est plus de même lorsque l'économie approche de l'utilisation intégrale des facteurs de la production. D'une part la rigidité croissante de l'offre de ces facteurs rend plus difficile l'adaptation de la production, et d'autre part les répercussions sur les stades antérieurs de la production prennent un aspect bien plus grave.

En effet, si le principe de l'accélération explique le développement rapide des industries produisant des biens d'investissements, il ne faut pas oublier que ce même principe joue également dans le sens de la contraction. Atteint le point de saturation, les industries directement touchées par la demande déficiente doivent forcément réduire le volume de leur production. Si elles ont prévu l'évolution de la demande, elles peuvent avoir réglé leur production de manière à éviter des difficultés immédiates. Si, au contraire, elles sont prises au dépourvu, des «krachs» sont presque inévitables. Mais dans les deux cas les industries directement touchées cessent presque aussitôt de passer des commandes aux stades antérieurs de la production, notamment en ce qui concerne le remplacement d'outillages.

Comme on l'a vu en sens inverse pour la reprise, les fluctuations de la demande s'amplifient dans leur course vers le bas de l'échelle de la production de sorte que les stades antérieurs subissent un choc très fort. Or, il serait déraisonnable de supposer que tous les producteurs prévoient exactement le recul initial et les répercussions qu'il aura sur les autres industries. Un certain nombre d'entre elles se verront en difficultés, perdront leur liquidité ou même sombreront dans la faillite. Le rétrécissement consécutif des circuits des revenus influencera négativement la demande de biens de consom-

mation, de sorte que d'autres industries seront également touchées. Ainsi peut prendre naissance un mouvement de contraction se développant en spirale.

La sensibilité de l'économie aux secousses déflationnistes est encore accrue par l'élasticité de l'offre de capitaux d'investissements dans le sens de la contraction. Une diminution de la demande ne provoque généralement pas une baisse immédiate des taux de l'intérêt qui stabilise MV (Il est peu probable que les capitaux ne trouvant pas d'emploi sur le marché aux taux de l'intérêt en vigueur soient immédiatement utilisés à des dépenses de consommation. Le rétrécissement du circuit de la reproduction des biens d'investissement ne sera donc pas compensé par une augmentation équivalente dans le circuit de la reproduction des biens de consommation)<sup>71)</sup>.

Sans approfondir encore, ces explications relatives à la vulnérabilité croissante de l'économie à mesure qu'elle approche de l'emploi intégral suffisent à faire entrevoir que la tâche de la politique conjoncturelle, une fois que le système économique a dépassé un certain point, est extrêmement ardue.

Les interventions monétaires notamment, parce qu'elles ne peuvent rendre plus élastique l'offre des facteurs de la production, et parce qu'elles arrivent difficilement à remédier au déséquilibre de l'appareil de production, ont peu de chances de réussite dans quelque direction qu'elles s'exercent.

En continuant sa politique d'expansion l'institut d'émission risque de s'engager sur la voie de l'inflation. Une fois les facteurs de production pleinement utilisés, une industrie ne pourra se développer qu'au détriment d'autres industries, en leur disputant les facteurs de production. Les signes monétaires supplémentaires ne serviront plus à l'accroissement de la production dans l'ensemble, l'afflux d'argent frais n'aura d'autre conséquence qu'une hausse des prix. Certes, l'expansion peut ainsi être prolongée pendant un certain temps, mais le danger d'une crise n'est pas écarté, puisque la sensibilité du système économique, au lieu d'être diminuée, a augmenté.

Lorsqu'au contraire la banque centrale s'apprête à restreindre le crédit, la diminution de MV mène presque inévitablement à la débâcle.

La conséquence logique s'impose: La politique conjoncturelle doit empêcher l'économie d'arriver au degré de sensibilité où toute secousse déflationniste d'importance moyenne risque de provoquer le renversement de la tendance.

---

71) Nous maintenons cependant notre point de vue que le processus d'expansion ne doit pas nécessairement conduire à la crise. Théoriquement une phase ascendante sans déséquilibre de la production est concevable, de même qu'un boom sans secousses déflationnistes.

*b) Le rôle de la politique du marché ouvert*

Les interventions sur le marché ouvert, dans notre cas la vente de titres par la banque d'émission, sont sans aucun doute un moyen restrictif efficace. Comme nous l'avons vu, les banques ne pourront à la longue résister à une politique restrictive poursuivie énergiquement par la banque d'émission, elles seront finalement obligées de réduire le volume de leurs crédits, et les taux de l'intérêt tendront à la hausse. En diminuant sensiblement la masse monétaire, il est donc relativement facile d'arriver à arrêter un mouvement d'expansion et de provoquer un renversement de la tendance <sup>72)</sup>.

Mais il ne suffit pas de résorber l'argent «superflu» pour stabiliser l'activité économique, il faut empêcher que l'économie dépasse un certain point de sensibilité. Or, parmi les facteurs essentiels responsables de la vulnérabilité croissante de l'économie, l'offre des facteurs de la production n'est pour ainsi dire pas influençable. Le problème consiste donc à prévenir un déséquilibre de l'appareil de production tout en favorisant le processus d'expansion, puisque en définitive le but de toute politique économique est d'arriver à une utilisation complète des facteurs de la production. Une fois atteint le stade de l'emploi intégral, l'équilibre doit régner entre l'épargne et les investissements, de sorte que les moyens de paiement utilisés dans la production restent en circulation et continuent à tourner dans leur circuit respectif sans jamais être ni détruits ni thésaurisés <sup>73)</sup>.

*aa) Les investissements excessifs.*

Vouloir empêcher un déséquilibre de l'appareil de production, c'est vouloir éviter des investissements excessifs (non-rentables). En effet, la sensibilité du système économique provient en grande partie du fait que, durant l'expansion, un certain nombre d'industries se développent outre-mesure, ce qui les rend extrêmement sensibles aux fluctuations de la demande de produits finis. Peut-on, par des interventions sur le marché ouvert, éviter de tels excès?

Le défaut inhérent à la politique du marché ouvert, l'impossibilité de diriger les courants d'argent, constitue un handicap sérieux. La répartition des capitaux joue ici un rôle important, beaucoup plus

---

72) Aux Etats-Unis, en 1920, les Banques de Réserve enjoignirent aux banques de restreindre leur crédit et de ne pas permettre le stockage des produits agricoles, sinon elles leur refuseraient le crédit de réescompte. En même temps le taux de l'escompte fut porté à 7 %. Comme ces mesures furent maintenues alors que la hausse des prix s'était arrêtée, il s'ensuivit une crise profonde.

73) Le maintien de l'emploi total ne va pas à l'encontre du progrès et ne condamne pas l'économie à rester stagnante. Des inventions nouvelles, rationalisation plus poussée, l'augmentation de la population peuvent accroître continuellement l'offre des facteurs de la production. Ainsi, le volume de la production peut augmenter sans que pour cela le danger d'une crise devienne imminent.

que dans la lutte contre la dépression. Or, cette répartition n'est guère influençable par la banque d'émission.

Pour qu'une politique restrictive réussisse pleinement, il faudrait que l'effet restrictif ne s'exerce pas sur le volume du crédit en général, mais qu'il soit différencié de telle sorte que, seules soient atteintes les entreprises qui s'appêtent à agrandir démesurément leur appareil de production. Or, les ventes de titres par la banque d'émission ne sont guère capables de remplir cette fonction. L'action restrictive s'exerce sur toutes les banques. Elle s'exerce plus ou moins fortement selon le degré de liquidité et de mobilité de la proportion d'encaisse des banques; or rien n'oblige cette encaisse à être en relation avec la proportion relative des crédits consentis pour financer des investissements rentables et de ceux destinés à des agrandissements démesurés. Les banques commerciales, obligées de restreindre le volume de leur crédit, peuvent très bien refuser des avances à des industries se développant normalement et encourager des agrandissements excessifs.

Certes, les banques ont tout intérêt à ne financer que des investissements rentables, et elles exercent un certain contrôle. Mais en pratique ce contrôle reste superficiel; la plupart du temps le banquier doit s'en remettre aux dires de l'entrepreneur. Celui-ci, spécialisé dans sa branche de production, est censé mieux prévoir l'évolution de la demande que le banquier, qui en général ne finance pas seulement une branche d'industrie. Il serait tout à fait déraisonnable de supposer que tous les banquiers puissent avoir une capacité de discernement et de prévision suffisante pour ne consentir des crédits qu'à des industries dont le besoin est réel.

En plus, il ne faut pas oublier le rôle joué par l'autofinancement. En période de prospérité notamment, les entrepreneurs préfèrent souvent cacher une partie des bénéfices en les investissant plutôt que de les abandonner au fisc. Certes, ces investissements sont amortis d'avance, (du moins en partie) et ils n'attirent d'ordinaire pas d'ennuis aux entreprises dissimulant ainsi une partie de leurs disponibilités. Toutefois, ils enflent la demande de biens de production et peuvent ainsi contribuer au développement exagéré des stades antérieurs de la production.

#### bb) Nouvelle orientation de la production.

Ayant constaté la-quasi-impossibilité d'éviter tout déséquilibre dans l'appareil de production, nous devons voir maintenant si des interventions monétaires peuvent remédier au déséquilibre quand il apparaît; en d'autres termes, voyons s'il est possible, au moyen d'opérations sur le marché ouvert, de faciliter une nouvelle orientation de la production<sup>74</sup>). En période de dépression le gouvernement

<sup>74</sup>) Il va sans dire que nous ne pensons pas à un déséquilibre fondamental. Nous avons constaté qu'une fois l'emploi total atteint, une intervention monétaire ne

a essayé de raviver coûte que coûte la demande de capitaux d'investissements privés. En abaissant artificiellement les taux de l'intérêt du marché l'institut d'émission a contribué en quelque sorte à favoriser le déséquilibre, qu'il s'agit alors d'éliminer avant que l'économie atteigne un degré de sensibilité qui la mette à la merci de toute secousse déflationniste.

Admettons qu'une branche d'industrie s'est développée très fortement au début de la phase ascendante. A un moment donné la demande n'augmente plus au même rythme et s'apprête même à fléchir. Alors, ce ne sont pas seulement les industries directement touchées mais également les stades antérieurs de la production, qui risquent de se trouver en difficulté dans un avenir plus ou moins prochain. Il s'agit donc de procéder à une nouvelle orientation de la production, et cela sans causer des perturbations graves.

Pour que l'adaptation se fasse sans heurt, les conditions monétaires doivent favoriser le déplacement. S'il est relativement facile d'adapter les industries des premiers stades de la production à la fabrication d'autres catégories d'outillages, l'accroissement de la demande de capitaux d'investissements tendra à rétablir l'équilibre en permettant à d'autres industries de se développer en profondeur. Le moyen le plus simple serait d'accroître l'épargne, puisque dans ce cas le volume accru des signes monétaires entrant dans le circuit de la reproduction des biens d'investissements sera compensé par un rétrécissement équivalent du circuit de la reproduction des biens de consommation. Cependant, influencer le volume de l'épargne est chose difficile. Il ne reste qu'à augmenter artificiellement l'offre des capitaux d'investissements en opérant sur le marché ouvert. Ces opérations doivent être accompagnées d'un contrôle sévère du crédit <sup>75)</sup>. Comme il ne s'agit que d'opérations temporaires, et comme il est probable que dans le délai d'adaptation une certaine quantité d'argent reste inemployée ou soit même détruite, l'argent frais ne fera que le remplacer; le danger que ces opérations aient une tendance nettement inflationniste est donc moindre.

Si au contraire, l'adaptation à la fabrication d'une catégorie quelconque de biens de consommations est plus facile à réaliser, c'est le ralentissement de l'épargne qui sera le moyen le plus propre à faciliter cette adaptation. Comme les interventions sur le marché ouvert n'affectent pas directement les dépenses de consommation, elles ne suffisent pas. Elles doivent être complétées par des commandes

---

peut être que néfaste. Il s'agit ici de déséquilibre se manifestant au début et au courant du processus d'expansion.

75) Il s'agit en somme moins d'un contrôle proprement dit du crédit que d'autres mesures de l'Etat (subventions, libérations de l'impôt, etc.) destinées à faciliter l'adaptation. L'apparition d'un déséquilibre dans d'autres branches n'est évidemment pas exclue et peu même être favorisée. Il s'agit d'une mesure d'aide pour éviter des difficultés immédiates dans les industries directement touchées.

par l'Etat de biens de consommation, commandes portant sur des produits dont on veut favoriser la production <sup>76)</sup>.

cc) L'état des finances publiques.

L'expérience a montré qu'une partie de l'argent frais mis à disposition par la banque centrale à la fin de la phase dépressive est utilisée par les banques commerciales pour l'achat de fonds d'Etat. Elles se constituent ainsi un important portefeuille de titres, qui leur sert en quelque sorte de réserve de liquidité secondaire, c'est-à-dire qu'elles peuvent s'en servir, en les vendant, pour échapper aux effets d'une politique restrictive de l'institut d'émission. Dans ce cas il s'en suit une pression très forte sur les cours.

Nous avons admis que les considérations d'ordre financier ne doivent pas primer les nécessités de la politique conjoncturelle et maintenons toujours ce point de vue. Toutefois, il serait faux de négliger complètement les effets pouvant en résulter.

Durant la phase ascendante les taux de l'intérêt ont une tendance naturelle à la hausse; une baisse accusée des cours des fonds publics renforcerait ce mouvement. Un recours trop brutal à des mesures déflationnistes pourrait donc avoir des conséquences fatales. Or, le fait que les opérations initiales de l'institut d'émission risquent de trouver un écho auprès des banques commerciales, qui vendent à leur tour, rend bien plus difficiles les pronostics sur les effets des opérations. L'instrument de la politique du marché ouvert devient de ce fait moins maniable, et la politique restrictive y perd une partie de son élasticité.

Certes, le moment de l'intervention et le degré de l'endettement public jouent également un rôle. Plus le système économique approche de l'emploi intégral, et plus l'endettement public est important (partant le nombre de titres en possession des banques) plus aussi les interventions relativement modestes risquent de jeter la perturbation sur les marchés <sup>77)</sup>.

76) Il va sans dire qu'en réalité la situation est bien plus complexe. Généralement, le déséquilibre ne se forme pas dans une branche d'industrie seulement et, en outre, n'affecte pas toutes les industries de la branche. — En pareil cas il est très difficile de décider s'il y a lieu de favoriser les industries fabriquant des biens de production ou celles produisant des biens de consommation, puisque la plupart du temps il ne s'agit pas de donner une nouvelle orientation à la production mais d'empêcher des investissements excessifs dans diverses entreprises. Néanmoins, dans un système économique sous le régime capitaliste, la politique du marché ouvert et les travaux publics constituent pour ainsi dire les seuls facteurs monétaires capables d'influencer la direction dans laquelle s'oriente la production. On aurait donc tort de les négliger.

77) L'état actuel de l'économie suisse montre le bien-fondé de cette argumentation. Les grandes banques ayant en possession d'importants paquets de titres, la BNS se garde de prendre des mesures sévères de restriction de peur que les banques y répondent en jetant des titres sur le marché.

dd) Le moment de l'intervention.

Quand faut-il restreindre le crédit? D'aucuns estiment que c'est le niveau général des prix qui constitue l'indicateur approprié. Dès que les prix dépassent une certaine hauteur il faudrait restreindre le crédit pour les faire baisser. Mais, le niveau général des prix est-il vraiment un indice permettant de juger de l'harmonie de la production? Et comment savoir quel est le niveau correspondant à l'équilibre? La hausse des prix après une période de dépression est le signe de la reprise des affaires, et il n'est certes alors pas indiqué de les faire baisser au niveau précédent. D'autre part, les biens de consommation n'arrivent sur le marché que tardivement, leurs prix ont plutôt le sens d'un fait accompli. En outre, l'exemple des Etats-Unis et de la Suisse après 1920 montre qu'un mouvement d'expansion peut se développer alors que les prix baissent légèrement (rationalisation).

D'autres voient le baromètre indicateur moins dans les prix de gros ou de détail que dans l'indice du coût de la vie. Ainsi Wolf: «Le facteur le plus caractéristique de la situation économique d'un pays c'est celui du coût de la vie, lui-même en liaison étroite avec les prix de détail; en effet, étant donné la multiplicité des opérations ayant pour but de faire passer les produits de la fabrication à l'ultime consommateur, tous les éléments proprement nationaux, niveau des salaires horaires, frais de distribution, impôts, charges et réglementations sociales, taux de l'intérêt, etc. jouent sur le coût de la vie avec un coefficient beaucoup plus fort que sur le niveau général des prix»<sup>78)</sup>.

Cela est vrai sans doute. Seulement, les données statistiques ne sont jamais tout à fait exactes et, de plus, elles ne sont accessibles que tardivement. Les calculs se basent sur une échelle des besoins trop rigide, établie une fois pour tout et d'une façon plus ou moins arbitraire; les chiffres obtenus ont une portée trop générale pour servir de guide à une politique de restriction.

En d'autres termes, ni le niveau général des prix ni l'indice du coût de la vie ne suffisent à donner une image exacte et à la fois détaillée de la situation économique d'un pays. Tout ce qu'on peut exiger, c'est que les autorités économiques et monétaires, d'accord avec les banques, soient en contact étroit avec l'économie et suivent de près l'évolution, afin de pouvoir agir à la moindre alerte. La loi bancaire américaine de 1935 s'exprime en ces termes: . . . la commission doit tenir compte des besoins du commerce et de l'industrie et des effets des achats et des ventes de titres sur la situation générale du crédit.

---

78) Wolf R.: Liaison entre prix et monnaie, Revue d'économie politique, 1934, p. 1692/93.

c) Conclusions

Tout ce qui précède ne parle guère en faveur des opérations de vente sur le marché ouvert. L'impossibilité de différencier les effets, de n'atteindre que les industries réellement coupables d'un déséquilibre effectif ou à craindre constitue un obstacle presque insurmontable. Tandis que les effets psychologiques des opérations d'achat sont plus ou moins prévisibles (s'ils ne se réalisent pas, la situation ne peut être pire qu'auparavant) et que dans ce domaine une action trop ou pas assez énergique n'a pas immédiatement des conséquences fatales, il en est tout autrement lors des ventes où la réaction du système économique est beaucoup plus incertaine. L'incertitude notamment quant à la réaction du système bancaire enlève à l'instrument monétaire une grande partie de l'élasticité, si utile, indispensable même à toute mesure restrictive. En effet, si les banques commerciales suivent le mot d'ordre de l'institut d'émission et vendent à leur tour, il peut en résulter un effondrement des cours, qui précipite la diminution de MV bien audessous du point désiré, et, au lieu de freiner, provoque alors le renversement de la tendance.

A cela s'ajoute l'impossibilité de distinguer d'avance les investissements « excessifs » des investissements « normaux ». Les entrepreneurs eux-mêmes étant incapables de prévoir exactement l'évolution future de la demande, comment l'institut central ou les banques commerciales pourraient-ils y arriver ?

La conclusion s'impose : les opérations de vente sur le marché ouvert ne suffisent pas à elles-seules à éviter un déséquilibre dans l'appareil de production. Elles ne peuvent empêcher que l'économie devienne de plus en plus sensible aux secousses déflationnistes. Cette constatation n'a d'ailleurs rien de surprenant. Contrairement aux achats sur le marché ouvert, qui, eux renforcent une tendance naturelle au redressement, les ventes restrictives vont à l'encontre du développement naturel de l'économie. Il est normal que les résistances à vaincre soient plus grandes.

Faut-il alors se résigner et laisser l'économie se guider entièrement d'elle-même, quitte à intervenir plus tard lorsqu'il s'agira de la sortir d'une dépression ? Certes non. Nous avons déjà insisté sur le fait, que théoriquement, un développement harmonieux de la production, donc le maintien de l'emploi intégral, est possible. On devrait donc au moins tenter de favoriser une telle évolution.

Ce problème ne nous paraît soluble qu'à condition d'une collaboration étroite entre l'Etat, l'institut d'émission, les banques, l'industrie et le commerce. L'appareil statistique devrait être perfectionné. Une sorte de parlement économique, qui se réunirait périodiquement, suivrait attentivement l'évolution économique en cherchant à éviter des excès. Les décisions prises seraient moins des ordres que des conseils. Toutefois, pour garantir une certaine continuité dans la

politique choisie, et pour donner plus de poids aux suggestions du « conseil économique », l'institut d'émission devrait être investi d'un pouvoir lui permettant d'exercer une certaine pression en cas de besoin. Nous pensons notamment au pouvoir de modifier individuellement la proportion des réserves obligatoires des banques commerciales. Ainsi, l'effet des ventes de titres — qui devraient commencer tôt déjà — pourrait être mieux nuancé (en tout cas en ce qui concerne les banques).

En tout cas, les opérations restrictives ne devraient jamais prendre une envergure qui risquerait de compromettre la situation économique en général.

#### 4. Conclusions générales

La politique du marché ouvert qui, à l'origine, n'était qu'un procédé auxiliaire de la politique de l'escompte destiné à renforcer l'efficacité des variations du taux, est devenu une méthode autonome d'administration de la monnaie et du crédit. La complexité de la vie économique moderne a démontré la nécessité d'un certain dirigisme aussi sur le plan monétaire. La politique du marché ouvert constitue le moyen d'intervention le plus puissant en main de l'institut d'émission, elle est certainement appelée à jouer un rôle important dans l'avenir.

Nous avons examiné les effets de cette politique en vue des trois buts principaux: la politique de l'argent à bon marché en tant que politique financière de l'Etat, la manipulation des cours du change et la neutralisation des effets des capitaux migrants, l'influence sur les cycles économiques. Le résultat de cet examen peut se résumer comme suit.

On ne peut contester l'efficacité des opérations sur les marchés en vue d'agir sur la masse monétaire intérieure, et partant sur les taux de l'intérêt. Si le but qu'on se propose d'atteindre de moindre importance, les opérations d'achat ou de vente peuvent suffire à elles-seules. Dans la plupart des cas cependant, notamment dans la politique de conjoncture, elles doivent être complétées par d'autres mesures de politique économique ou monétaire. En ce qui concerne leur effet sur le plan extérieur, le régime des fonds d'égalisation des changes tient le juste milieu entre celui des cours fixes, qui met l'économie à la merci des perturbations de l'extérieur, et celui des changes entièrement libres, dont les fluctuations fréquentes et considérables contribuent à l'insécurité monétaire.

A côté de ces trois buts principaux il existe des buts secondaires, les opérations saisonnières, auxquels nous avons fait allusion.

Leur but est de compenser les fluctuations saisonnières, c'est-à-dire de neutraliser les tendances à la liquidité ou à la contraction des marchés, qui se produisent normalement dans le courant de l'année. Ces opérations se font depuis fort longtemps déjà, surtout aux termes fixés pour la perception des impôts et aux termes usuels de paiement. Ainsi, aux Etats-Unis en 1916/17, les banques achetaient et vendaient des titres d'Etat pour compenser les effets des transferts de signes monétaires au profit du Trésor public; en Angleterre . . . «l'intervention de la Banque d'Angleterre en coopération avec le Trésor a pour résultat d'empêcher toute contraction ou toute abondance monétaire de se produire» <sup>79)</sup>; et de même en Suisse . . . über den Weg der offenen Marktpolitik war sie bemüht, die Entwicklung des Kapitalmarktes in ruhigen Bahnen zu halten; indem sie einerseits einer übermässigen und daher volkswirtschaftlich ungesunden Verflüssigung entgegenzuwirken suchte, andererseits aber auch zeitweiligen Tendenzen zur Verringerung der Liquidität begegnete» <sup>80)</sup>.

L'utilité d'une telle politique de nivellement est indéniable.

---

<sup>79)</sup> Stehelin: La politique de l'escompte de la Banque d'Angleterre, p. 153.

<sup>80)</sup> Dr. Weber, à l'occasion de l'assemblée générale de la BNS, 9 mars 1946.

## Bibliographie

### *Livres et thèses:*

- Aftallon A.: Monnaie, prix et changes, Paris 1927  
Monnaie et industrie, Paris 1929  
L'équilibre dans les relations économiques internationales, Paris 1937  
L'or et la monnaie, Paris 1938
- Amatayakul K.: Die Offenmarktpolitik der Bank von England und der deutschen Reichsbank, Zürich 1942
- Bachmann H.: Die Konventionen von Bretton Woods, St. Gallen 1945
- Baudin L.: Le crédit, Paris 1934
- Benning B.: Kreditbanken und Geldmarkt, in «Deutsche Geldpolitik», Berlin 1941
- Blumenfeld H.: Les capitaux migrants, Neuchâtel 1941
- Böhler E.: Staatswirtschaft und Konjunktur, Bern 1937
- Borle H.: Le mouvement international des capitaux et le déséquilibre économique, Lausanne 1936
- Braden A. R.: Die Offene Marktpolitik, Leipzig 1935
- Burgess R.: La Banque de réserve fédérale et le marché monétaire de New York, New York 1936
- Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique, 25 décembre 1935
- Cassel G.: Währungsstabilisierung als Weltproblem, Leipzig 1928  
Der Zusammenbruch der Goldwährung, Stuttgart 1937
- Crédit Suisse: Bulletin financier 1947
- Erard M.: La thésaurisation, Neuchâtel 1947
- Festgabe Bachmann: Geld- und Kreditsystem der Schweiz, Zürich 1944
- Festschrift Spiethoff: Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung, München 1933
- Fisher I.: The money illusion, London 1929  
Feste Währung, Leipzig 1937
- Golay J.: La BNS, régulatrice du marché monétaire, 1924 à 1931, Lausanne 1934
- Greven J.: Die Währungsausgleichsfonds im System der Währungs- und Kreditpolitik, Finanzarchiv Bd. 6, 1939
- Haberler G.: Prospérité et dépression, Genève 1943
- Hawtrey M.: Trade Depression and the Way Out, London 1933  
Capital and Employment, London 1937
- Hayek F.: Preise und Produktion, Wien 1931
- Heimo M.: Systèmes monétaires et transformations économiques, Lyon 1944
- Horwitz Paula: Les fonds d'égalisation des changes, Lausanne 1940
- Hultegger O.: Das Notenbankwesen der Vereinigten Staaten Nordamerikas und seine Reform, Zürich 1912

- Jöhr Ad.: Die schweizerischen Grossbanken und Privatbankiers, Zürich 1940
- Jöhr W. A.: Die Nachkriegsdeflation, St. Gallen 1945
- Keynes J. M.: A Treatise on Money, London 1930  
Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, München 1936
- Kriz M.: Les opérations des banques démission sur le marché libre, Paris 1938
- Laufenburger H.: Crédit public et finances de guerre, Paris 1944  
Crédit et Banque, 1914—1938, Paris 1940
- Mises L.: Nationalökonomie, Theorie des Handelns und Wirtschaftens, Genf 1940
- Perrot J.: Le marché monétaire de Londres, Paris 1938
- Petrzilka W.: Die Wirkungen des Kriegsausruches auf das Geld- und Kreditwesen in der Schweiz, 1914 und 1939/40, Zürich 1943
- Polejina V.: Les fonds d'égalisation des changes, Paris 1939
- Pommery L.: Doctrines monétaires à l'épreuve des faits, Paris 1938
- Prion W.: Das deutsche Finanzwunder, Berlin 1938
- Rist Ch.: Crédit et monnaie, Paris 1938  
L'histoire des doctrines monétaires, Paris 1938
- Rogan P.: Das konjunkturtheoretische Problem und die Notenbanken, Wien 1935
- Röpke W.: Krise und Konjunktur, Leipzig 1932
- Sarow P.: Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, Leipzig 1937
- Schickhaus H.: Währungsausgleichsfonds, Rostock 1938
- Schmutz H.: Die Kreditoperationen der Schweiz. Eidgenossenschaft im 2. Weltkrieg 1939/45, Zürich 1945
- Schneebeli: Denkschrift Nationalbank
- Schulze S.: Wandlungen in der Kreditpolitik der Grossmächte, Jena 1940
- Schwander W.: Das schweizerische Bankengesetz unter spezieller Berücksichtigung seiner wirtschaftlichen wichtigen Bestimmungen, Zürich 1943
- Service d'études économiques de la SdN
- Singer P.: La politique monétaire de la Grande-Bretagne, Paris 1934
- Stehelin J.: La politique de l'escompte de la Banque d'Angleterre, 1935
- Strakosch H.: Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or du comité financier, Genève 1930
- Stucken R.: Geldpolitik und Vollbeschäftigung, Berlin 1941
- Sulzer H.: Die Korrelation zwischen Kredit- und Währungspolitik der Zentralnotenbanken, Zürich 1936
- Weber H.: Volkswirtschaftspolitik, Berlin 1940
- Welti R.: Die kurzfristigen Vorschüsse der Nationalbank an den Bund während des Weltkrieges und in der Nachkriegszeit, Zürich 1931
- Willis, Henry Parker: The Theory and Practice of Central Banking, New York 1936

*Périodiques:*

Bankarchiv  
Bulletin mensuels et annuels bancaires  
Economiste  
Federal Reserve Bulletin  
Finanzrevue  
Revue d'économie politique  
Revue de Paris  
Revue économique internationale  
Rundschreiben der Vereinigung für gesunde Währung  
Schweizerisches Finanzjahrbuch  
Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes  
Währung und Wirtschaft (Währungsinstitut Berlin)  
Weltwirtschaftliches Archiv  
Wirtschaft und Statistik  
Journaux divers