

UNIVERSITÉ DE NEUCHÂTEL - FACULTÉ DE DROIT  
SECTION DES SCIENCES COMMERCIALES  
ÉCONOMIQUES ET SOCIALES

---

L'IMPORTANCE ACTUELLE  
DE LA THÉORIE  
DE LA MONNAIE NEUTRE

---

THÈSE

présentée à la Section des Sciences commerciales,  
économiques et sociales de la Faculté de Droit de  
l'Université de Neuchâtel pour obtenir le grade de  
Docteur ès sciences commerciales et économiques

par

KARL ROTH

Licencié ès sciences commerciales et économiques  
de l'Université de Neuchâtel

---

EDITEURS LUZERNER NACHRICHTEN SA. REIDEN

1 9 5 2

L'IMPORTANCE ACTUELLE  
DE LA THEORIE  
DE LA MONNAIE NEUTRE

---

## TABLE DES MATIERES

### *Chapitre I*

#### CONCEPTION DE LA MONNAIE NEUTRE

1. La méthode de l'analyse . . . . .	9
2. L'équilibre de l'économie de la consommation . . . . .	10
3. L'économie extra-monnaire . . . . .	11

### *Chapitre II*

#### THEORIE QUANTITATIVE ET MONNAIE NEUTRE

1. Le niveau général des prix . . . . .	17
a) Les fluctuations des prix . . . . .	17
b) Les fluctuations cycliques . . . . .	20
2. Le vitesse de circulation de la monnaie . . . . .	21
a) La détermination de la vitesse de circulation . . . . .	21
b) Les variations de la vitesse de circulation . . . . .	22
3. Le volume monétaire . . . . .	26
a) La notion de la monnaie . . . . .	26
b) La monnaie scripturale . . . . .	30
c) Les variations du volume monétaire . . . . .	32
d) La couverture monétaire . . . . .	35

### *Chapitre III*

#### ROLE DE LA MONNAIE NEUTRE DANS LES CYCLES ECONOMIQUES

1. L'équilibre de la production dans l'économie extra-monnaire . . . . .	39
2. Le taux d'intérêt monétaire . . . . .	40
3. L'équilibre de la production dans l'économie monétaire . . . . .	43

### *Chapitre IV*

#### THEORIE DU REVENU DE LA MONNAIE NEUTRE

1. Le revenu national et la fortune nationale . . . . .	54
2. Les possibilités de la politique monétaire . . . . .	56

*Chapitre V*

L'OR EN TANT QUE MONNAIE NEUTRE

1. Du troc a l'or . . . . .	60
2. La répartition de l'or dans un système économique libéral . . . . .	60
3. La production de l'or et accroissement de la populatioo . . . . .	61
4. La thésaurisatinn et l'emploi industriel . . . . .	62
5. L'or est-il à l'origine de perturbations économiques? . . . . .	63
6. La monnaie scripturale et le crédit sous un régime d'étalon-or . . . . .	69
7. Les longues vagues cycliques . . . . .	71

*Chapitre VI*

Conclusions . . . . .	73
Bibliographie . . . . .	76

Monsieur Karl Roth, d'Ober-Erlinsbach, est autorisé à imprimer sa thèse de doctorat ès sciences commerciales et économiques «L'importance actuelle de la théorie de la monnaie neutre». Il assume seul la responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, le 12 juillet 1951

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

P. R. ROSSET

## CONCEPTION DE LA MONNAIE NEUTRE

### 1. Méthode de l'analyse

Depuis le temps de la querelle sur des questions de méthode, qui mit aux prises Carl Menger<sup>1</sup> et Gustav von Schmoller<sup>2</sup>, les économistes doivent user de la méthode inductive aussi bien que de la méthode déductive. Par des abstractions sélectionnées<sup>3</sup> ou d'ordre général, l'économie politique aboutit aux directions générales sur lesquelles se fonde la théorie déductive. D'autre part, en serrant de plus en plus près la réalité, il faut que l'économiste qui se sert de la théorie déductive ne perde pas de vue que les propositions de cette méthode sont justes dans la mesure où elles ont été déduites avec une rigoureuse logique, mais que, dans le domaine de la réalité économique, les propositions n'ont de valeur que si les hypothèses choisies correspondent aux faits économiques. Toutefois, dans l'emploi de la théorie déductive, il faut admettre préalablement qu'un examen du matériel économique effectif ne semble possible que si les économistes qui entreprennent les recherches disposent déjà du résultat de recherches théoriques faites a priori dans le domaine économique<sup>4</sup>. S'il est possible de faire diverses suppositions, plus ou moins vraisemblables, sur la façon d'agir des individus, la méthode déductive aboutit alors à des résultats partiels sur le plan de la théorie économique. Ces résultats seront différents, selon que l'on aura adopté telle ou telle supposition; on usera donc, dans cette théorie, de la méthode des variations<sup>5</sup>, et l'on ne pourra prévoir qu'une différence de résultats, selon que l'on aura effectivement adopté telle ou telle attitude.

<sup>1</sup> Carl Menger: *Untersuchung über die Methode der Sozialwissenschaft*, Leipzig, 1883.

<sup>2</sup> Gustav von Schmoller: *Allgemeine Volkswirtschaftslehre*, Berlin, Leipzig, 1919. *Zur Methodologie der Staats- und Sozialwissenschaften*, dans *Schmollers Jahrbuch der Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft des deutschen Reiches*, Leipzig, 1883.

<sup>3</sup> Max Weber: *Wirtschaft und Gesellschaft*, dans *Grundriss der Sozialökonomie*, tome 1, Tubingue, 1914, pp. 1 ssq.

<sup>4</sup> Walter Eucken: *Grundlagen der Nationalökonomie*, Jéna, 1940. *Kapitaltheoretische Untersuchungen*, Jéna, 1934.

<sup>5</sup> Richard v. Strigl: *Die ökonomischen Kategorien und die Daten der Wirtschaft*, Jéna, 1923.

La théorie déductive se voit imposer une autre limite encore: en effet, elle ne peut suivre que le changement d'une donnée, tandis qu'en réalité la vie économique n'est jamais statique et les secteurs économiques sont constamment en mouvement.

Pour concevoir théoriquement ce qu'est l'économie, l'on se sert de schémas, qui sont une simplification consciente de la marche économique<sup>1</sup>, méthode que l'histoire explique: c'est en effet une réaction contre l'importance excessive attribuée à la monnaie par le mercantilisme<sup>2</sup> — idée soutenue par Hasbach<sup>3</sup> —. Ce n'est que bien plus tard que l'on s'est demandé si une analyse économique, faisant abstraction du secteur monétaire, était au fond possible. Il résulta donc de cet état de choses que la théorie de l'économie politique se développa en deux grandes écoles: l'une étudia l'économie extra-monétaire; l'autre se concentra sur l'étude de secteur monétaire. Cette séparation que l'on trouve déjà chez Knut Wicksell<sup>4</sup>, par exemple (le premier tome de ses cours traite en effet du système extra-monétaire, tandis que le second comprend l'étude du système monétaire), aboutit donc à ceci: l'on chercha à introduire dans le domaine de l'économie monétaire des résultats et des idéals acquis dans le système extra-monétaire.

## 2. Equilibre de l'économie de la consommation

La théorie moderne de l'économie politique part de l'action des individus; l'on peut donc admettre qu'elle correspond assez bien aux lois de Gossen. On part de l'idée que l'intensité des besoins diminue à partir d'un certain point, c'est-à-dire à mesure que les besoins sont satisfaits; et en outre, que l'individu satisfait ses besoins de telle manière qu'il répartit son revenu sur les divers genres de besoins, si bien que l'utilité marginale de l'unité du revenu est partout la même<sup>5</sup>. Etant donné que les besoins des individus sont en règle générale illimités, tandis que les moyens propres à les satisfaire, c'est-à-dire les richesses, pour autant qu'elles sont exploitées, sont rares,

<sup>1</sup> L. von Mises: *Nationalökonomie, Theorie des Handelns und des Wirtschaftens*, Genève, 1940, pp. 224 ssq.

<sup>2</sup> Karl Heckscher: *Der Merkantilismus*, Leipzig, 1931.

<sup>3</sup> Karl Hasbach: *Die allgemeinen philosophischen Grundlagen der von François Quesnay und Adam Smith begründeten Oekonomie*, Berlin, 1891.

<sup>4</sup> Knut Wicksell: *Vorlesungen über theoretische Nationalökonomie*, Jéna, 1923. *Grundlage des Marginalprinzips*, tome 1, Jéna, 1923; tome 2, Jéna, 1926.

<sup>5</sup> F. v. Wieser: *Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft*, dans *Grundriss der Sozialökonomie*, volume 1, première édition, Tubingue, 1914.

il faut que les individus soient économes de leurs richesses. Ils peuvent éviter la pénurie des biens de consommation par une mise en action plus intense des moyens de production ou par l'effort humain porté à un plus haut degré<sup>1</sup>. Le problème reste malgré tout irrésolu, car à la place de la pénurie des biens de consommation, succède, en effet, la pénurie des facteurs de production «originaux». Un chef de famille, ou celui qui est placé à la tête d'une économie fermée, comme le ministre de la production d'une économie socialiste, doit aussi tenir compte de la pénurie des facteurs de production et de la main-d'œuvre disponible. Admettons des connaissances techniques données qui permettent d'accroître, grâce au travail des individus, les réserves de facteurs de production «originaux»; il n'en reste pas moins, comme dernier facteur déterminant du placement des richesses, ainsi qu'Adam Smith l'a déjà reconnu, la somme de travail que l'individu est prêt à fournir<sup>2</sup>. On peut en outre admettre, du moins approximativement, que les individus travailleront aussi longtemps que le mécontentement du travail sera considéré comme inférieur à la rémunération que l'on attend pour le travail fourni<sup>3</sup>.

D'une part, la décroissance d'ophémilité augmente à partir d'un certain point, très vite atteint en général, tandis qu'inversement, d'après la technique admise la loi générale du rendement fait qu'après avoir dépassé la combinaison optimale, on atteint un point où le rendement n'est plus en proportion avec l'effort fourni<sup>4</sup>. L'équilibre ne serait donc atteint qu'au moment où la production d'une économie donnée a atteint le point maximum qui résulte de la loi générale du rendement<sup>5</sup>.

### 3. Economie extra-monnaire

C'est dans le Tableau économique de François Quesnay que nous trouvons pour la première fois l'idée d'équilibre en économie politique; elle fut reprise par la loi de l'offre et de la demande sous la forme développée par Adam Smith, c'est-à-dire comme base du prix naturel équivalent du prix

<sup>1</sup> Adam Smith: *An Enquiry into the Nature and the Causes of the Wealth of Nations*, édition de Cannan, Londres, 1925.

<sup>2</sup> David Ricardo: *Political Economy and Taxation*, édition Gonnar, Londres, 1928.

<sup>3</sup> F. X. Weiss: *Abnehmender Ertrag, Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, 4ème édition, Jéna, 1929.

<sup>4</sup> John Bates Clark: *The Distribution of Wealth*, Londres, New York, 1899.

<sup>5</sup> Umberto Ricci: *Die Arbeit in der Individualwirtschaft*, dans *Wirtschaftstheorie der Gegenwart*, volume 2, Vienne, 1932.

statique de l'école classique. L'idée d'équilibre n'atteint cependant son plein développement que dans les travaux de Léon Walras<sup>1</sup> de l'École de Lausanne et dans ceux de Vilfredo Pareto<sup>2</sup>, qui compta au nombre de ses disciples Gustav Cassel, Knut Wicksell et peut-être même Irving Fisher.

Supposons que les prix des biens soient connus sur un marché pour un temps T 1; les individus agiront alors de telle façon que pour chaque catégorie de biens, l'utilité marginale divisée par le prix, en d'autres termes l'ophémilité devienne égale pour tous les biens. Deuxièmement, pour que l'équilibre règne sur le marché, il faut qu'en outre les quantités des marchandises offertes égalent les quantités demandées; troisièmement, que les sommes dépensées égalent les recettes. Ces trois conditions d'équilibre suffisent pour déterminer le prix des marchandises à condition que les ophélimités individuelles soient connues d'avance.

Le procédé mathématique employé consiste à supposer que le prix d'une grandeur quelconque est connu pour prouver ensuite que cette grandeur subit nécessairement les variations d'autres grandeurs supposées connues.

Si l'on complète ce schéma en y introduisant le processus de production, on obtient deux autres conditions d'équilibre caractérisées en ce que, quatrièmement, la quantité de facteurs de production employée doit égaler la quantité destinée à la production de biens de consommation et que cinquièmement, il faut choisir parmi les procédés techniques le plus rationnel, c'est-à-dire celui avec un coût minimum<sup>3</sup>.

Ces deux derniers systèmes suffisent alors à déterminer quelles pourront être les autres inconnues, notamment le prix des facteurs de production originaires, à condition toutefois que la production soit déterminable. Il s'en suit qu'à n'importe quel moment, la valeur des facteurs producteurs est liée à une estimation déterminée faisant partie du calcul des individus, condition de l'intégration présupposée.

Comme nous avons, d'une part, les constantes du système qui sont l'échelle des besoins et, d'autre part, les variables qui sont les connaissances techniques, ainsi que les stocks des matières premières, qui déterminent ensemble le système d'équilibre d'où se déduisent tous les prix des marchandises, nul n'a jamais songé à résoudre, sur le plan pratique, le système d'équation de l'école mathématique.

<sup>1</sup> Léon Walras: *Éléments d'économie politique pure*, Paris, 1926.

*Théorie mathématique de la richesse sociale*, Lausanne, 1883.

<sup>2</sup> Vilfredo Pareto: *Manuel d'économie politique*, Edition Bonnet, Paris, 1928.

*Economie mathématique*, *Encyclopédie des Sciences Mathématiques*, Paris, Leipzig, 1911, volume I, 4, p. 606.

<sup>3</sup> G. Cassel: *Theoretische Sozialökonomie*, 5ème édition, Leipzig, 1932, p. 55 ssq.

Le but de la construction théorique est plutôt de démontrer la tendance vers un état d'équilibre caractérisé par le plein-emploi, par la rémunération de chaque facteur producteur, d'après sa productivité, et enfin, sous certaines réserves, vers le produit social maximum<sup>1</sup>.

La théorie mathématique de l'équilibre, à l'exemple de Cassel, peut aussi être développée en partant directement des courbes de la demande.

N'importe quel changement dans les besoins provoquera un changement de la demande, à condition que les individus disposent du pouvoir d'achat nécessaire. En général, ce pouvoir d'achat sera leur rémunération pour leur contribution au processus producteur au cours de la période écoulée.

Supposons une augmentation de la demande. Il s'en suit une augmentation des prix des biens demandés jusqu'au moment où l'offre est égale à la demande. De la hausse des prix, il résultera par conséquent une augmentation des bénéfices pour les propriétaires des facteurs producteurs en question.

S'il y a libre concurrence, ces bénéfices feront accourir des entrepreneurs sur le marché qui, pour satisfaire à la demande, réaliseront de nouvelles productions. Ces entrepreneurs feront, d'une part, monter sur le marché d'approvisionnement les prix des facteurs producteurs qui leur sont nécessaires; d'autre part, la concurrence provoquera une baisse des prix sur le marché, jusqu'à ce qu'il y ait équilibre entre le prix de revient et le coût de la production. Bien entendu, il faudra calculer le salaire normal de l'entrepreneur dans le coût de production, salaire représentant sa rémunération en tant qu'employé. Ainsi, la rente de l'entrepreneur disparaîtra<sup>2</sup>.

Inversément, la demande peut fléchir; les entreprises subiront des pertes, car pendant un certain laps de temps, elles écouleront leurs produits en-dessous du coût de production. Leurs installations subiront ainsi une dépréciation. Par conséquent, on s'abstiendra de construire de nouvelles installations et les moyens de production qui ne sont pas spécifiques seront employés dans d'autres secteurs<sup>3</sup>.

Après une période de transition, qui à vrai dire peut durer longtemps, l'offre s'adaptera à la nouvelle demande, tandis que les capitaux investis perdront de leur valeur. Une partie de la main-d'œuvre qualifiée ira travailler dans d'autres secteurs de la production et les jeunes ouvriers apprendront d'autres métiers.

<sup>1</sup> Richard v. Strigl: *Einführung in die Grundlagen der Nationalökonomie*, Vienne, 1937, p. 60.

W. A. Jöhr: *Theoretische Grundlagen der Wirtschaftspolitik*, St. Gall, 1943, p. 44.

<sup>2</sup> J. Schumpeter: *Eine Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Leipzig, 1935, p. 343.

<sup>3</sup> John Stuart Mill: *Principles of political Economy*, Londres, 1848, T I, p. 545.

Si les connaissances techniques s'améliorent et si l'on découvre un nouveau procédé technique qui permette de fabriquer un produit meilleur marché que jusqu'ici, la concurrence des entrepreneurs entre-eux entraînera alors une baisse du prix de ce bien au niveau du nouveau coût de production. Toutefois, pour qu'une telle adaptation ait lieu, il faut que le nouveau procédé de fabrication soit à la portée de chaque entrepreneur et non pas protégée par un brevet d'invention.

Nous présentons dans notre exposé deux remarques importantes, dirigées contre le système d'équilibre Walras-Pareto :

- a) Le système d'équilibre décrit un état final intemporel que l'on pourrait atteindre si les dates ne variaient pas. Il ne dit cependant rien du moment de transition entre un état d'équilibre A, dans un temps donné T 1, et le nouvel état d'équilibre B dans un temps T 2. En effet, l'état d'équilibre A tend vers B lorsque la somme globale des revenus se modifie ou que l'emploi du revenu varie. D'autre part, les entrepreneurs, dans le temps donné T 1, jugent quelle tournure va prendre le marché dans le temps donné T 2 et lancent donc de nouvelles productions qui exigent du temps et aboutissent à des bénéfices ou des pertes selon que leurs prévisions ont été justes ou fausses<sup>1</sup>.
- b) Le système d'équilibre se fonde sur la fiction d'un bien monétaire dont la qualité unique est d'être l'étalon général des prix. Cette monnaie fictive a pour seule fonction de rendre possible le passage des grandeurs d'intensité qui sont des utilités marginales, aux prix chiffrables. En lieu et place de ces estimations subjectives, toute action peut être calculée à l'aide du système des prix ainsi établi.

La conception de la monnaie neutre, du moins dans la forme sous laquelle l'a comprise Wicksell, a son origine dans le système d'équilibre que nous venons de décrire. Une monnaie neutre, selon Wicksell, est une monnaie qui subit les changements de l'économie réelle et qui permet de calculer mais qui d'elle-même ne provoque aucune modification dans le système d'équilibre final.

L'on peut également attribuer à Pareto l'idée de monnaie neutre que nous trouvons chez Cassel. Cassel fait valoir que dans un système capitaliste, le progrès technique peut donner lieu à deux conceptions de politique monétaire. D'une part, le progrès technique a pour conséquence une baisse du coût de production. Si les revenus nominaux restent les mêmes, les revenus

<sup>1</sup> Hans Mayer: *Vom Erkenntniswert der funktionellen Preistheorien, Wirtschaftstheorie der Gegenwart*, Vienne, 1932, T II.

réels augmentent en conséquence et ce sont les consommateurs qui bénéficient du progrès technique. D'autre part, la politique monétaire peut tendre à stabiliser les prix. Dans ce cas là, le progrès technique revient aux entrepreneurs. Dans son ouvrage «*Theoretische Sozialökonomie*», Cassel met en évidence ces deux possibilités.

Cassel est en principe d'avis que les consommateurs doivent être les bénéficiaires, mais il souligne que les entrepreneurs doivent néanmoins jouir d'une partie du bénéfice réalisé par le progrès technique. Cette part doit être telle qu'ils aient le désir de réaliser de nouveaux procédés techniques, condition indispensable pour acquérir de nouveaux bénéfices.

Irving Fisher<sup>1</sup> soutient le point de vue des producteurs d'une façon beaucoup plus précise que ne le fait Cassel. Si les prix des marchandises doivent rester les mêmes pour le «porte-monnaie de la ménagère», cette condition implique que les entrepreneurs sont les bénéficiaires du progrès technique.

<sup>1</sup> Irving Fisher: *Mathematical Investigation in the Theory of Value and Prices*, New-Haven, 1925.

## THEORIE QUANTITATIVE ET MONNAIE NEUTRE

L'origine de la théorie monétaire remonte à la théorie quantitative de la monnaie, telle qu'elle s'est développée à la suite de l'altération monétaire du moyen-âge; sous sa forme primitive, elle découle de l'observation suivante: un accroissement du volume monétaire provoque en général une hausse de prix. Dans la mesure où en théorie monétaire, les considérations se fondent encore sur la théorie quantitative, cette théorie est représentée sous deux formes. Irving Fisher<sup>1</sup> présente l'équation quantitative de la monnaie sous la forme  $MV = HP$ , M représentant le volume monétaire et V la vitesse de circulation de la monnaie, tandis que H signifie le volume commercial et P le niveau général des prix. Fisher décompose ensuite M, volume de la monnaie fiduciaire, en M 1, avec une vitesse de circulation V 1 et la monnaie scripturale en M 2 avec une vitesse de circulation V 2. Tandis que Fisher part de l'ensemble du volume monétaire et de sa vitesse moyenne, Schumpeter<sup>2</sup> donne à l'équation quantitative la forme  $\sum ( \text{de tout n. v.} = \text{somme de tout p. h.} = \text{somme} )$  de tout e; a signifiant le volume monétaire, v la vitesse de circulation, p les prix des transactions, h les quantités échangées et e les revenus des individus. On a reproché à la théorie quantitative de représenter, en tant qu'équation, en tautologie, puisque la somme de tous les chiffres d'affaires doit naturellement égaler la valeur des marchandises échangées contre de l'argent et que, d'autre part, toutes les sommes dépensées proviennent du revenu des individus. Si elle doit émettre une hypothèse sur le développement, la théorie quantitative ne signale pas grand chose; Amonn<sup>3</sup> l'a mis en évidence en disant qu'elle est en mesure d'annoncer, lorsque l'une des grandeurs change, qu'une autre changera aussi, mais non laquelle ni de quelle manière. Sans faire nôtre le jugement nettement hostile de Bertraod Nogarò<sup>4</sup>, nous serons cependant d'accord avec Marget<sup>5</sup> affirmant que la

<sup>1</sup> I. Fisher: *The theory of interest*, chapitre II, New York, 1930.

<sup>2</sup> J. Schumpeter: *Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige*, dans *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, volume 44, pages 627-715.

<sup>3</sup> A. Amonn: *Der Erkenntniswert der Quantitätstheorie*, dans *Zeitschrift der Schweizerischen Statistik und Volkswirtschaft*, Bâle, 1941.

<sup>4</sup> B. Nogarò: *La valeur logique de la théorie quantitative*, Paris, 1943.

<sup>5</sup> A. W. Marget: *The theory of prices*, volume 1, New York, 1938.

théorie quantitative est devenu actuellement une énumération de rubriques; elles peuvent être utiles pour étudier la monnaie, mais il faut recourir à d'autres sources, notamment à la théorie générale des prix, pour en savoir davantage.

Sous la forme exposée, la théorie quantitative est cependant devenue le point de départ de postulats sur la théorie de la monnaie, en particulier sur la théorie de la monnaie neutre. Si l'on divise  $MV$  par  $H$ , à l'exemple de Fisher, on peut postuler que, pour une monnaie idéale,  $P$  doit rester stable. Inversement, selon Schumpeter, on peut demander que toute différence soit abolie entre le revenu nominal et le revenu réel. Ce qui signifie que dans une économie libérale, les revenus doivent correspondre à la production marginale, que *n.v.* doit être réglé de telle sorte que le revenu nominal corresponde toujours au revenu réel. La conception de Schumpeter va donc beaucoup plus loin que celle de Fisher; elle demande en effet qu'à tout changement de la production marginale corresponde un changement des revenus nominaux. Schumpeter ne dit toutefois pas si ce changement doit provenir d'une manipulation du côté monétaire, ou s'il faut que la monnaie soit organisée de telle façon qu'elle s'adapte le plus rapidement possible aux changements de la production marginale. En tant qu'économiste, Schumpeter pensait, du moins quand il écrivait «*Sozialprodukt und die Rechenpfennige*», que le recours au Gold Specie Standard était la meilleure façon d'y atteindre.

## 1. Niveau général des prix

### a) Fluctuations des prix

Une détermination mathématique exacte du niveau général des prix devrait englober les prix de toutes les marchandises échangées et fournir en outre les poids des stocks échangés. Il faudrait donc calculer numériquement les termes de l'équation Schumpeter, ce qui du point de vue technique est impossible; néanmoins, si cette équation se révélait juste, elle ne conduirait d'ailleurs qu'à *n.v.* Schumpeter part de l'idée que les prix moyens de production sont déterminés par imputation des prix des biens de consommation; que ce moyen suffit donc, si l'on réussit à déterminer le niveau des prix des biens de consommation. Dans une économie dynamique cependant, le procédé d'imputation a été abandonné par Schumpeter lui-même. On peut toutefois admettre que les bénéfices des entrepreneurs ne

seront pas excessifs dans la mesure et aussi longtemps que les variations de la valeur monétaire restent faibles; l'imputation fonctionnelle a donc une certaine valeur, du moins approximativement. Schumpeter se borne à démontrer que, si l'on réussit à limiter les variations du niveau général des prix des biens de consommation, le niveau général des biens de production sera, de ce fait, relativement stable. Cet économiste suppose donc que les changements dus aux conditions techniques ne sont pas de grande envergure, de telle sorte que le niveau entre les prix des biens de production et celui des biens de consommation ne sera pas déplacé. Seconde condition importante: ce déplacement ne doit pas se produire à la suite de cycles économiques, condition qui d'après la théorie cyclique psychologique de Schumpeter ne correspond pas à la première réserve. Il est vrai qu'il est impossible de déterminer techniquement le niveau général des prix des biens de consommation; il faut donc, dans le domaine de la statistique, se borner à indiquer des budgets de ménage représentatifs. Admettons que l'on trouve des budgets représentatifs, ils ne se développeront pas de la même façon, bien loin de là! Si, en économie politique, la répartition des revenus se modifie, il faut, ou bien dresser un indice pondéré entre les différentes classes de revenus, ou se résoudre à ne considérer comme représentative qu'une seule catégorie de revenus. Du point de vue purement théorique, ces deux façons de procéder sont arbitraires, puisqu'il est possible d'affirmer, de ce point de vue théorique, que de gros revenus doivent subsister à côté de revenus moyens à cause du volume d'épargne nécessaire. Il n'existe toutefois pas d'expression mathématique déterminant à quel degré les revenus moyens sont plus importants que les grands revenus. Le deuxième procédé, choisi par tous les statisticiens qui veulent établir le coût de la vie, et qui est de prendre comme modèle une certaine catégorie de salaires, n'est pas plus sûr. On peut admettre qu'un ménage d'ouvriers de 4 personnes (2 adultes et 2 enfants) constitue une solution approximative assez satisfaisante, sans faire ressortir qu'il existe d'autres classes que la classe ouvrière, que tous les ouvriers ne sont pas mariés, ni pères de deux enfants et que toutes les familles ouvrières de 4 personnes n'ont pas, quant à la consommation, les mêmes habitudes.

Postuler une monnaie neutre c'est, selon Schumpeter, déclarer sur le plan pratique, d'une façon plus ou moins arbitraire, que l'on veut stabiliser à une somme déterminée la consommation de familles données. Mais l'établissement de l'index du coût de la vie présente d'autres difficultés encore. Les statisticiens ont objecté que les livres de compte des ménages dont on dispose, présentent un défaut systématique. Les familles qui tiennent ces livres sont vraisemblablement des familles ordonnées, plus

économiques et faciles à satisfaire sans doute que la moyenne de celles dont on voulait justement déterminer le volume de consommation. Dès qu'un indice embrasse une période relativement longue, il faut prévoir que les catégories de marchandises changent et que leur qualité et leur volume varient aussi. Si l'on change l'indice, en le basant d'après un temps donné sur de nouveaux budgets de ménage, il sera théoriquement impossible de le comparer avec l'indice précédent. Continue-t-on d'autre part à tenir cet indice à jour, il sera pour ainsi dire inévitable de commettre des fautes systématiques, dès que des changements volontaires ou non se produisent dans les habitudes de consommation, comme on l'a expérimenté par exemple lors du rationnement, au cours de la dernière guerre mondiale. Convenons toutefois que par la combinaison de  $(P_1) \cdot (Q_1)$  et  $(P_2) \cdot (Q_2)$ ,  $P$  signifiant prix,  $Q$  quantité, dans un temps donné 1 et dans un temps donné 2, l'on peut obtenir des solutions approximatives utilisables. Les difficultés proprement théoriques proviennent de deux autres côtés. Admettons que l'on puisse pratiquement maintenir à une même niveau l'indice du coût de la vie; si des progrès économiques se produisent au même moment, les prix par unité  $P$  doivent avoir baissé d'une façon systématique. L'indice sera systématiquement faussé, si  $Q$  augmente systématiquement et si, par suite de la hausse constante du standard de vie, fait avec lequel tous les partisans de l'indice du coût de la vie comptent, l'on consomme constamment d'autres biens, de qualité supérieure. Il est possible de calculer l'indice aussi longtemps que l'on peut prévoir, par exemple, qu'une famille en possession d'une bicyclette en acquerra une seconde. Mais dès que cette famille se servira d'une automobile et non plus d'une bicyclette, on sera en face d'un problème insoluble; celui de savoir quelle est l'importance du rapport entre une automobile et une bicyclette. Nous touchons ici à l'antinomie des valeurs, obstacle que l'école classique a déjà rencontré. Dans l'économie libre, ce sont justement les prix que l'on veut stabiliser qui permettraient de marquer quelle est l'importance du rapport existant entre une bicyclette et une automobile. Chercher à déterminer quelle est en soi l'importance des autos et des bicyclettes est aussi absurde que de se demander, à l'exemple de Ricardo, quelle est l'importance du rapport existant entre le pain et les diamants, puisque les deux prix ne s'expliquent que par l'offre et la demande, c'est-à-dire par une appréciation personnelle des valeurs impossible à déterminer.

Nous pouvons conclure l'examen de cette question en disant que l'indice du coût de la vie rend de grands services, s'il s'en tient à de très courtes périodes, au cours desquelles ne surviennent que de légères modifications dans les prix. Mais pour une théorie fondée sur la monnaie neutre, qui exige des périodes à longues échéances, cet indice est inutilisable.

## b) Fluctuations cycliques

La deuxième objection de poids à élever contre la détermination du niveau général des prix découle de la théorie cyclique. Admettons que l'on ne réussisse pas à stabiliser le niveau général des prix — parce que des causes systématiques existent dans notre système économique, qui produisent un changement du niveau général des prix, comme c'est le cas par exemple pour les fluctuations cycliques — on a alors le choix soit d'écarter ces changements systématiques, soit de renoncer à utiliser un indice. S'il est vrai que, et Schumpeter précisément s'est fait le pionnier de cette idée, les fluctuations cycliques sont le prix que l'économie capitaliste doit payer pour le progrès économique, le problème passe de la sphère des moyens à celle des buts économiques. Dans la mesure où la théorie cyclique développée par Wicksell<sup>1</sup> est juste, l'on peut soit tenter, comme le voulait cet économiste, de réduire les fluctuations cycliques; c'est-à-dire chercher du moins à stabiliser l'indice du coût de la vie, tout en renonçant, en partie, à l'idée de Schumpeter<sup>2</sup> d'une hausse graduelle du pouvoir d'achat des masses; soit, à l'exemple de Schumpeter, admettre les fluctuations cycliques. En tel cas, le pouvoir d'achat des masses s'accroîtra sans doute avec le temps et forcément l'indice du coût de la vie variera aussi. Mais ce n'est plus aux théoriciens de l'économie politique de choisir entre les buts de la politique économique. Pour celle-ci, il s'agit probablement d'atténuer autant que faire se peut les effets nuisibles du cycle des fluctuations, notamment les anéantissements de capitaux, en affaiblissant le moins possible l'initiative des entrepreneurs, source du progrès économique. Il est sans doute impossible de résoudre ce problème sous une forme mathématique. Supposons qu'une autorité monétaire soit prête à admettre dans l'indice, des fluctuations de 10 %, et à ne prendre qu'à ce moment des mesures, ou devrait alors pouvoir dire jusqu'à quel degré se modifie<sup>3</sup>, sous l'influence de cette marge, l'attitude psychologique des entrepreneurs. Seul le passé peut fournir des données statistiques à ce sujet. Puisque les problèmes des entrepreneurs ne se posent qu'en regard de l'avenir, la statistique ne peut rien prévoir quant à l'attitude que prendront les entrepreneurs à l'avenir. Il est probable que la limite de solidité de notre système économique est presque atteinte à l'heure qu'il est<sup>4</sup> et l'on peut se demander

<sup>1</sup> Knut Wicksell: *Vorlesungen über Nationalökonomie*, volume 2, p. 220 ssq., Jéna, 1923.

<sup>2</sup> J. Schumpeter: *Business Cycles*, New York, 1939.

Haberler: *Prosperité et Dépression*, Genève, 1943, p. 166 ssq.

<sup>3</sup> Haberler: *Der Sinn von Indexpzahlen*, Halberstadt, 1928.

L. v. Mises: *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Jéna, 1928.

<sup>4</sup> F. A. Hayck: *Conférence à Zurich*, 26 novembre 1948.

si les nombreux signes de fatigue que l'on a coutume de qualifier de «paralysie de l'initiative des entrepreneurs» et de «fin du capitalisme» ne découlent pas de la politique monétaire actuelle et de celle des fluctuations cycliques.

## 2. Vitesse de circulation de la monnaie

### a) Détermination de la vitesse de circulation

La vitesse de circulation de la monnaie est une des notions de théorie monétaire les plus combattues. Etant donné qu'on la ramenait à l'origine à la représentation du nombre de changements de main subis par le signe monétaire concret durant la période à laquelle se rapportait le revenu, il semblait impossible de définir parallèlement la vitesse de circulation de la monnaie scripturale. Il y a deux façons essentielles de déterminer la vitesse de circulation :

1. L'on peut partir du total des dépenses d'une économie donnée et le diviser par l'encaisse moyenne. On aura alors la vitesse de circulation de la monnaie scripturale en tant que division de l'ensemble des transactions de l'Institut d'émission, divisé par l'avoir moyen qu'il détient. Le défaut de cette méthode, c'est de ne pas considérer que les ménages privés, aussi bien que les entreprises, ont un certain avoir à l'encaisse servant de réserve qui normalement n'entre pas en circulation et au sens figuré, peut être considéré comme thésaurisé.

2. Tandis que la première méthode recherche d'une détermination directe se réclame notamment de Fisher<sup>1</sup> et de son école, Pigou<sup>2</sup> veut faire découler la vitesse de circulation de la monnaie de l'équation quantitative elle-même. Si le revenu monétaire est connu pour une période donnée, et s'il est possible de déterminer le volume monétaire en circulation, la vitesse de circulation découle alors directement de la division de  $e$  par  $n$ . Cette méthode de détermination se fonde vraisemblablement sur deux hypothèses. Premièrement, il faut être capable de fournir la valeur monétaire des revenus. Ce qui est statistiquement possible pour des périodes de courte durée, en envisageant

<sup>1</sup> I. Fisher: *Die Kaufkraft des Geldes*, Berlin, 1922, chap. XII.

<sup>2</sup> A. Pigou: *Industrial Fluctuations*, Londres, 1929, page 141.

des erreurs plus ou moins graves; mais du point de vue théorique pur, il y a cercle vicieux, étant donné que  $e$  est une fonction des prix et des transactions, et qu'il montera sans doute si les prix augmentent. Du point de vue purement logique, l'on peut dire que si les prix sont montés plus haut que le volume monétaire n'est monté, la vitesse de circulation de la monnaie s'est accrue; en d'autres termes que les individus, craignant probablement les effets de l'accroissement du volume monétaire réduisent leur montant en caisse. Ce système de détermination suppose encore que l'on puisse définir nettement le volume monétaire. Si l'on se borne à considérer le volume de la monnaie fiduciaire, on agit d'une façon irréfutable du point de vue logique, tout en négligeant cependant le facteur le plus important pratiquement, c'est-à-dire les fluctuations de la monnaie scripturale. Si l'on cherche d'autre part à déterminer l'ensemble du volume monétaire, on peut le déterminer sur le plan théorique, nous le montrerons plus bas<sup>1</sup>, mais non statistiquement, car aucune statistique ne peut prévoir de quels biens les individus vont se servir comme moyens d'échange.

#### b) Variations de la vitesse de circulation

Il semble plus important de démontrer quels facteurs influencent la vitesse de circulation de la monnaie que de déterminer les variations de la vitesse de circulation. Nous devrions distinguer alors entre les considérations à longue et à courte échéance.

1. Considérée à longue échéance, la vitesse de circulation de la monnaie est une fonction de l'habitude des membres d'une économie et dépend, d'une part, de la durée de la période des revenus, d'autre part de la plus ou moins grande intégration de l'économie. Quant à la durée de la période des revenus, si nous supposons que leur versement s'effectue chaque mois, tandis que les dépenses pour les biens de consommation ont lieu au début de chaque semaine, il est évident que l'encaisse moyenne et sa valeur réciproque, la vitesse de circulation, seront plus grandes, respectivement plus petites que si le versement des salaires et les dépenses avaient lieu chaque semaine ou même chaque jour. On peut donc en déduire que n'importe quel volume monétaire, si petit soit-il théoriquement, doit suffire pour assurer le service monétaire, à condition toutefois que la période des revenus s'y adapte. Prenons un exemple concret: L'état de la situation en Angleterre,

<sup>1</sup> V. p. 24 ss.

sous l'Acte de Peel, où l'on croyait effectivement avoir constaté, outre d'autres effets du contingentement rigoureux, une diminution de durée de la période des salaires.

Le volume de la monnaie nécessaire dépend cependant aussi de l'extension prise par les paiements monétaires réciproques dans une économie donnée. Du point de vue purement historique, le fait qu'une économie passe du système direct, c'est-à-dire de l'échange en nature, au système indirect par l'intermédiaire de la monnaie, a pour effet que la pénurie de la monnaie en tant que bien économique augmente, et que, par contrecoup, son utilité marginale s'accroît aussi. Ce fait aura pour conséquence que (et nous pouvons de nouveau citer ici l'exemple de l'Angleterre) les individus restreindront l'usage de la monnaie, en d'autres termes qu'ils réduiront leur encaisse, d'où augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie, à condition que l'offre monétaire ne réagisse pas, ou ne réagisse pas d'une façon correspondante. Pour nous exprimer d'une façon concrète, disons que l'usage toujours plus étendu des chèques, en Angleterre, s'explique par un changement des habitudes de paiement des Anglais. Ce changement découle aussi en partie des avantages qu'offre l'échange indirect, et du fait que, sous l'Acte de Peel, le volume de la monnaie fiduciaire est monté plus lentement que les chiffres d'affaires dans l'économie. En ce qui concerne la politique monétaire, cet exemple historique nous apprend que l'économie réagit à n'importe quelle politique monétaire qui ne correspond pas à l'attente des individus, étant donné qu'elle passe d'un moyen de paiement contingenté à un moyen non contingenté. Nous irons même jusqu'à hasarder la remarque que si les grands économistes de la *Currency School* avaient évité la grave erreur de ne pas considérer comme monnaie la monnaie scripturale, s'ils avaient par conséquent régularisé d'une manière ou d'une autre l'émission des chèques, l'économie serait encore en mesure de trouver des possibilités de transmission du pouvoir d'achat, que l'Etat ne pourrait modifier.

S'il est donc possible d'admettre que la vitesse de circulation de la monnaie *caeteris paribus* est une fonction du stade atteint dans la répartition du travail d'une économie, nous pouvons en déduire deux conséquences. Dans la mesure où l'idée de Smith<sup>1</sup> sur la productivité de la répartition progressive du travail est exacte, et nous n'avons aucun motif, fondé sur des raisons théoriques ou historiques, d'en douter, mais au contraire de fortes raisons de supposer que la loi de sociabilité ricardienne<sup>2</sup> vaut a priori, la

<sup>1</sup> A. Smith: *Wealth of Nations*, Edition Cannan, New York, 1935, tome I, p. 3.

<sup>2</sup> D. Ricardo: *Des principes d'économie politique et de l'impôt*, Paris, 1819, p. 192 ssq.

répartition du travail dans l'économie, ainsi que le «volume monétaire nécessaire», s'accroîtront au rythme du progrès technique croissant. Deux réactions s'élèvent contre ce raisonnement qui fut valable cependant pour l'ère du libéralisme jusqu'à la première guerre mondiale. Sans entrer dans les détails sur le caractère problématique de la loi de Bücher, relative à la production massive, l'on peut cependant admettre la supériorité de la grande industrie pour certaines branches de la production industrielle. Si cette supériorité existe, et que la population ne s'accroît pas plus rapidement que les améliorations techniques, le nombre des entreprises aura tendance à diminuer. Nous pouvons renoncer à entrer dans les détails sur la question de savoir si ce fait conduira au monopole ou si des tendances contraires se manifesteront. Dans la mesure où la grandeur de l'entreprise même, et notamment si la concentration de l'industrie tend à s'étendre verticalement et absorbe des industries antérieures ou postérieures, le nombre des transactions faites en échange de monnaie décroîtra. Le «volume monétaire nécessaire» décroîtra ou, en d'autres termes, les prix augmentent, si la monnaie en circulation ne varie pas. La seconde réaction importante que l'on peut constater à une longue échéance, est en corrélation avec la répartition internationale du travail. Si l'on admet qu'en 1914 l'or représentait une monnaie internationale, existant aujourd'hui encore à quelques réserves près, comme le prouve l'Union européenne de paiements et l'Organisation de la Banque des Règlements internationaux, une augmentation de la répartition internationale du travail conduira à un accroissement du besoin de monnaie. Inversement, une diminution de la répartition internationale du travail, causée par les douanes, l'administration des devises, les accords de clearing et la compensation, provoquera l'apparition de tendances inflationnistes. Si l'on veut tirer des conclusions d'économie politique valables pour le présent, disons qu'un des moyens possibles de combattre l'inflation est l'accroissement de liberté dans le trafic économique international.

Pour des considérations à longue échéance, sous la réserve faite, nous pouvons cependant constater une grande stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie, permettant de négliger le mode de détermination de ce facteur s'agissant de développements théorique, et de l'admettre comme constant, même si en fait il était compliqué de le déterminer effectivement.

2. Il nous faut mettre deux facteurs en évidence si nous voulons considérer les phénomènes à brève échéance qui influencent la vitesse de circulation de la monnaie.

La grandeur de l'encaisse des individus est déterminée, d'une part par les avantages qu'ils se promettent de cette dernière, et d'autre part par la perte d'intérêt que l'encaisse produit nécessairement.

Keynes<sup>1</sup> a montré, et nous le marquerons plus clairement encore en parlant du taux d'intérêt<sup>2</sup>, que ces deux grandeurs ne sont pas complètement indépendantes l'une de l'autre; l'on peut donc laisser en suspens la question de savoir, si effectivement, la recherche de liquidité a tendance à croître structurellement. *Cæteris paribus*, nous pourrions cependant admettre que si le taux d'intérêt augmente, l'encaisse diminue et la vitesse de circulation s'accroît, faits également constatés dans la phase ascendante pour la monnaie fiduciaire. Et qu'inversement, lorsque le taux d'intérêt décroît, c'est-à-dire en période de dépression, l'encaisse augmente, tandis que la vitesse de circulation de la monnaie décroît.

Mais ce raisonnement ne vaut sans doute tant qu'il n'y a pas de primes positives ou négatives sur les prix. Dès que les individus supposent que les prix vont monter, ils ont tout intérêt à réduire leur encaisse. Ce fait peut se produire, soit dans la deuxième phase du «boom» sur laquelle repose le principe d'accélération, soit lorsque les individus prévoient que l'Etat provoquera une inflation systématique. Surviennent alors des phénomènes tels que nous avons pu les observer en Allemagne au moment de l'inflation en 1923 et à un degré plus faible, en France, après 1940. L'accroissement de la vitesse de circulation provoque effectivement la hausse escomptée des prix. Les mêmes faits, annoncés par des signes contraires, surviendront en période de dépression secondaire. Croyant pouvoir acheter moins cher dans un proche avenir, les consommateurs restreignent leurs achats. Par conséquent leur encaisse augmente, aussi longtemps que leurs salaires ne diminuent pas. Puisque la vitesse de circulation diminue, les prix baisseront, les individus voyant leurs prévisions s'accomplir sont encouragés à agir dans la voie choisie.

Nous trouvons chez Silvio Gesell<sup>3</sup> le projet extrême d'influencer la valeur de la monnaie au moyen de la vitesse de circulation.

Le gouvernement a le devoir, dit-il, de prévenir les fluctuations monétaires, et si le besoin s'en fait sentir, de renforcer sa stabilité. Tout désir individuel doit être écarté au sujet de l'ordre de circulation monétaire de l'époque. La spéculation doit être exclue.

<sup>1</sup> J. M. Keynes: *The General Theory of Employment Interest and Money*, Londres, 1936, chap. 14, pages 175-193.

<sup>2</sup> V. supra v. 40.

<sup>3</sup> S. Gesell: *Die Anpassung des Geldes und seiner Verwaltung an die Bedürfnisse des modernen Verkehrs*, Buenos Aires, 1897, p. 6.

*Die Reformation im Münzwesen als Brücke zum sozialen Staat*, Buenos Aires, 1891.

I. Fisher: *Stabilised Money*, Londres, 1935, p. 43 ssq.

Gesell affirme que tous les biens se détériorent sous l'action du temps; qu'ils doivent, par conséquent, être vendus ou consommés en temps utile. La monnaie, par contre, peut être thésaurisée sans dommage. De ce fait, l'altération n'exerce aucune pression sur la monnaie et ne l'oblige pas à paraître sur le marché. Gesell insiste sur la nécessité de faire diminuer le taux de l'intérêt jusqu'à zéro, au moyen d'une monnaie dont la conservation serait frappée d'une taxe et dont on aurait ainsi tout avantage à se débarrasser.

La deuxième influence, qui se fera sentir sans doute à courte échéance, découle de la concentration des entreprises, phénomène fréquent en période de phase ascendante. Comme Schumpeter<sup>1</sup> l'a fait notamment, et après lui, Hayck<sup>2</sup>, d'une façon très précise, il nous faut distinguer entre la découverte du progrès technique et le moment de sa réalisation sur le plan pratique. Celle-ci dépend de la disposition des entrepreneurs et du degré de leur optimisme. Etant donné que la phase ascendante est caractérisée par une surestimation systématique des possibilités d'avenir de la part des entrepreneurs, ceux-ci réaliseront en période ascendante les nouveaux procédés techniques qui réduisent le nombre des exploitations. Le volume monétaire disponible peut donc contenir une plus grande vitesse de circulation; puisque les transactions s'effectuent dès lors sans avoir recours à la monnaie. Une fois en train, la phase ascendante doit se développer sans cesse.

Le même argument semble valoir pour la dépression. Dans la mesure où les cartels sont nés de la nécessité et où ils rationalisent, en période de dépression, pour réduire leurs propres frais, le volume monétaire actif commence donc à croître. Mais fréquemment cette tendance est plus que neutralisée par la réduction massive de la monnaie scripturale qui s'ensuit, puisque les cartels paient des dettes de banque arriérées et que les dettes et exigences des membres entre eux se compensent au moment de la fusion. Si ce raisonnement est juste, la rationalisation exige de nouveaux investissements, en d'autres termes, si l'on crée de nouvelles sources de revenus, la dépression est ralentie.

### 3. *Volume monétaire*

#### a) *Norion de la monnaie*

On désigne communément sous le nom de monnaie ce qui sert de moyen général d'échange, de moyen général de paiement, de commune mesure de

<sup>1</sup> J. Schumpeter: *Economica*, décembre 1927, page 298.

<sup>2</sup> F. A. Hayek: *Prices and Production*, 2ème édition, Londres, 1934, p. 571.

valent, en outre de réserve du pouvoir d'achat et de moyen de transport des valeurs. Cette énumération des fonctions de la monnaie n'est pas sans inconvénients: les différentes définitions peuvent en effet se contredire. Il est relativement facile d'éliminer les fonctions secondaires de la monnaie. L'origine de la notion de monnaie, en tant que réserve du pouvoir d'achat, découle vraisemblablement de la théorie sacrée de la monnaie<sup>1</sup>; en Grèce, ce sont les temples qui sans doute procuraient la monnaie; à cause de leur caractère sacré, ils étaient en même temps le lieu où l'on conservait les trésors. Nous pouvons tracer une parallèle historique, du moins pour l'or et l'argent; les trésors d'or en pièces, tenus en réserve par les grandes puissances au début de la première guerre mondiale, en sont les derniers prolongements. Chacun sait qu'à l'heure actuelle l'on constitue des trésors à l'aide d'autres matières que l'or et l'argent; il suffit de penser, par exemple, à la valeur additionnelle des tableaux en France, dès la fin de la deuxième guerre mondiale, pour constater que des biens réels sont à même de supplanter la monnaie, du moins sous sa forme de billets de banque. En tant que moyen de transport de valeurs, la monnaie fiduciaire n'est plus guère en usage aujourd'hui; l'importance accordée aux effets de commerce, et qui remonte à la Foire de Champagne, décroît sans cesse: on remplace ces effets par les avoirs déposés à la banque étrangère avec laquelle on est en relation; celle-ci ne crée si possible la monnaie scripturale nécessaire qu'au moment où elle accorde le crédit. Knapp<sup>2</sup> a mis au premier plan la fonction de la monnaie en tant que moyen général de paiement. Mais la loi peut beaucoup, notamment par la loi sur les crédits d'une part, par le cours de caisse et l'obligation d'accepter d'autre part, pour conférer un caractère général à un moyen d'échange.

L'emploi du signe monétaire, l'octroi du crédit avant sa protection par la loi et les faits qui se sont déroulés pendant l'inflation allemande de 1923 ont montré que l'on n'a pas pu empêcher l'économie de trouver une issue. En Allemagne, par exemple, une comptabilité basée sur le dollar ou l'or, s'est imposée lorsque la confiance en la monnaie nationale n'existait plus. Il nous reste donc encore à élucider le rapport entre la monnaie, moyen d'échange général, et la monnaie, commune mesure de valeur en tant qu'unité générale de calcul.

L'exemple de la Banque d'Amsterdam, de la Banque d'Hambourg et,

<sup>1</sup> Karl Hefferich: *Das Geld und die Banken*, Leipzig, 1923, tome 1, chapitre 1, page 8 ssq.

<sup>2</sup> G. F. Knapp: *Staatliche Theorie des Geldes*, 3ème édition, Berlin, 1921, page 31 ssq.

dans une certaine mesure, celui des guinées anglaises qui ne furent jamais frappées, semblent prouver qu'une monnaie peut constituer une unité possible de calcul sans être nécessairement moyen d'échange effectif. Pour éviter de fausses conclusions, il nous faudra toutefois recourir à la formation des prix.

Les prix concrets en Hollande, au XVII<sup>e</sup> siècle et en Angleterre après 1707 s'exprimaient par une unité monétaire quelconque. À l'origine, ces unités ne dépendaient pas du change de la Banque d'Amsterdam; on pourrait inverser le rapport et affirmer que la monnaie nationale déterminait le cours de la monnaie émise par la banque. Ce n'est que dans la mesure où les grands marchands hollandais prirent l'habitude d'user entre eux, comme moyen d'échange, de leurs avoirs à la Banque d'Amsterdam que ceux-ci sont devenus monnaie et, dans le cas donné, monnaie scripturale. Dans la mesure où les prix fixés par ces marchands déterminaient les prix sur le marché des biens de consommation, l'unité monétaire, étant moyen d'échange, devint monnaie effective. Les échanges individuels, tels que les décrit Böhm-Bawerk<sup>1</sup> se font sans monnaie, car ils ne dépendent que de l'estimation de la valeur par le partenaire du marché, l'un peut juger qu'une vache, l'autre qu'un cheval, atteint le prix le plus haut. L'expérience faite au cours de l'histoire n'aura pas été sans influence sur l'appréciation de la vache; on se dira, en effet, que cet animal, d'un écoulement facile autrefois, trouvera plus facilement preneur, au moment où l'on voudra le revendre, qu'un cheval. En d'autres termes, si le nombre des échanges, pour une certaine catégorie de biens, s'accroît, ce bien prend une valeur supplémentaire: sa valeur spécifique en monnaie. Celle-ci est fondée sur le fait que les individus prévoient qu'ils pourront toujours revendre ce bien sans perte appréciable.

C'est en ce sens que l'on pourrait trancher le différend entre métallisme et nominalisme. Tout bien jouissant d'une valeur supplémentaire, parce que l'on suppose que l'on pourra s'en défaire plus tard sans grande perte, peut servir de monnaie, qu'il ait une valeur matérielle ou non. C'est une question pratique de se demander si l'expérience faite avec des gouvernements qui ont émis de la monnaie sans cours forcé peut autoriser à apprécier à un plus haut degré une monnaie dotée en outre d'une valeur réelle. La circulation générale des billets de banque à cours forcé, en temps normal, ne semble pas parler en faveur de cette expérience, tandis que la thésaurisation en Suisse en 1940 de pièces d'argent n'ayant qu'une valeur matérielle bien inférieure parle en faveur d'une monnaie reposant sur une valeur réelle.

S'il est relativement facile, sur le plan théorique, de définir comme monnaie tout bien apprécié et acquis en raison de sa qualité de moyen

<sup>1</sup> E. Böhm-Bawerk: *Kapital und Kapitalzins*, Innsbruck, 1902, tome 3, section II.

d'échange, la limitation, sur le plan pratique, de ce que l'on peut considérer comme monnaie, présente des difficultés d'autant plus grandes.

Le cas relativement le plus simple est un système monétaire basé sur le Gold Bouillon Standard et le marché libre des devises, tant que l'or est monnaie mondiale. Aussi longtemps qu'un pays tour au moins, les Etats-Unis d'Amérique pour prendre un exemple concret, déclare être toujours prêt à acheter de l'or, et aussi longtemps que l'importance économique de ce pays est telle que l'on croit pouvoir obtenir la quantité de monnaie désirée correspondant au change de ce pays, l'or restera probablement valeur inébranlable. Mais qu'advient-il de l'or, si l'on envisage les deux possibilités suivantes?

Il se pourrait que les Etats-Unis d'Amérique, tout en conservant le prix d'achat de l'or actuel, fissent une politique inflationniste de telle envergure que la parité du pouvoir d'achat s'imposât dans les changes vis-à-vis des autres pays. La confiance en l'or repose aujourd'hui, du moins en partie, sur le pouvoir d'achat du dollar américain. Si la parité du pouvoir d'achat du dollar tombait, l'utilité marginale de l'or tomberait, ceci en admettant que le prix de l'or reste fixe. Envisageons l'autre possibilité (qui ne se réalisera probablement jamais, étant donné les grosses réserves d'or américaines), c'est-à-dire que les Etats-Unis baseraient plus la valeur de leur monnaie sur l'or. On ne pourrait prévoir alors si un dollar sans valeur substantielle garderait son rang de monnaie internationale ou si l'or conserverait malgré tout sa place. La valeur de l'or tomberait sans doute au niveau de la valeur qu'il a par son emploi industriel, valeur sans cesse en baisse, comme on le sait. On pourrait assister à des faits semblables à ceux qui se sont produits pour l'argent, à la différence toutefois que l'or, aujourd'hui du moins, n'est pas produit auxiliaire, contrairement à l'argent, et a, de ce fait, des frais de production nettement définissables.

Déjà pour le Gold Specie Standard, la fonction d'échange de la monnaie repose en partie sur son utilité marginale en tant que moyen d'échange, donc sur la confiance en la stabilité future de sa valeur; sur la confiance aussi de pouvoir obtenir de l'or comme équivalent de cette monnaie, en cas de nécessité. Cette confiance a pour base les expériences faites jusqu'ici avec la banque d'émission.

Pour le Gold Exchange Standard, tout est beaucoup plus problématique. Si l'on suppose que la Banque d'émission nationale ne fait pas de politique expansionniste, une partie de la valeur de l'unité monétaire qui se fonde sur la convertibilité de la monnaie, dépend cependant de la politique monétaire de l'étranger. Pratiquement, cette question est de moindre importance parce que, pour le Gold Exchange Standard, les devises de couverture ont été

choisies non d'après la teneur en or, mais d'après l'importance économique de pays émetteur. Les expériences faites lors de la dévaluation de 1936 en Suisse ont démontré que lorsque de nombreux Etats étrangers importants dévaluent, la sagesse économique fait un devoir de dévaluer, même si l'on a dans son pays une monnaie basée sur l'étalon-or et non sur le Gold Exchange Standard.

Tout ce que nous avons dit au sujet de la monnaie fiduciaire vaut également pour la monnaie scripturale. Tant que l'on est certain de pouvoir disposer en tout temps de ses avoirs en banque comme moyen d'échange, sans subir de pertes notables, la monnaie scripturale est de la vraie monnaie. A la suite des grands «krachs» bancaires de 1931, l'Amérique, en 1934 déjà, s'est préoccupée de consolider les banques. Nous supposons, et les faits n'ont jamais démenti cette supposition, qu'un Etat fera tous ses efforts pour que les dépositaires d'une de ses grandes banques ne subissent aucun préjudice. Toute monnaie scripturale est donc de la vraie monnaie, sans que pour autant la notion de monnaie soit nécessairement limitée à la monnaie fiduciaire et scripturale, puisqu'à ses côtés, ou plutôt à sa place, comme nous le constatons sur les marchés noirs, cigarettes ou café jouent le rôle de monnaie. Mais de là découle aussi que toute intervention réglant le volume monétaire doit s'appliquer à toute monnaie, du moins aux deux sortes essentielles aujourd'hui: la monnaie fiduciaire et la monnaie scripturale. Tout autre moyen d'échange qui s'imposerait à l'avenir devra également être pris en considération.

#### b) Monnaie scripturale

En Angleterre, à côté de la Banque centrale dont le billet a cours légal depuis 1833, existaient non seulement de nombreuses banques d'émission locales, mais des sociétés de crédit de plus en plus puissantes, qui généralisèrent l'usage du chèque; la première d'entre elles, la «London and Westminster Bank», fut créée par Gilbert en 1833. Les banques londoniennes, grâce au Clearing House, réduisent à peu de chose les paiements dans les transactions sur place. Un marché «hors banque», appuyé sur les grandes maisons d'acceptation, escompte les traites internationales et fait de Londres un centre financier mondial de toute première importance.

L'Acte de Peel (1844) a incontestablement favorisé le développement de la monnaie scripturale. Le volume monétaire étant strictement limité, l'économie de cette époque dû trouver le moyen de faire face aux besoins résultant du développement industriel de la deuxième moitié du siècle passé. Le volume de la monnaie fiduciaire étant lié à l'or, il fallait, pour sortir de cette

impasse, créer la monnaie scripturale sur des bases inconnues jusqu'alors. Ainsi, sans aucune aide extérieure, les forces libérales furent plus fortes que les prescriptions étatistes et l'économie put s'adapter à cette nouvelle situation.

La période allant de 1860 à 1880 nous a donné une idée de la grandeur du rapport existant entre les dépôts et le montant de l'encaisse.

Pour être à l'abri de surprises désagréables, voire de catastrophes, les établissements observaient un rapport de 10 : 1 entre les dépôts et le montant de l'encaisse. Ce rapport, dit ratio, convenait aux exigences de la vie pratique.

L'expérience a montré que l'on n'observait pas toujours ce rapport dans la vie des affaires et qu'il pouvait être dépassé sans risques à certaines époques.

Du point de vue purement statistique, et sans qu'il en résultât des perturbations économiques, le rapport pouvait être de 7 : 1 pendant une dépression et de 14 : 1 en période de prospérité.

Pour qu'une banque accorde un crédit, elle doit être certaine, d'abord, que les pièces présentées sont exactes; ensuite, qu'il n'en résultera pas de difficultés de trésorerie. Dans une économie où l'ensemble des paiements s'opère par virements, la Banque centrale pourrait réglementer arbitrairement le volume du crédit. L'octroi d'un crédit et le retrait du dépôt ne se manifesteraient que par une inscription dans la comptabilité de la dite banque.

Dans l'économie réelle, la banque d'émission doit tenir compte de deux faits.

Premièrement, une partie des transactions, et spécialement les salaires, exigent de la monnaie concrète. Les banques doivent tenir compte du fait qu'une partie du crédit accordé sera utilisée par prélèvement en unités monétaires.

Deuxièmement enfin, la banque privée doit maintenir son activité dans les limites prévues par le Clearing bancaire. Une banque peut procéder à une extension de crédit. Dans ce cas, le montant délivré sous forme de chèques à sa charge serait supérieur au montant qu'elle peut faire valoir en sa faveur. Un solde passif momentané pourrait être comblé par l'accord d'un crédit des banques créancières. A long terme cependant, ce solde doit être payé en monnaie fiduciaire.

Dès que les autres banques accordent des crédits dans la même mesure, cette limite à l'extension de crédit n'existe plus. Les soldes de clearing se balancent alors et l'unique limite, dans le cadre de l'extension du crédit, réside dans la volonté d'accorder des prêts sur gage.

Deux faits ont contribué, dans une assez large mesure, à faire tomber en désuétude les limites dont nous venons de parler. La concentration du système

bancaire a atteint de telles proportions que, pratiquement, la banque d'émission doit, en cas de nécessité, soutenir les banques en danger. Autrefois, l'Etat devait également soutenir la Banque d'Angleterre. Un krach bancaire mettrait en déroute l'ensemble du crédit bancaire; nous avons pu le constater en 1931, en Autriche puis en Allemagne. Les effets d'une telle catastrophe seraient probablement plus désastreux qu'une extension exagérée du crédit.

La deuxième raison touche au crédit accordé à l'Etat. En général, et de nos jours en particulier, les banques privées sont en possession de grandes quantités de papiers d'Etat. Les instituts d'émission étant aujourd'hui pratiquement des établissements d'Etat, ils sont obligés, pour ne pas nuire à son crédit, d'accepter les titres de l'Etat. Le montant des billers en circulation ne dépend donc plus de la volonté de l'institut d'émission, mais de la volonté des autres banques, et plus exactement des individus qui pour leur compte font agir les banques privées. Par la vente et l'achat des titres, la quantité de monnaie fiduciaire peut être fonction des événements psychologiques. La décision de l'individu se substitue en quelque sorte à la volonté de l'autorité monétaire.

### c) Variations du volume monétaire

Si nous nous plaçons à un point de vue purement historique, le volume monétaire était, au temps du Gold Bouillon Standard, fonction de la production de l'or. Le système Walras-Pareto que nous avons cité, détermine, sous les réserves faites, le niveau relatif des prix dans leurs rapports réciproques, mais ne dit rien par contre de leur niveau absolu. Du système de Walras, nous pouvons tout d'abord déduire qu'un seul bien peut être bien monétaire, deuxièmement, que ce bien monétaire doit avoir un coût de production déterminable. La première exigence souligne l'impossibilité théorique du bimétallisme et tout au moins les difficultés qu'offre une monnaie parallèle dans les conditions actuelles, difficultés qui pourraient se reproduire si circulait partout une monnaie mondiale à laquelle les monnaies nationales ne seraient pas adaptées. Ainsi notamment, l'argent, est exclu en tant que base monétaire possible. Si l'on examine quelles suites découlent de l'équilibre général des prix pour un bien monétaire quelconque, nous devons appliquer à celle-ci le schéma de l'offre et de la demande. La demande de la monnaie est premièrement fonction de la recherche de liquidité. La netteté de ce rapport devient moins évidente, parce qu'actuellement la demande directe découle en général des autorités monétaires et plus qu'exceptionnellement des individus. Nous avons déjà démontré que, pour les indivi-

du, cette demande est d'une part fonction du taux d'intérêt, d'autre part de la prime de risque à prévoir à l'octroi de crédits. Pour les gouvernements, la question ne se présente pas d'une façon aussi simple. Leur demande de monnaie est déterminée par la demande provenant des individus.

Les partisans d'une théorie monétaire inflationniste, tel que Ludwig von Mises par exemple, diront que tout Etat chargé de dettes étendra la circulation dans la mesure où il pourra le faire sans ébranler la confiance des citoyens en la monnaie. Si l'on ne veut pas aller aussi loin, il faudra cependant admettre, à l'exemple de Ricardo, que l'acquisition d'une monnaie ayant une valeur matérielle occasionne des frais; les gouvernements n'acquerront donc que ce qui résulte de l'équation: utilité de l'émission monétaire = coût d'acquisition de ce bien monétaire. Comme pour tout autre bien, la demande de monnaie se limite au minimum nécessaire pour atteindre la satisfaction des besoins auxquels on tend. Si nous envisageons maintenant l'offre, nous devons, d'une part considérer les frais que nécessite la nouvelle production, d'autre part les réserves de monnaie existantes.

Les frais de production sont de nouveau une fonction des prix atteints sur le marché pour la monnaie. Si la valeur de l'unité monétaire augmente, cela signifie que les frais de production augmentent aussi. Nous arrivons donc à la conclusion que, si la monnaie veut être une richesse, elle ne doit pas être abondante et que, d'autre part, la stabilité des prix doit être d'autant plus grande que les réserves de monnaie sont grandes.

Considérons sous cet angle les deux cas extrêmes, celui du Gold Bouillon Standard d'une part, celui du Gold Exchange Standard d'autre part. Ricardo, déjà, a dit que ceux qui émettent la monnaie fiduciaire devraient régler leur émission d'après le prix de la base monétaire, jamais d'après la quantité des billets en circulation. La quantité ne sera jamais trop abondante ou trop faible parce qu'elle garde la même valeur que sa base (or). Il est donc impossible de trouver un moyen qui permettrait de maintenir au même niveau la valeur de la monnaie en circulation. Celle-ci restera toujours assujettie aux variations subies par la base monétaire. L'or continuant d'être la base de notre système monétaire, Ricardo conclut que la monnaie subira nécessairement les mêmes variations que l'or<sup>1</sup>, sa base.

Si le volume de l'or s'accroît, les prix monteront dans le pays de production et plus tard, en raison du commerce international, dans tous les autres pays, si la demande est restée la même. Si, par contre, elle s'accroît, les prix ne changeront pas, à condition, qu'à un standard de vie donné, l'accroissement de production contrebalance l'accroissement de population.

<sup>1</sup> D. Ricardo: *Proposals for an Economical and Secure Currency*, Londres, 1816, p. 22.

On a fait ressortir deux inconvénients en regard de l'incontestable avantage présenté par l'étalon-or. Le moins grave, c'est que les pays producteurs d'or se sont enrichis aux dépens des autres pays. Les théoriciens du plein emploi qui, à l'exemple de Kondradieff<sup>1</sup>, soutiennent cette théorie, ont dû cependant reconnaître que l'or a permis l'achat de moyens de production étrangers, que le volume d'activité de l'étranger s'est donc aussi, *caeteris paribus*, développé; par contre, ce qu'il nous faut admettre, c'est que le hasard détermine jusqu'à un certain point la découverte des gisements d'or. Justement les pronostics de Cassel sur la pénurie de l'or montrent qu'en l'espace d'un petit nombre d'années la situation peut changer: l'or peut devenir abondant, comme il l'est vraisemblablement aujourd'hui.

Mais ce raisonnement mène à l'objection de poids, élevée par Cassel<sup>2</sup> contre l'étalon-or. Les renseignements fournis par la statistique sur les pourcentages d'évolution d'une économie progressive sont toujours plus ou moins problématiques. Cassel<sup>3</sup> dit qu'entre 1870-1913 le pourcentage d'évolution économique de la Suède s'est élevé chaque année d'environ 3 %. Une source du progrès économique est l'amélioration des procédés techniques qui est, sans doute, une fonction des moyens de production. Dans la mesure où l'état libéral est remplacé par un état socialiste faisant de larges dépenses, on peut prévoir à coup sûr que la formation de capitaux se ralentit. Si, en outre, les moyens de production sont anéantis dans une large mesure, comme au cours de la deuxième guerre mondiale, et que les capitaux nouvellement constitués servent à remettre en train l'appareil de moyens de production, il peut fort bien arriver que le pourcentage d'évolution de l'économie tombe en dessous du pourcentage d'accroissement des réserves d'or. Un parallèle entre l'accroissement du volume d'or et la formation de capitaux nécessite une politique monétaire, dont l'idéal est une monnaie neutre tendant à accroître les revenus, ce qui d'ailleurs n'est qu'une des possibilités que la politique monétaire peut envisager.

<sup>1</sup> W. Kondradieff: *Die langen Wellen der Konjunktur* dans *Schmollers Handbuch*, Leipzig, 1928.

<sup>2</sup> G. Cassel: *League of Nations Publications: Memorandum on the World's Monetary Problems, Supplement to Paper No. XIII, Summary of Recommendations*, Bruxelles Conférence, 1920.

*Post War Monetary Stabilization*, New York, Columbia University Press, 1928, p. 75, cité par I. Fisher dans *Stabilized Money*, Londres, 1935, p. 97.  
*The World's Monetary Problems*, Londres, 1921.

<sup>3</sup> G. Cassel: *Theoretische Nationalökonomie*, 4ème édition, Leipzig, 1927.  
*Rapport provisoire de la délégation de l'or. S. D. N., C. 375 M. 161, 1930, II* p. 13 ssq.

*The downfall of the Goldstandard*, Oxford, 1936.

Si nous considérons maintenant le système papier-monnaie, on constate que le gouvernement n'est plus retenu par le coût de production de sa monnaie. Ce problème s'est posé pour la première fois à l'occasion de la controverse Bouillon. Les pères spirituels de la «Currency School», Ricardo et Torrens, demandèrent l'étalon-or parce qu'ils étaient plus ou moins d'avis que tout gouvernement en mesure d'abuser du système monétaire le ferait quand il aurait un urgent besoin de finances. En opposition à ce point de vue, la «Banking School», notamment Tooke et Newmarch, et avec plus de succès encore Adolf Wagner<sup>1</sup> démontrèrent qu'une liaison du volume monétaire au volume commercial peut avoir lieu, si l'on réussit à stabiliser le quotient  $\frac{M}{H}$  et par conséquent P.

L. v. Mises<sup>2</sup> défend une opinion très libérale mais parfaitement légitime. Le meilleur moyen, dit-il, de garantir une adaption du volume monétaire aux besoins économiques se trouverait dans la solution suivante: enlever tout privilège aux instituts d'émission. Si cette émission n'était pas un monopole, et si la concurrence était rétablie, l'extension de crédit et la réduction du taux de l'intérêt ne pourraient plus prendre de dangereuses proportions.

#### d) Couverture monétaire

La Banque d'Angleterre, fondée en 1694, était considérée comme une banque privée. Ayant accordé un prêt au Gouvernement, cet établissement obtint le privilège d'émettre des billets de banque. Une politique prudente revêtit bientôt ces billets de la même valeur que les pièces d'or émises lors de la réforme monétaire faite par Walpole en 1707. Mais, en 1797, la Banque d'Angleterre fut obligée de suspendre ses paiements. Le gouvernement intervint et conféra à ces billets de banque un caractère légal, en tant que moyen de paiement. Là-dessus, survint un agio-or, qui amena Ricardo à écrire son traité «The high price of Bouillon». Cet ouvrage est à l'origine de la fameuse controverse entre la «Currency» et la «Banking School».

Qu'ils fussent partisans de la «Currency School» (Torrens, Ricardo) ou

<sup>1</sup> A. Wagner: *Die Geldtheorie der Peelschen Bankakte*, Wien, 1852.

<sup>2</sup> L. v. Mises: *Nationalökonomie*, Genève, 1940, p. 693.

de la «Banking School»<sup>1</sup> (Tooke, Newmarch et Fullarton), tous restaient sur le terrain de la théorie quantitative.

$MV + M_1V_1 = PT$ . Pour eux,  $M_1V_1$  signifiait les billets de banque émis par la Banque d'Angleterre, tandis qu'aujourd'hui nous entendons par cette expression la monnaie scripturale créée par l'ensemble de notre système bancaire. Cette lutte forme le fond du problème étudié par Wicksell vers la fin du 19<sup>ème</sup> siècle. La «Currecoy School», suivant aveuglément les suggestions de Ricardo dans son projet de 1823, réclamait la couverture intégrale des émissions, en espèces ou en lingots.  $M_1V_1$  devait être contingenté d'une façon absolue pour assurer de cette manière la stabilité du niveau général des prix.

La «Banking School» et notamment Fullarton<sup>2</sup> s'opposèrent à cette conception. Fullarton prétendit qu'il suffirait d'établir une relation entre  $M_1$  et  $T$ . Fullarton constata à juste titre, que le billet de banque est un instrument de crédit et qu'il s'apparente aux effets de commerce, non au papier-monnaie. Les billets de banque sont donc simplement des effets de commerce à vue et dépendent de la demande du public. Ils ne sont émis qu'à l'occasion d'un prêt, et une quantité égale de billets doit être retournée à la banque lorsque le prêt arrive à échéance.

Que les effets de commerce fussent échus en général après 3 mois de terme, était, à cette époque, un hasard. C'est la raison pour laquelle nous trouvons aujourd'hui encore, dans toutes les lois des banques d'émission, que l'échéance d'un effet dit bancable doit être trois mois.

Du point de vue théorique moderne, Fullarton a commis une faute en méconnaissant le caractère exact de l'équation quantitative. L'équation quantitative est, d'une part, intégrale; d'autre part, momentanée. Elle ne nous dit rien de l'attitude des individus pris isolément, ni ne nous renseigne sur les mouvements économiques. A tout moment donné, l'équation est exacte, mais elle ne peut pas nous expliquer le passage d'un état d'équilibre à un autre.

Au 1<sup>er</sup> janvier, si par exemple, la banque d'émission escompte un effet de commerce, une production future est payée d'avance. Si l'échéance est à trois mois de date, une hausse des prix est acceptée, dans l'espoir toutefois que le prix primitif sera rétabli lorsque la marchandise apparaîtra sur le marché le premier avril. La faiblesse de la théorie quantitative se trouve justement dans son caractère stationnaire. Elle ne nous dit pas si, lors de la

<sup>1</sup> Ch. Rist: *Histoire des Doctrines relatives au crédit et la monnaie*, Paris, 1938, p. 186.

<sup>2</sup> J. Fullarton: *On the regulation of currencies*, Londres, 1884, p. 63 ssq.

création ou de l'échéance de l'effet, des mouvements économiques se produiraient, provoqués par l'émission de billets de banque et ayant pour effet une augmentation du volume de ces billets.

Dès que le papier devient étalon, et il le devient par le cours forcé, la monnaie métallique n'a plus de rôle à jouer dans la circulation; d'ailleurs, elle disparaît rapidement. C'est le triomphe de la conception de Fullarton disant que chaque billet de banque, auquel le public attribue le caractère de monnaie, peut remplir les fonctions monétaires. G. Cassel<sup>1</sup> dit à ce sujet: «Dès l'instant où la banque est déliée de son obligation d'acquitter ses billets en or, les billets de banque se transforment en monnaie véritable. Le pays a alors un système de papier-monnaie; les billets non convertibles, qui valent dans ce système comme moyen de paiement légal, ont cours forcé. De tels billets de banque ne représentent plus des créances de monnaie, ils sont eux-mêmes monnaie. Remarquons toutefois que tant qu'une reprise des paiements en espèces est en perspective, les billets conservent, pour ainsi dire, un caractère latent de créances de monnaie.»

La «Banking School» domine sur le continent grâce à l'influence d'Adolphe Wagner<sup>2</sup>. Mais la sévère critique de C. Cassel n'est que trop fondée. En effet, si l'on croyait à une relation étroite entre  $M_1$  et  $T$  il était superflu de prescrire un minimum de couverture légale. Cette prescription avait pour seul effet d'alimenter les caves des instituts d'émission en métal fort coûteux et très rare dans le monde entier. Cet or, qui devait garantir la convertibilité des billets et le règlement des soldes des balances de paiements, ne pouvait, en fait, être utilisé qu'au prix de l'abandon de l'étalon-or. Les expériences faites antérieurement suffirent à combattre l'idée orthodoxe selon laquelle les réserves d'or sont la contre-valeur certaine des billets de banque. Ni Ricardo, ni Tooke n'ont mis en doute la stabilité de la valeur de l'or. L'évènement exceptionnel de l'année 1917 a fourni cependant un exemple pratique qui nous a permis de nous rendre compte que l'or n'est pas une mesure de valeur absolue.

C'est la Suède qui a émis l'idée d'une politique de stérilisation future de l'or en pratique. A cette époque, l'approvisionnement du monde entier était très précaire. Par la guerre et la pénurie de tous les biens économiques, le volume des transactions avait considérablement diminué. Grâce à l'intermédiaire des certificats d'or, tous les pays en guerre cédaient leurs stocks afin d'accaparer ce qui restait encore dans les pays neutres, spécialement en

<sup>1</sup> G. Cassel: *Theoretische Sozialökonomie*, Leipzig, 1927, 4ème édition, p. 364.

<sup>2</sup> A. Wagner: *Beiträge zur Lehre von den Banken*, Leipzig, 1857, cité par Ch. Rist, *Histoires des Doctrines relatives au crédit et à la monnaie*, Paris, 1938, p. 169.

Suède. Dans ce pays une hausse générale des prix fut l'inévitable effet résultant d'un accroissement de M et d'une diminution de T.

La leçon qui résulta de ces faits fut l'ébranlement de la confiance en l'or. Sans l'influence de G. Cassel, on reconnaît de plus en plus l'exactitude de telle idée: la liaison de M à l'or ne garantit pas une valeur monétaire stable; il faut au contraire soit un volume de M stable, soit une liaison directe entre M et T.

## ROLE DE LA MONNAIE NEUTRE DANS LES CYCLES ECONOMIQUES

### 1. Equilibre de la production dans l'économie extra-monnaire

Dans l'économie extra-monnaire, les individus sont libres de se demander quelle partie de leur revenu ils utiliseront tout de suite et quelle partie ils destineront à la production. Sur l'origine de l'intérêt et, par suite, le comportement des individus, Böhm-Bawerk<sup>1</sup> a donné trois raisons :

- a) La sous-estimation systématique des besoins futurs.
- b) La surestimation des biens actuels.
- c) Le rendement des détours de production judicieusement choisis.

Nous renonçons à nous étendre sur la première raison, très discutée; il nous suffit de remarquer que, si elle n'était pas fondée, l'on ne verrait pas pourquoi. Selon le point b), les hommes ne préféreraient pas mettre de côté, en l'espace de cent ans, un capital pour leurs héritiers, plutôt que de l'utiliser tout de suite. Gustave Cassel<sup>2</sup>, notamment, a démontré que, par souci de prévoyance, l'on épargnerait même si le taux d'intérêt était à 0 %. Mais tel volume d'épargne suffirait-il à alimenter le besoin de capitaux d'une économie moderne? Dans une de ses dernières études, intitulée: «*Böhm-Bawerks dritter Grund*», Knut Wicksell<sup>3</sup> a prouvé que le rendement des détours de production suffirait à expliquer l'épargne et du même coup l'intérêt. Les faits se présentent sans doute tels que les voit Irving Fisher<sup>4</sup>: d'une part, les hommes préféreraient un profit actuel à un profit futur équivalent, abstraction faite du caractère d'improbabilité rattaché à ce dernier. D'autre part, la technique veut que les détours de production nécessitant beaucoup de temps soient plus avantageux que la production directe de biens de con-

<sup>1</sup> E. v. Böhm-Bawerk: *Kapital und Kapitalzins*, volume II, *Positive Theorie des Kapitals*, Innsbruck, 1902, 3ème édition, p. 252.

<sup>2</sup> G. Cassel: *Theoretische Sozialökonomie*, Leipzig, 1932.

<sup>3</sup> K. Wicksell: *Böhm-Bawerks dritter Grund*, *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, Tubingue, 1927.

<sup>4</sup> I. Fisher: *The Theory of Interest*, New York, 1909.

somation. Les individus n'ont pas à peser le pour et le contre de deux profits de même ordre à des moments différents, car la comparaison se fait entre un profit actuel inférieur et un profit futur, jugé supérieur. Grâce à l'épargne, l'on réalisera donc ces détours de production dont le rendement est pour le moins égal à la moins-value provenant de l'agio. Les entrepreneurs verseront une indemnité, le taux réel, à ceux qui, pour épargner, renoncent à consommer dans le présent. Les entrepreneurs ne disposent pas eux-mêmes du capital réel, ils ne pourront verser l'intérêt aux épargnants qu'à la fin de la période de production en question.

Dans le secteur extra-monnaire, l'épargne est donc nécessairement égale aux investissements, et le rendement provenant des investissements nouveaux revient tout entier aux propriétaires de capitaux. La concurrence que se font les entrepreneurs veut en outre que, d'après l'état de la technique à un moment donné, ce sont toujours les détours de production promettant le meilleur rendement que l'on réalise tout d'abord. Dans la mesure où la formation de capitaux s'accroît, le rendement des détours de production entrepris en dernier lieu va diminuant. Le produit social qui en résulte se divise en trois parts : la première est immédiatement consommée; la deuxième est mise de côté et sert à maintenir l'exploitation des détours de production en œuvre, la troisième servira à réaliser de nouveaux détours de production. Le taux réel semble donc tout à fait déterminé et est toujours assez haut pour que l'offre des épargnants, déterminée par leurs habitudes de consommation, suffise<sup>1</sup> à satisfaire la demande des entrepreneurs, déterminée par le rendement marginal du capital.

## 2. Le taux d'intérêt monétaire

Sur le marché monétaire, le taux de l'intérêt représente le prix du capital à disposition. Le système du crédit détermine le prix des capitaux. La demande de crédits provient de la part des entrepreneurs; ils ont besoin de capitaux. Ce pouvoir d'achat leur permet d'acquérir des moyens de production; ils en fabriquent des produits, escomptant que le prix du produit sera supérieur à la somme des facteurs de production, taux compris. Mais il arrive que les entrepreneurs se trompent : ils constatent, par exemple, lorsque la production est achevée, que les prix atteints ne suffisent pas à couvrir les frais. Ils peuvent se tromper systématiquement, c'est-à-dire en jugeant d'une

<sup>1</sup> J. Stuart-Mill: *Principles of political economy with some considerations to social philosophy*, Londres, 1948, tome II, p. 378.

façon trop optimiste le développement futur. Une des causes de cette erreur systématique peut remonter au mécanisme monétaire lui-même; nous allons le démontrer tout à l'heure. Sur le marché du crédit, l'offre provient des épargnants qui, en échange d'un intérêt, mettent leur avoir à la disposition des banques. Tandis que du côté de la demande de capital, on peut s'attendre à un déroulement régulier de la courbe de la demande, et supposer que, vu l'augmentation du taux d'intérêt, les entrepreneurs feront moins de demandes qu'à l'ordinaire, il n'en ira pas nécessairement de même du côté de l'offre. Si les épargnants reconcentrent à consommer pour réaliser un revenu d'une valeur déterminée, il se peut qu'on épargne moins qu'à l'ordinaire, vu l'augmentation du taux de l'intérêt et que par suite d'un développement correspondant des courbes de l'offre et de la demande, deux taux d'intérêt équilibrés<sup>1</sup> subsistent.

Pour la demande aussi, on a affirmé que le raisonnement valable logiquement ne valait rien pour le présent; les entrepreneurs considéreraient en effet que le taux, en tant que partie des frais, est indépendant de son importance et ils l'ajouteraient à leurs prix de vente, si bien qu'une augmentation du taux de l'intérêt n'entraînerait pas une limitation de la demande de capital monétaire.

Si ce raisonnement n'est pas faux, la limitation de la demande se poserait tout de même par un moyen détourné. La valeur en bourse des titres négociés sur le marché des capitaux est, *caeteris paribus*, égale à leur rendement capitalisé, au taux de l'intérêt valable sur le marché. Si celui-ci est en baisse, il y aura, pour un rendement qui n'a pas varié, hausses de cours; si le taux d'intérêt du marché est en hausse, baisses de cours. Hausses de cours des actions, puis des obligations, signifient cependant bénéfices pour les entrepreneurs et, par conséquent, accroissement d'épargne. Baisses de cours signifient pertes pour les entrepreneurs, et diminution des capitaux disponibles. Des hausses de cours pousseront les entrepreneurs à entreprendre de nouvelles productions, des baisses de cours auront l'effet contraire<sup>2</sup>.

Le fait que la hausse des taux d'intérêt n'accroît le volume d'épargne que si les habitudes de consommation ne sont pas d'une rigidité absolue, prouve qu'il y a une source d'erreurs dans la formation du taux d'intérêt du marché. Deuxième source d'erreurs: si les banques peuvent fixer le taux d'intérêt auquel elles sont prêtes à avancer des fonds, il leur est par contre impossible de forcer les entrepreneurs à user de crédits bon marché s'ils n'y sont pas

<sup>1</sup> A. Mahr: *Das Angebot an Kapitaldisposition, Zeitschrift für Nationalökonomie*, Vienne, 1931.

<sup>2</sup> W. A. Jöhr: *Inflation und Rationierung*, St. Gall, 1942.

décidés<sup>1</sup>. Tandis que cette cause psychologique se manifeste avant tout en période de dépression secondaire, une autre déformation encore du taux d'intérêt se manifeste notamment en période de prospérité. Puisque les banques sont des entreprises qui empruntent des fonds pour les prêter à leur tour, elles ont tout intérêt à accroître le plus possible le volume de leurs affaires. Si les banques comptent sur un développement favorable de l'économie et des revenus allant s'accroissant, ces faits signifient, pour elles aussi, dépôts allant s'élevant et possibilités de plus en plus grandes d'accorder des crédits.

Dans *The Nature and the Necessity of Interest*<sup>2</sup> Cassel résume ses idées en disant que le problème de garantir une stabilité dans l'échelle monétaire se réduit à une réglementation du crédit. La banque est en mesure de maintenir une certaine norme et de prêter un montant tel qu'il n'influence pas le prix. C'est ce que les banques devraient faire. Si elles s'inspiraient de cette politique, toute autre prescription serait superflue.

On est universellement d'accord, dit-il, que le crédit peut être réglementé efficacement par une politique appropriée du taux de l'intérêt; ce taux ne devrait pas être interféré par d'autres mesures.

Quant aux moyens à employer pour atteindre une stabilité monétaire, les propositions varient considérablement. Mais Cassel constate qu'en fin de compte toutes ces propositions se rejoignent pour assurer une saine administration du taux de l'intérêt. Selon Cassel, le taux de l'intérêt réel est  $P = pq$  qui se décompose comme suit:

Le taux d'appréciation ou de dépréciation monétaire est désigné par  $s$ . Pour une année, ce sera  $1 + s = q$ . Le capital est  $K$  et le nombre d'années  $t$ .

Le montant du capital original  $K$  sera donc après  $t$  années:

$$K \cdot q^t$$

Cassel ajoute maintenant le taux de l'intérêt annuel et il pose  $r =$  taux de l'intérêt.  $1 + r = p$ .

Après  $t$  années, le capital s'élèvera à  $K \cdot p^t$ . Le *true rate of interest* sera par conséquent le suivant: Un capital  $K$ , qui porte un intérêt de  $r$  sera modifié par l'appréciation ou la dépréciation ( $+$  ou  $-$ )  $s$ .  $K$  sera multiplié chaque année par le produit de  $(p \cdot q)$ . Cette formule composée a par conséquent le même caractère arithmétique que chacune des deux formules

<sup>1</sup> W. Roepke: *Secondary Depression*, dans *Economic Essays, in the honour of Gustav Cassel*, Genève, 1933.

<sup>2</sup> G. Cassel: *The Nature and the Necessity of Interest*, Londres, 1903, p. 162.

précédentes. Cassel désigne (pq) par P en posant  $1 + R = P$ , R est son taux d'intérêt réel, r étant le taux de l'intérêt contracté d'où

$$P = (pq).$$

Cassel définit le taux de l'intérêt réel de la façon suivante: «*The true rate of interest* pour n'importe quelle forme de prêt est le taux nécessaire à prévenir des modifications du niveau général des prix ou, en d'autres termes, la valeur de la monnaie»<sup>1</sup>.

Cassel pense donc que son taux réel sera le taux qui peut maintenir stable le niveau général des prix. A ce taux réel, dit-il, la monnaie deviendrait inaltérable, car la banque interviendrait et réglerait la circulation de telle sorte qu'elle satisfasse aux besoins économiques et assure un niveau général des prix constants.

Lukas<sup>2</sup> notamment, a indiqué une quatrième source d'erreurs. Marché des capitaux et marché monétaire ne sont pas entièrement séparés; bien plus, en période de dépression, des fonds à long terme ne sont placés qu'à court terme pour des motifs psychologiques, tandis qu'en période de prospérité des fonds à court terme risquent, surtout les encaisses, d'être investis à long terme.

### 3. *Equilibre de la production dans l'économie monétaire*

Admettons que le taux d'intérêt du marché et le taux d'intérêt réel correspondent. L'intérêt naturel, au sens que lui donne Wicksell, régnerait alors sur le marché monétaire et le pouvoir d'achat, à disposition pour acquérir des capitaux réels, serait égal au capital mis à disposition par les épargnants. Même dans cette hypothèse, des frictions pourraient survenir, car le capital réel ne représente pas une grandeur uniforme; il est représenté par des moyens de production plus ou moins spécifiques, qui furent produits dans une période économique antérieure, pour être présentement à disposition.

Dans l'organisation économique actuelle, on fabrique, à l'aide de biens de production médiate, par exemple l'acier et le charbon, des moyens de production spécifiques. Si de telles frictions se produisent, elles ne seront relativement que de courte durée. Elles pourraient tout au plus provoquer, dans un secteur de moyen de production isolé, une offre surélevée, et passagère.

<sup>1</sup> G. Cassel: *The Nature and the Necessity of Interest*, Londres, 1903, p. 26.

<sup>2</sup> E. Lukas: *Die Aufgaben des Geldes*, Tubingue, 1938.

Supposons qu'à la suite d'une raison encore inexpliquée un écart survenne entre le taux d'intérêt du marché et le taux d'intérêt réel; que par exemple, le taux d'intérêt du marché soit fixé trop bas. Il y aura rupture générale d'équilibre si ce taux d'intérêt est effectif, c'est-à-dire si les entrepreneurs sont prêts à emprunter à ce taux et, si les demandes de crédit ne sont pas limitées, par exemple par des restrictions de crédit. Les entrepreneurs évalueront, d'après leur rendement capitalisé, la valeur des biens de production qu'ils peussent acquérir. Si le taux d'intérêt du marché est bas, on sous-estimera les moyens de production, après avoir comparé les prix des moyens de production correspondant au coût de production, et les bénéfices escomptés. Les entrepreneurs entreprendront alors de nouveaux détours de production; pour les réaliser, ils demanderont des moyens de production souvent différents de ceux qui se trouvent actuellement sur le marché; des moyens que l'on devra créer tout exprès à leur intention. Les choses se compliquent, car la production de biens de consommation exige du temps. La prolongation des détours de production signifie, du point de vue technique, prolongation du délai devant s'écouler jusqu'à ce que les nouveaux biens consommables soient prêts à être utilisés.

Supposons que, dans une branche de l'industrie, le besoin annuel ait été couvert jusqu'ici par deux exploitations et que ces exploitations, A et B, produisent en deux étapes, soit 1 et 2. Si la production des biens de consommation d'exploitation A est prête le 1er janvier, il faut que les biens de consommation de B suffisent pour la durée qui va du 1er juillet au 31 décembre. Le 1er juillet, A aura donc terminé sa production et, du 1er juillet au 31 décembre de l'année suivante, les biens de consommation fabriqués par B pour les besoins de l'industrie pour laquelle ces deux exploitations travaillent, suffiront à couvrir la demande. Supposons maintenant que l'on crée une nouvelle exploitation, C travaillant en trois étapes, c'est-à-dire que l'on admet que la durée de production s'étend sur une année et demie. Puisque C produit à meilleur compte, A et B, pour être en mesure de soutenir la concurrence, devront prolonger leurs détours et leur durée de production. Le besoin de capitaux nécessité par C comporte, outre le besoin pour les étapes 1, 2 et 3, le besoin d'une troisième étape pour A et B. Il se peut que le capital disponible soit suffisant pour couvrir les besoins de C, mais non pas la demande additionnelle de A et B. Dans cette alternative, il y a pour ce secteur de l'économie un manque en biens de production.

Si un certain équilibre a régné jusqu'ici dans le domaine économique, les réserves permettront probablement de satisfaire une partie de la demande de moyens de production, s'il s'agit de moyens matériels, grâce à un chômage passager dans d'autres secteurs, s'il s'agit de main-d'œuvre. Même s'il y avait

sous-emploi, au sens que lui donne Keynes, il nous faudrait supposer qu'il se répartirait d'une façon régulière pour empêcher qu'il n'y ait au moins pas pénurie de n'importe quel moyen de production. En réalité, l'offre de travail n'est pas une grandeur homogène: elle se fragmente en une foule d'offres partielles de forces de travail de qualifications diverses; il n'est donc pas dit que la pénurie de moyens de production apparaisse nécessairement dans le domaine des moyens de production matériels. Aussi longtemps que nous supposons que les ouvriers sont organisés d'une manière ou d'une autre pour sauvegarder leurs intérêts, il se pourrait plutôt que la pénurie, sous la pression des syndicats, apparaisse tout d'abord chez la main-d'œuvre. Mais, dans quelque secteur qu'elle se manifeste, on ne pourra y remédier que si les entrepreneurs sont prêts à payer des prix plus élevés pour les moyens de production demandés. Ils seront en mesure de le faire, puisque, par définition, les banques auront sans doute mis à leur disposition des crédits avantageux, et ils le feront aussi longtemps que la hausse du coût de la production ne dépasse pas le rendement accru grâce aux procédés nouvellement réalisés.

Là-dessus, pour reprendre l'expression d'Hayek, se produira une prolongation de l'éventail de production. Il ne faut pas que cette prolongation se manifeste uniquement en un accroissement de production, car les moyens de production qui peuvent être employés à diverses fins, par exemple la main-d'œuvre et certains moyens de production, d'un usage général, seront employés dans les stades de production supérieurs. Avec ce procédé de migration, les prix augmentent tout de suite sous l'influence des salaires plus élevés offerts par les entrepreneurs. La hausse primaire des prix sur les marchés des moyens de production sera accompagnée d'une hausse secondaire des prix sur les marchés des biens de consommation. Et ceci pour deux raisons: la première, c'est que les propriétaires de moyens de production employés aux stades de production supérieurs touchent une rémunération plus élevée et disposent désormais d'un pouvoir d'achat supérieure. On ne sait quel usage ils en feront. Ils peuvent (et cet exemple peut jouer pour les bénéfices réalisés par les entrepreneurs) investir une partie de leurs revenus dans les nouvelles productions, aidant ainsi à prolonger la durée de la phase ascendante. Mais ils peuvent aussi (et ceci peut jouer pour les bénéfices réalisés par les détenteurs de capitaux, qui profitent du faible taux d'intérêt) économiser leurs bénéfices en les mettant à la disposition de l'économie. Les banques, à ce moment du moins, les emploieront sans doute à étendre le volume de leurs crédits. Les revenus peuvent aussi (et ceci jouera pour une partie des salaires des ouvriers) être employés à étendre la consommation. Il est de peu d'importance que cette expansion se produise d'une façon ou d'une autre, soit que les biens de consommation soient demandés en plus grande

quantité que précédemment, soit que les ouvriers demandent tout à coup des produits de qualité supérieure, contraignant ainsi les industries de biens de consommation à hausser leurs prix ou à étandre leur production.

Voici la deuxième raison de la hausse des prix sur le marché des biens de consommation: dès que les réserves existantes seront épuisées, il faudra que se produise une restriction de l'offre des biens de consommation. Les moyens de production ayant émigrés en partie aux stades supérieurs de la production, la production des biens de consommation ne pourra pas être maintenu au même niveau que jusqu'ici. Les nouveaux biens de consommation provenant des nouveaux détours de production ne sont pas encore prêts à paraître sur le marché. Quoi qu'il en soit, il y a déséquilibre dans l'économie.

Keynes<sup>1</sup>, dans sa *General Theory*, parlera d'une inclination marginale à consommer, tandis que Wicksell et ses disciples préféreront qualifier cet état de choses de suraugmentation du degré de capitalisation. Il y a toujours des couches de population dont les revenus sont restés invariables: personnes à salaire fixe, rentiers, propriétaires d'obligations et, en partie du moins, des ouvriers non-organisés. La hausse des prix les contraindra à consommer moins. Si la phase ascendante se manifeste dans un pays où le penchant à l'épargne est grand, par exemple dans la France d'avant-guerre, et si une forte partie de la population gagne sa vie dans l'agriculture, ne participant pas, de ce fait, aux cycles économiques, et si les épargnes sont grandes, l'épargne monétaire forcée peut introduire, sans crise, une amélioration à long terme de l'appareil des moyens de production et, du même coup, de l'approvisionnement en biens de consommation. Le nombre excessif des conditions à poser pour que l'expansion des crédits aboutisse à un résultat favorable, prouve l'improbabilité d'un tel dénouement. Le fait normal serait, par contre, que les entrepreneurs interprètent favorablement la hausse des prix des biens de consommation, qu'ils se félicitent donc d'avoir créé de nouveaux détours de production. Si cette façon de voir était juste pour l'état présenté jusqu'ici par le niveau des prix des biens de consommation, ce niveau, qui vient de s'élever, fera que les nouveaux détours de production paraissent avantageux. Le processus que nous venons de décrire se poursuivra tel quel, du moins quelque temps; mais nous avons deux remarques importantes à formuler:

a) La première concerne l'industrie des moyens de production. Si l'on admet que, sous l'influence de la phase ascendante, de nouvelles inventions

<sup>1</sup> J. M. Keynes: *General Theory of Employment Interest and Money*, Londres, 1936, p. 123.

peuvent apparaître sur le marché, le moment viendra nécessairement où le rendement des détours de production commence à décroître<sup>1</sup>. L'extension de l'industrie des moyens de production, en dépit de la loi de la production en masse, de quelque côté qu'on l'envisage, entraînera des frais croissants, même si l'on ne devait, à la suite de la pénurie de main-d'œuvre, employer que des ouvriers moins qualifiés ou, par suite du manque de matières premières, utiliser par exemple du minerai de fer d'un rendement inférieur.

- b) D'autre part, le moment viendra où la hausse du niveau des prix des biens de consommation commencera à dépasser celle des prix des biens de production<sup>2</sup>. A un moment donné, il faudra réfréner cette tendance, et entreprendre, quand bien même elle serait peu avantageuse, une production sans détours, dans le secteur où la pénurie des biens de consommation semblera offrir un terrain avantageux, plutôt que d'attendre les biens de consommation provenant des derniers stades de production.

Revenons au système économique extra-monnaire. Selon Roscher<sup>3</sup>, les pêcheurs préhistoriques se mirent à fabriquer uniquement des filets, parce qu'ils permettent de prendre plus de poissons qu'à la main. Si la famine se déclare, parce que personne ne prend plus de poissons et ne fabrique que des filets, Böhm-Bawerk<sup>4</sup> dirait : parce que le fonds de moyens de subsistance ne suffit plus, les pêcheurs devront faire preuve de bon sens ou périr de faim. Admettons que l'économie moderne ne dispose pas d'un fonds de moyens de subsistance au sens de réserves de marché et que l'on consomme les biens au fur et à mesure de leur production. L'aggravation de l'état du ravitaillement, si les salaires haussent aura le même résultat<sup>5</sup>.

Nous ne pouvons pas dire quelle est la cause du renversement. Il se peut qu'un simple avertissement de la banque d'émission pousse les banques à hausser les taux d'intérêt de leurs crédits. Ou que leur propre audace effraie soudain les entrepreneurs et qu'une ou deux exploitations, ayant choisi de mauvais détours de production fassent faillite, pour que l'optimisme des entrepreneurs tourne au pessimisme. Il se peut que l'état de la balance com-

<sup>1</sup> A. Spiethoff: *Vorbemerkungen zu einer Theorie der Ueberproduktion*, dans *Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, 1902.

<sup>2</sup> A. Spiethoff: *Krisen* dans *Handwörterbuch der Staatswissenschaft*, volume VI, p. 49, Jéna, 1925.

<sup>3</sup> W. Roscher: *Handbuch der Nationalökonomie*, publié par A. Weber, Tubingue, 1920.

<sup>4</sup> E. Böhm-Bawerk: *Kapital und Kapitalzins*, Innsbruck, 1902.

<sup>5</sup> G. Cassel: *The Theory of Social Economy*, Londres, 1932, p. 552.

merciale s'aggrave et produise le même effet. Supposons deux pays, A et B; et que l'expansion des crédits, par suite de la hausse des prix exprimée en unité monétaire, soit plus grande en A qu'en B. La balance commerciale de A ira alors s'aggravant. Aussi longtemps que les anciennes parités de change subsistent, il sera plus avantageux d'acheter, en échange de devises, en B qu'en A. Deuxièmement, B se rendra plus rapidement compte que A de l'état des choses, surtout si le gouvernement de A croit devoir camoufler la situation en stoppant les prix ou en contrôlant les devises. Le change extérieur baissera alors plus rapidement que la valeur interne de la monnaie et entraînera la liquidation de l'économie de A. Vaut-il mieux user de la prudence du gouvernement de A ou diminuer les réserves d'or? Les banques élèveront-elles leurs crédits? Une hausse du taux de l'intérêt, par exemple, aura pour conséquence que certains entrepreneurs subiront des pertes, s'il y a restriction de crédit. Leur sort variera selon qu'ils se trouvent à tel ou tel stade de leur réalisation. On poursuivra l'établissement de nouvelles installations, en dépit du changement de situation, si les pertes sont moins élevées en agissant de cette façon. Les détours de production commencés en dernier lieu seront probablement les premiers à être interrompus. Le licenciement du personnel, les faillites et les banqueroutes créeront une atmosphère pessimiste. Le goût d'entreprendre du nouveau se perdra et suffira tout au plus à maintenir l'industrie des biens de consommation au niveau où elle pourra satisfaire les besoins restreints du fait de la diminution des revenus. Quand les biens de consommation de la nouvelle production apparaîtront enfin sur le marché, ils ne pourront être écoulés qu'à perte. Si en période de phase ascendante, les entrepreneurs comptaient sur une hausse des prix, et s'il se développait ainsi une prime positive des prix, mais par suite de la prime négative des prix, ces propriétaires restreindront leurs achats. Là vente diminuant de plus en plus, on licenciera un plus grand nombre d'ouvriers que n'en requiert la crise d'épuration. La période de dépression durera jusqu'à ce que les deux conditions ci-dessous soient remplies simultanément.

Il est nécessaire que l'industrie des biens de consommation soit de nouveau adaptée au besoin effectif. Solution relativement aisée, si les installations ne sont pas hors d'usage. Deuxièmement, il faudra que l'économie s'adapte aux moyens de production disproportionnés ou, ce qui serait plus raisonnable, que les moyens de production s'adaptent à l'économie.

La première de ces possibilités était plus facile à réaliser tant qu'il s'agissait d'économies pourvues d'un excédent de population et tant qu'existaient des débouchés outre-mer pour les moyens de production, c'est-à-dire des pays à développer ou à industrialiser. La deuxième possibilité ne sera pas d'une réalisation plus facile, si l'on cherche à maintenir certaines indu-

stries par l'octroi de subventions, ou en leur assurant un marché d'écoulement intérieur avec protection douanière ou, enfin, si l'on admet des monopoles permettant de les financer, grâce à leur rente, mais faisant obstacle du même coup à l'approvisionnement de l'économie. Il y eut, en période de phase ascendante de faux investissements et des destructions virtuelles de capitaux qui auraient dû être enrayés sur le champ, si l'on voulait mener une politique anti-cyclique, pour reprendre l'idée de Mises<sup>1</sup>. Mais comme les installations existent, leurs propriétaires feront probablement mieux de les utiliser, même à perte, que de ne point les utiliser du tout.

Si le déroulement du processus de Wicksell est relativement clair, trois questions restent toutefois à résoudre :

- a) Quels sont les facteurs qui peuvent déclencher le cycle économique?
- b) Peut-on empêcher les cycles économiques?
- c) Qu'arriverait-il si l'on réalisait une économie sans fluctuations cycliques?

Tandis que la deuxième de ces questions fera l'objet de notre prochain chapitre, intitulé : *Théorie du revenu de la monnaie neutre*, il nous faut relever que la question posée sous a) est un problème de politique monétaire relatif à la concordance du taux d'intérêt naturel au taux d'intérêt du marché. En effet, l'écart d'intérêt peut provenir du secteur monétaire aussi bien que du secteur extra-monnaire.

Les banques d'émission peuvent mener consciemment une politique de monnaie bon marché; il existe sans aucun doute des motifs qui les pousseraient à emprunter cette voie. Et les banques d'émission sont aujourd'hui pratiquement, si-non formellement, des institutions d'Etat. Etant donné aussi qu'un faible taux d'escompte signifie, pour l'Etat, capital de prêt bon marché, cette raison peut avoir quelque influence. L'expansion des crédits conduit à ce que l'on pourrait qualifier «état de plein-emploi». Mais ce terme a plusieurs sens. Ce que nous entendons ici, c'est en général un plein-emploi du facteur travail. Pour qu'il puisse se réaliser, il faudrait que le facteur travail fut, dans l'économie, le facteur relativement le plus rare. Il faudrait aussi que se formassent, dans l'économie d'avantage de capitaux que ne le comporte l'accroissement de la population. Nous ne devons pas nous préoccuper ici de savoir si d'autres mesures d'économie politique permettent d'atteindre ce but. En tout cas, l'expansion de crédits qui conduit très souvent, sinon toujours, à de faux investissements, n'est pas le moyen approprié. En outre, l'offre de travail n'est, ni quantitativement ni qualitativement, une

<sup>1</sup> L. v. Mises : *Nationalökonomie*, Genève, 1940, p. 527.

donnée fixe; elle est bien plutôt une fonction du niveau des salaires. L'expansion de crédits peut tout au plus modifier les salaires nominaux, non les salaires réels. Si Keynes a raison, c'est-à-dire si les ouvriers actuels se préoccupent plutôt du niveau de leur revenu nominal que de celui de leur revenu réel, l'expansion de crédits peut représenter un moyen de diminution du salaire réel; Keynes lui-même a défendu cette thèse.

Il paraît fort improbable que l'expansion de crédits provoque une augmentation des salaires réels. Les ouvriers pourront, il est vrai, obtenir plus facilement des augmentations de salaire en période de phase ascendante qu'en période de dépression. On ne sait si l'augmentation des salaires nominaux suffit à égaliser la tendance à décroître du niveau des salaires réels, tendance provenant de la diminution des réserves en biens de consommation. Remarquons en outre que, sitôt après une augmentation de salaires, le désir de travailler dans la production s'accroît aussi chez la main-d'œuvre qui n'y travaillait pas jusqu'ici. Cette main-d'œuvre, qu'il s'agisse de femmes, de personnes âgées ou d'adolescents est sans doute moins productive que la main-d'œuvre occupée dans l'état d'équilibre que nous venons de décrire. S'il est vrai que les ouvriers sont rétribués d'après leur productivité marginale<sup>1</sup>, le plein emploi monétaire n'est pas le moyen de hausser les salaires réels. N'oublions pas, enfin, que l'offre de travail est répartie qualitativement. Si, dans l'état d'équilibre, le chômage persiste et dépasse la norme du chômage passager, ce fait signifie que certains ouvriers ne veulent pas travailler pour un salaire correspondant à leur productivité marginale. On ne remédie pas à ce fâcheux état de choses en cherchant à prolonger, par des mesures modérées, les tentatives d'adaptation nécessaires, par exemple le changement de métier, ou la rééducation des représentants de la jeune génération. Signalons encore la différenciation qualitative du taux d'intérêt.

Ce taux d'intérêt naturel, tel que le conçoit Wicksell, est une construction théorique, découlant de la représentation idéale d'une économie libérale. L'on peut trouver, dans une économie, des branches de production dont le rendement marginal est inférieur au rendement marginal moyen de l'économie. En Europe, c'est souvent le cas de l'agriculture, mais notre raisonnement vaut également pour une branche industrielle jouant un rôle essentiel dans l'économie du pays. Dans une économie pleinement libérale, il faudrait alors que le nombre des entrepreneurs dans les branches de production touchées, soit limité jusqu'à ce que la production marginale atteigne le niveau général. Si, pour des raisons de politique sociale ou de défense nationale, l'on ne veut pas renoncer à cette branche de l'industrie, il faudra que l'écono-

<sup>1</sup> L. v. Mises: *Nationalökonomie*, Genève, 1940, p. 532 ssq.

mie mette à disposition, et à bon compte, les crédits nécessaires. Mais pour que la demande de crédits n'augmente pas, on usera d'un autre mécanisme de sélection; toutefois, il reste à savoir s'il est plus efficace que le système de la formation de prix.

Peu importe notre attitude à l'égard de cette question, ce qui nous intéresse, c'est la répartition du surplus du capital réel. Se résout-on à investir à 2 % seulement une partie du capital, sa production marginale étant par exemple 3 %, on sera contraint d'élever le taux d'intérêt pour le reste, c'est-à-dire que des détours de production qui eussent été de bon rapport à 3 % ne pourront pas être entrepris puisque le taux d'intérêt est de 4 %. C'est à la politique économique de décider si l'on choisira cette voie. Toutefois, on ne favorise pas une branche de l'industrie sans nuire aux autres. Supposons que la banque d'émission renonce à une politique de monnaie bon marché, et à influencer activement le taux d'intérêt. Même dans ce cas, il n'est pas dit qu'elle soit en mesure d'imposer cette politique monétaire passive à l'égard des banques privées. Celles-ci seront largement indépendantes à l'égard de la banque d'émission si leur clientèle est grande et si les paiements réciproques se balancent au clearing bancaire. Si les banques privées jouissent d'une bonne rentabilité et de la confiance des milieux commerciaux, elles pourront octroyer autant de crédits qu'elle le voudront, pourvu qu'elles pensent à la liquidité. Comme la plus grande partie des salaires se verse en monnaie fiduciaire, lors de l'expansion de crédits, une plus grande liquidité devra par conséquent être prévue. L'importance de cette somme dépendra des habitudes de paiement; quand bien même une banque serait obligée de recourir à l'institut d'émission, rien ne prouve qu'elle soit obligée de procéder au réescompte d'effets de commerce. Etant donné que, d'une part, l'importance des effets de commerce va toujours diminuant et que, d'autre part, dans l'économie moderne, il y a une forte tendance à obliger moralement les banques privées à avoir en portefeuille des obligations d'Etat, l'ouverture de crédits peut donc se faire sous forme d'un papier valeur lombard, que la banque d'émission, même en temps de politique restrictive, ne peut refuser sans nuire au crédit de l'Etat.

Si l'on exclut du système monétaire tous les procédés d'empiétement, la question demeure de savoir dans quelle mesure une banque d'émission peut adapter son taux d'intérêt monétaire au taux d'intérêt réel. Celui-ci peut tout aussi bien monter que descendre, pour des motifs indépendants du système monétaire. Mais il est fort improbable que l'étendue de la formation de capitaux réels, c'est-à-dire les habitudes d'épargne de la population, changent *caeteris paribus*. Toutefois, ce cas pourrait se produire si les revenus se modifiaient profondément. Si ces changements se produisaient au

bénéfice des faibles revenus et au détriment des grandes fortunes, le volume d'épargne diminuerait certainement. Si, au contraire, les bénéfices des entrepreneurs étaient grands, on pourrait compter sur un accroissement de l'épargne. Tout l'ensemble de la politique d'impôts de l'Etat, qui découle d'une nouvelle répartition des revenus et pratiquement, de la tendance à favoriser les classes de revenus modestes, fait partie de ce système.

Le taux d'intérêt réel changera bien plus souvent du côté de la demande. Se demander quel sera le rendement de nouveaux procédés techniques est toujours un calcul *ex ante*<sup>1</sup> des entrepreneurs qui, à partir de dates connues dans le présent ou de dates encore inconnues, cherchent à évaluer le développement futur des prix. *Ex post*, les calculs peuvent se révéler faux et ils le seront souvent. Ce qui est beaucoup plus important, c'est le moment psychologique, facteur qui nécessairement influence le calcul. Supposons qu'une invention bouleversant tout apparaisse sur le marché. Dans le domaine historique, pensons par exemple au chemin de fer, à l'électricité, à la radio, à l'automobile. En face de telles inventions, l'entrepreneur le plus avisé ou la banque la plus prudente ne pourront que se demander s'il vaut la peine ou non de faire un investissement concret, ou un octroi de crédits. Car ni les banques, ni les entrepreneurs ne peuvent prévoir quelle sera la somme de capitaux nécessaires pour faire face à une éventuelle demande secondaire et, de ce fait, connaître le rapport existant entre la totalité de capitaux nécessaires et les capitaux disponibles. Aussi longtemps qu'il n'y a ni inflation ni déflation, qu'un calcul concret peut se faire, c'est-à-dire que le niveau des prix est stable, l'octroi de crédits est légitime. Mais dès que se produit une hausse des prix, comment la banque ou l'entrepreneur peuvent-ils savoir si cette hausse est due à une demande supplémentaire effective ou si elle découle d'une prime positive des prix? Si nous devons demeurer sceptique à l'égard de l'idée qui veut écarter résolument les fluctuations cycliques, il faut nous demander si est possible la conception de Wicksell qui dit qu'une économie sans fluctuations est réalisable. Et ceci nous conduit à la troisième question.

La notion idéale de Wicksell et Cassel, celle d'une économie se développant régulièrement, peut-elle être réalisée? La grande faiblesse de l'économie politique mathématique, notamment de la théorie générale de l'équilibre, c'est qu'elle est nécessairement hors du temps et ne peut pas, de ce fait,

<sup>1</sup> B. Ohlin: *Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment* dans *Economic Journal*, 1937, volume 47, page 53 ssq.  
*Alternative Theories of the Rate of Interest*, dans *Economic Journal*, 1937, volume 47, p. 423 ssq.

tenir compte de l'activité des entrepreneurs. On peut admettre, selon l'école de Wicksell, qu'une économie se développant chaque année à 3 % serait la meilleure du monde. Mais comment, dans une telle économie, les entrepreneurs seront-ils poussés à faire des investissements, contribuant ainsi au développement de cette économie? Si les entrepreneurs ne réalisaient pas de bénéfices, ils n'auraient aucune raison de faire des investissements. Un état socialiste utopique pourrait le faire tant que l'économie se développe d'une façon uniforme, c'est-à-dire que les dates ne varient pas; en d'autres termes que les coefficients techniques restent les mêmes.

Si l'on ne veut pas renoncer au progrès technique il faut avoir recours à l'activité individuelle des entrepreneurs et leur activité nécessitera un changement de dates. Ces entrepreneurs, comme tous les hommes, sont optimistes ou pessimistes et sujets à des erreurs. Dès qu'ils se trompent les cycles économiques sont inévitables. Tout ce que l'on peut demander d'une politique monétaire rationnelle, c'est qu'elle ne rende pas la tâche des entrepreneurs plus difficile qu'elle ne l'est déjà. En d'autres termes, la politique monétaire ne devrait pas fausser les prévisions des entrepreneurs. Quand progrès technique et fluctuations cycliques dépendent l'un de l'autre, le problème politique économique consiste à ne pas faire obstacle à la phase ascendante, sans laquelle il n'y a pas de progrès. D'autre part, à éviter que les pertes que cette phase cause inévitablement par de faux investissements ne soient pas plus grandes que l'accroissement du produit social résultant de la mise en train de nouveaux procédés.

THEORIE DU REVENU DE LA MONNAIE NEUTRE

1. Revenu national et fortune nationale

Nous pouvons affirmer, avec Keynes, que les deux problèmes fondamentaux de l'économie politique sont :

- a) Le volume du produit social; en d'autres termes, comment organiser l'économie pour que la production soit intensive. Ce problème a tout particulièrement préoccupé les économistes allemands.
- b) Comment répartir ce produit social. En d'autres termes, quel est le mode d'organisation économique qui, pour ce produit social donné, assure le maximum de profit aux individus. Ce problème a surtout été discuté en Angleterre.

Précisons tout d'abord qu'il est absurde de considérer le revenu national ou la fortune nationale comme quantité de biens ayant une valeur déterminée. On peut dire, à la rigueur, que 3 paires de souliers représentent une quantité plus considérable que 2 paires. Mais, dans le cadre de l'économie réelle, il nous est impossible de déterminer la valeur de 2 paires de souliers et de 3 paires de chaussettes, et de dire si elle est supérieure ou inférieure à celle d'un complet et de deux chemises. Si la notion de produits réels n'a pas de sens économique, il nous faut revenir<sup>1</sup> à la notion subjective de la valeur que se font les membres d'une économie; et le maximum du produit social sera défini comme étant la valeur maximum correspondant aux vœux des consommateurs. Ces vœux se traduisent par les prix que les consommateurs sont prêts à payer<sup>2</sup> pour les biens se trouvant sur le marché. Le maximum du produit social est alors la quantité de marchandises correspondant *caeteris paribus* à la plus grosse somme des prix. Il nous faut cependant faire trois réserves importantes.

<sup>1</sup> W. Roepke: *Die Lehre von der Wirtschaft*, Zurich, 1946, p. 22 ssq.

<sup>2</sup> Friedrich von Wieser: *Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft*, 1914.

Alfred Marshall: *The principles of Economics*, London, 1890.

V. Pareto: *Cours d'économie politique*, Lausanne, 1896/97.

L. v. Mises: *Theoretische Sozialökonomie*, Genève, 1940.

La première, c'est qu'en ce sens du moins, la monnaie ne doit être qu'échelle de valeurs; et que le système monétaire se garde d'en fausser la valeur nominale, c'est-à-dire les prix. Si une monnaie de ce genre n'existe pas, les imperfections provenant du système monétaire ne devront pas être plus grandes que les changements de volume du produit social que l'on veut évaluer.

La deuxième réserve, c'est que la notion subjective qu'ont les individus de la valeur, et qui s'exprime sur le marché, n'est efficace qu'au moment où elle peut se manifester sous forme de demande, c'est-à-dire si les individus disposent d'un pouvoir d'achat suffisant.

Dans la représentation idéale d'une économie libérale où règne le plein emploi, les individus seront rétribués d'après leur productivité marginale; il leur est donc possible, en accroissant le rendement de leur travail, d'élever leur pouvoir d'achat.

Troisièmement, le théorème du maximum du produit social dépend de l'utilité marginale que l'unité monétaire met entre les mains de chaque consommateur. C'est Mises<sup>1</sup>, par exemple, qui a démontré qu'aux mains de A l'utilité marginale de l'unité monétaire ne peut être comparée à celle qu'elle aura entre les mains de B. Puisqu'il s'agit ici d'une solution d'approximation, nous pouvons supposer toutefois que l'utilité de l'unité monétaire baisse si le revenu s'élève. Inversement, pour un produit social donné, la somme de valeur sera d'autant plus grande que la répartition des revenus est équilibrée. Mais le degré d'utilité du produit social dépend de la manière dont il est réparti. *Caeteris paribus*, on pourra admettre que dans une économie donnée, l'accroissement de la formation de capitaux sera d'autant plus grand que la répartition des revenus est inégale, c'est-à-dire plus il y aura de grands revenus. En économie, définir le maximum du produit social n'a de sens que si l'on connaît la répartition individuelle de ce produit. Cette répartition déterminera l'accroissement du produit social de l'exercice suivant. Ce fait signifie donc, en économie politique, qu'un optimum peut être atteint quand la répartition du produit social est telle que son utilité augmente dans la mesure où l'accroissement du produit social diminue, puisque la formation des capitaux ralentit.

Mais une amélioration du standard de vie à longue échéance n'est possible que si la formation de nouveaux capitaux est proportionnellement plus grande que l'accroissement de la population. Pour que ces capitaux puissent se former, il faut, nous l'avons vu, que la répartition du revenu soit inégale. Comme l'accroissement de la population ne dépend pas seulement des

<sup>1</sup> L. v. Mises: *Nationalökonomie*, Genève, 1940, p. 87 ssq.

facteurs économiques, le niveau des revenus n'a qu'une importance modérée. Si nous considérons les choses sous l'angle de la monnaie idéale, cette monnaie doit présenter les qualités suivantes :

- a) Il faut qu'elle permette aux individus de faire un calcul économique à peu près exact ;
- b) Elle ne doit pas provoquer de sous-occupation intermittente ou permanente ;
- c) Elle doit correspondre au mode de répartition des revenus que l'on a choisi de réaliser.

## 2. Possibilités de la politique monétaire

Si l'on envisage une économie à peu près équilibrée, la quantité monétaire optimale dépendra des habitudes d'encaisse. Celles-ci déterminées, nous avons le volume monétaire si l'on suppose des périodes de revenu données ; c'est-à-dire sa vitesse de circulation. Les habitudes d'encaisse s'adapteront sans doute à longue échéance aux volumes monétaires en circulation : à long terme donc, tout volume monétaire, aussi longtemps qu'il reste rare, pourra remplir les services requis par le système monétaire. Plutôt que de fixer à nouveau le volume de la monnaie d'une économie équilibrée, la politique monétaire devra éliminer les modifications de ce volume que les variations dans le secteur monétaire ne justifient pas.

A première vue, l'on admettra qu'il n'y aura guère de changements dans les habitudes d'encaisse, si l'état de la monnaie reste stable. Dans la mesure où cette condition joue, et où il s'agit de politique monétaire à court terme, il faudrait chercher à adapter le volume monétaire à la grandeur du produit social  $S$ .  $S$  est, du moins approximativement, une fonction de la grandeur de la production<sup>1</sup>. Dans la mesure où l'on peut supposer que d'autres troubles dus à la monnaie ne se produiront pas, un accroissement de la production rendra désirable un accroissement proportionnel du volume monétaire. Si deux conditions importantes sont remplies, c'est-à-dire, si<sup>2</sup> la recherche de la liquidité est, en fait, demeurée invariable et si<sup>3</sup> des changements survenus dans l'évolution structurelle de l'économie n'ont pas influencé la hausse de la production, une concentration croissante des entreprises provoquerait par exemple une baisse de l'encaisse.

<sup>1</sup> R. F. Kalin: *Economic Journal*, juin 1938, vol. 48, p. 335.

<sup>2</sup> J. M. Keynes: *General Theory*, page 31.

<sup>3</sup> J. M. Keynes: *General Theory*, page 98.

Il reste à nous demander si l'on pourrait établir un indice de production de la précision requise. Réalisation difficile, car si un nouveau procédé technique fait baisser le coût réel de la production, l'indice indiquerait une tendance à une baisse relative, tandis que le volume des biens se serait plutôt accru. La deuxième difficulté consiste à évaluer le degré de concentration dans l'économie. Malgré tout, l'indice de production serait un indice passable, car les deux tendances que nous venons de signaler agissent en sens contraire et se neutraliseraient probablement dans une certaine mesure.

Considérons maintenant notre deuxième postulat. Nous pouvons exclure un sous-emploi structurel dû au système du monopole, qu'il s'agisse d'industries cartellisées ou de syndicats, car la politique monétaire ne peut agir dans ce domaine. Il est vrai que, d'après la recette de Keynes, elle permet de combattre, du moins momentanément, un chômage structurel<sup>1</sup>. Mais étant donné les grands inconvénients qui résultent d'une inflation méthodique destinée à diminuer les salaires réels, ce moyen est pour le moins à deux tranchants. Reste une troisième possibilité le sous-emploi cyclique.

Sans vouloir aller aussi loin que Wicksell — quoique l'on puisse se demander s'il a réellement cru à la réalisation absolue d'une économie statique — on pourra demander que le système monétaire évite les cycles économiques, du moins en phase ascendante secondaire et en période de dépression secondaire. Les autorités monétaires pourraient, par exemple, mener une économie politique compensatoire en phase ascendante secondaire ou créer des possibilités de travail en cas de période de dépression secondaire. Pour que les banques et les entrepreneurs usent d'une certaine prudence, ne suffirait-il pas cependant d'être persuadé qu'une banque d'émission ou un gouvernement interviendrait, quand la hausse ou la baisse du niveau des prix dépasserait certaines limites? Si l'on veut aller plus loin encore, on peut prescrire à l'ensemble des banques privées des instructions relatives à leur couverture. Mais ces instructions sont malheureusement rigides, et par là même inefficaces dans certains cas.

L'autre alternative, c'est de prêcher le retour à la liberté des banques, si l'on croit à la responsabilité des individus, en l'occurrence les directeurs de banque. Sans vouloir aller aussi loin, la conviction que l'État n'offre aucune protection influencerait sans doute profondément le système bancaire.

Si l'on suppose, en outre, qu'au moment où règne un certain degré de liberté économique internationale, l'instabilité décroît et qu'il est possible de lutter contre le chômage par la migration, une monnaie qui s'adapterait à l'indice de production atténuerait les perturbations cycliques. Il lui serait

<sup>1</sup> J. M. Keynes: *General Theory*, page 105.

toutefois impossible de les supprimer, car on ne peut déterminer ce facteur psychologique; c'est-à-dire, prévoir jusqu'à quel degré les entrepreneurs sont prêts, dans leur optimisme, à réduire leur liquidité. A l'apparition de signes annonçant une phase ascendante, une autorité monétaire trop prudente peut chercher à réduire quelque peu le volume monétaire. Mais il faudra craindre alors que la période de prospérité ne revienne plus (ce fut le cas en Amérique en 1936), parce que l'on redoute, à tort ou à raison, que le gouvernement s'obstine à y faire obstacle. Il serait bon cependant de laisser une certaine marge aux fluctuations cycliques, comme indiqué à la page 20 du chapitre II.

Le problème de la répartition des revenus est le problème le plus épineux de la politique de la monnaie neutre. Les deux cas extrêmes sont clairs. Un indice de production fondé sur les volumes, et qui les calculerait d'après les prix donnés par une année de base, ne ferait bénéficier du progrès économique que les entrepreneurs et les détenteurs de capitaux. Un indice de production qui ne considérerait que la valeur actuelle des produits ferait bénéficier les ouvriers seuls de l'ensemble du progrès. On ne cherchera sans doute pas à réaliser sans nuances l'une ou l'autre de ces possibilités. Dans quelle mesure l'autorité monétaire favorisera-t-elle la première ou la seconde est une question d'appréciation et dépend d'abord du système des impôts, ensuite du reste du système économique. On pourrait, par exemple, déclarer équitable un certain mode de répartition de l'augmentation de la valeur et choisir de combiner d'une façon ou d'une autre les deux variantes de l'indice de production.

Il semble toutefois certain que l'autorité monétaire devra renoncer à poursuivre des buts secondaires si elle jette son dévolu sur la monnaie approximativement neutre. L'abus de la planche à billets pour les besoins fiscaux de l'Etat sera notamment exclu, de même son usage au bénéfice d'une couche seule de la population, serait-elle la classe ouvrière. Un gouvernement à la tête d'une économie en plein développement, et dans laquelle la classe ouvrière seule bénéficie de l'accroissement du rendement, peut maintenir le revenu nominal à peu près tel qu'il est, c'est-à-dire faire qu'une augmentation de 10 % de la production soit nécessairement accompagnée d'une augmentation de 10 % du pouvoir d'achat de la monnaie au lieu de ne l'être, par exemple que de 5 %. Un gouvernement ne peut faire davantage. S'il augmente le volume de la monnaie, en ne créant des revenus supplémentaires que pour la classe ouvrière, il amènera des perturbations dans l'échelle des prix. En effet, si les revenus sont thésaurisés, le gouvernement les a créés en vain. S'ils sont dépensés, certains prix monteront et le calcul monétaire sera faussé.

Si nous aboutissons, en un certain sens, à de sombres conclusions, par exemple qu'une monnaie parfaite n'est en tout cas pas neutre, au sens que donne Wicksell à cette conception, et qu'une monnaie neutre n'est sûrement pas parfaite, nous pouvons nous rassurer à la pensée que les facteurs de troubles provenant de la partie réelle de l'équation quantitative sont tels que seul un régime monétaire non-interventionniste a toutes les chances de s'en tirer.

Les fanatiques du libéralisme déplorent de ne pas trouver, dans ce raisonnement, l'affirmation que l'absence complète de toute intervention permet seule de réaliser la meilleure économie qui soit. Nous croyons avoir démontré que les interventions sont nécessaires en certains cas. Si surviennent, en dépit d'une politique monétaire peu interventionniste, une phase ascendante secondaire et une période de dépression secondaire, il serait temps alors que l'État luttât là-contre par tous les moyens. Ils seraient d'autant plus efficaces qu'ils seraient employés pour la première fois.

La suite de notre travail est consacré à examiner dans quelle mesure le classique étalon-or correspondait aux exigences requises et quelles améliorations semblent désirables.

## L'OR EN TANT QUE MONNAIE NEUTRE

### 1. Du troc à l'or

Dans l'économie fermée, dans le système du troc et enfin dans celui de l'échange, on emploie des biens servant d'intermédiaires et susceptibles d'une demande constante.

Les meilleurs exemples sont donnés par la monnaie marchande : bétail, briques de thé mongoliennes, coquilles, pierres, etc. Les qualités techniques des métaux précieux, leur valeur spécifique très élevée et leur inaltérabilité les amènent bientôt à servir de base d'échange. Ce fait n'exclut pas la circulation des succédanés de monnaie. Ricardo<sup>1</sup> déjà signale que le Gold Bouillon Standard est moins onéreux que le système du Gold Specie Standard, où circulent des pièces d'or. Il suggère de les remplacer par la monnaie fiduciaire qui ne doit pas avoir une couverture or intégrale, mais qui, sur demande, peut être à tout moment couverte en or.

### 2. Répartition de l'or dans un système économique libéral

La découverte des mines d'or dépendait autrefois du hasard. Ainsi, on a reproché aux pays producteurs d'or de s'enrichir aux dépens des autres nations. Un reproche de ce genre accuse une méconnaissance des liens de causalité à la base du problème. Il est vrai que les pays favorisés par la nature s'enrichissent parce qu'ils produisent de l'or, mais ils en produisent parce qu'une demande monétaire leur est adressée; à défaut de cette demande, ils produiraient certainement un autre bien à condition, toutefois, qu'une demande existe. Les effets dus à l'afflux de l'or nouveau découvert en 1850 sont trop éclatants, la prospérité qui en résulte est trop universelle pour qu'en-dehors des esprits prévenus a priori par une doctrine, personne ne puisse hésiter un seul instant.

«Les échanges internationaux stimulés à un degré inconnu jusqu'alors, la richesse générale accrue en même temps que les prix haussés, non pas seulement dans les pays producteurs d'or, mais dans l'ensemble des nations

<sup>1</sup> M. Hollander: *Minor papers on the Currency Question 1809-1823*, by David Ricardo, Baltimore, 1932.

commerçantes, la situation financière des Etats améliorée, celle des banques renforcée: voilà quelques-uns des faits devant lesquels nul ne peut rester aveugle. Aussi l'unanimité est-elle vite faite sur le rôle joué dans ces progrès par les découvertes des mines d'or de Californie et d'Australie, où l'afflux des immigrants et la course à la fortune suscitent la curiosité du monde entier.»

Cette conclusion que M. Rist<sup>1</sup> expose dans son ouvrage est certainement vraie pour l'époque à laquelle il fait allusion.

Pour que le mécanisme-ci puisse déployer tous ses effets, la demande monétaire ne doit pas être limitée ni inaccessible à certaines contrées. Il faut, en outre, que l'or nouvellement extrait s'achemine vers les canaux désignés par les lois économiques. En d'autres termes, les parités du pouvoir d'achat doivent être le distributeur suprême qui, lui seul, est capable d'indiquer le chemin que l'or doit prendre.

Actuellement, ces conditions sont loin d'être remplies. Sous le régime du Gold Specie Standard, sur le plan national par exemple, une augmentation du volume d'or aura pour conséquence une hausse des prix. D'où augmentation des importations de marchandises et baisse des exportations. Dans la mesure où des Fonds d'égalisation des changes et d'autres interventions étatiques n'entravent pas le libre développement de ce mécanisme, la balance des comptes s'équilibre par une exportation d'or. Ainsi, en fin de compte, l'or se répartirait sur le globe entier de façon à équilibrer d'abord le niveau des prix des biens mondiaux, ensuite les standards de vie nationaux.

Ce fonctionnement, n'est toutefois efficace qu'à certaines conditions. Il faut qu'une certaine liberté dans le commerce international permette l'échange des marchandises. Ensuite qu'un minimum de liberté permette le déplacement des forces productives humaines selon la répartition mondiale des biens productifs réels disponibles. Par conséquent, les contrées moins riches accuseront une population moins dense et réciproquement.

### 3. Production de l'or et accroissement de la population

Pour qu'il y ait dans une économie donnée, une monnaie approximativement stable, il faut que le volume monétaire se modifie dans la même mesure que les transactions économiques. S'appuyant sur les statistiques, le professeur G. Cassel<sup>2</sup>, grand défenseur de la théorie quantitative, estime que le

<sup>1</sup> Ch. Rist: *Histoire des Doctrines relatives au crédit et à la monnaie*, Paris, 1938.

<sup>2</sup> G. Cassel: *Das Geldproblem der Welt*, 3ème édition, Munich, 1922 p. 72.

volume des marchandises (ou plus exactement de tout ce qui s'échange contre la monnaie) grossit en moyenne de 3 % par an. Il en déduit que le stock d'or doit aussi s'accroître de 3 % par an, pour que les prix restent stationnaires. Sinon les prix se modifient.

L'accroissement de la population et l'augmentation du volume commercial sont des grandeurs dépendantes l'une de l'autre. Robert Malthus a raison jusqu'à un certain point, en prétendant que la population tend à s'étendre à la limite des possibilités d'existence. Nous n'envisageons pas, sous l'angle de la théorie monétaire, les limites naturelles d'existence, mais le maintien du standard de vie atteint. Toute amélioration de ce standard peut provoquer une augmentation de la population. Aujourd'hui cependant, où règne la dénatalité, ce problème est inexistant et ne sera donc pas une cause probable de perturbations.

#### 4. *Thésaurisation et emploi industriel*

Le terme «thésaurisation» ne représente pas une notion claire et déterminée. On est d'avis, en général, qu'il signifie la différence entre l'encaisse nécessaire pour satisfaire les besoins individuels de change et l'encaisse effective. L'estimation du montant de l'encaisse nécessaire, étant fonction du jugement individuel, est donc essentiellement subjective.

Au Moyen-Age, les pièces monétaires n'étaient pas exclusivement acquises pour thésauriser; elles servaient d'intermédiaires d'échange. La circulation monétaire était donc insuffisante. A l'époque de l'étalon-or, plus exactement du Gold Specie Standard, la neutralité monétaire ne pouvait être assurée que lorsque l'offre en or ne subissait pas de fortes fluctuations.

L'emploi industriel de l'or est un phénomène qui présente des répercussions analogues à celles de la thésaurisation. Au siècle dernier encore, l'or était couramment utilisé pour la fabrication d'objets précieux, de bijoux, d'ornements d'église et de palais, etc. Aujourd'hui, il n'en va plus de même. Son emploi s'est considérablement réduit.

Pour avoir une idée de l'ampleur de l'emploi industriel, nous citerons quelques chiffres.

De 1835 à 1889, l'industrie absorbait  $\frac{1}{3}$  de la production annuelle

De 1890 à 1913  $\frac{1}{4}$

De 1914 à 1930  $\frac{1}{5}$

L'emploi industriel va décroissant; nous pouvons donc négliger ce facteur en disant que le prix de l'or, s'il est très élevé aujourd'hui, le doit principalement à son appréciation générale en tant qu'intermédiaire d'échange et surtout de trésor.

### 5. L'or est-il à l'origine de perturbations économiques?

La simple présence de l'étalon-or et l'accroissement de sa base sont-ils cause de perturbations économiques? La littérature économique offre, à ce sujet, une documentation volumineuse.

D'après une première analyse historique cette littérature peut se diviser en deux époques; l'une antérieure et l'autre postérieure à la guerre de 1914-1918. Opinions et théories à ce sujet sont fort diverses. Mais on finit par s'apercevoir qu'il s'agit, plutôt que d'un désaccord de principe, d'un désaccord graduel. Les opinions d'après-guerre semblent différer davantage que celles d'avant-guerre. Pour la période de 1850 à 1914, les auteurs<sup>1</sup> déclarent que la production a quelque influence sur les prix et la conjoncture. Mais il est facile de comprendre qu'aucune théorie ne soit parvenue à justifier ces hypothèses.

Les théories les moins heureuses sont celles qui se basent sur une relation mathématique<sup>2</sup> existant entre l'or et les prix; les bases statistiques incomplètes et inexactes ne permettent pas en effet de tirer des conclusions pratiques. D'autres théories partent de fictions et seraient peut-être justes en elles-mêmes, mais leurs abstractions sont si nombreuses et importantes que le résultat obtenu n'a aucune valeur théorique ou pratique.

Ce sont les auteurs prudents<sup>3</sup>, en laissant la porte ouverte à toutes les

<sup>1</sup> I. Fisher: *Die Kaufkraft des Geldes*, Berlin, 1922.

*Booms and Depressions*, New York, 1932.

B. Nogaro: *La Monnaie et les Phénomènes monétaires contemporains*, Paris, 1924.

*La crise économique dans le monde et en France*, Paris, 1936.

W. Sombart: *Der moderne Kapitalismus*, 2ème édition, Munich, 1927.

L. v. Mises: *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Jéna, 1928.

Ch. Gide: *Cours d'économie politique*, Paris, 1919.

<sup>2</sup> G. Cassel: *Theoretische Sozialökonomie*, 4ème édition, Leipzig, 1927.

*Rapport provisoire de la délégation de l'or*, S. D. N., C. 375 M. 161, 1930, II page 73 ssq.

*The downfall of the Goldstandard*, Oxford, 1936.

Kitchin: *L'offre d'or comparée avec les prix des denrées. Rapport provisoire de la Délégation de l'or du Comité financier S. D. N.*, C. 375 M. 161, 1930 II, p. 82 ssq.

F. Warren: *Prices*, 3ème édition, New York, 1933.

Ch. Rist: *Interprétation de la chute des prix depuis 1925*, Paris, 1937.

*Les mouvements d'or et la crise*, Paris, 1931.

<sup>3</sup> L. Baudin: *La monnaie et la formation des prix*, Paris, 1936.

J. M. Keynes: *Vom Gelde*, Munich, 1932.

*Ein Traktat über Währungsreform*, Munich, 1924.

F. Somary: *Die Ursachen der Krise*, Tübingue, 1932.

E. Wagemann: *Konjunkturlehre*, Berlin, 1928.

possibilités, qui sont vraisemblablement arrivés le plus près de la réalité. Il se peut, disent-ils, qu'à certaines conditions la production de l'or influence les prix. Mais il est impossible d'en chiffrer l'influence et d'en déterminer la date exacte. Ernst John<sup>1</sup> démontre qu'une analyse de ce genre doit toujours se subdiviser en une suite de causalités de quatre degrés :

- Production de l'or
- Réserves monétaires
- Circulation fiduciaire
- Prix

Chacun de ses facteurs doit être examiné consécutivement. Le raisonnement, basé sur la théorie quantitative, examine indépendamment chaque stade, pour arriver en dernière analyse à déterminer l'influence de la production de l'or sur les prix.

Examinons brièvement les différents stades de cette suite de causalités.

C'est l'Angleterre qui, puisqu'elle connaît l'étalon-or depuis 1816, se prête le mieux à une analyse de ce genre.

#### a) Production de l'or — Réserves monétaires

A première vue il semble que la production de l'or ait une influence directe sur les réserves monétaires. Mais il est des époques où, malgré une baisse de la production de l'or, les réserves d'or augmentent. Les années s'écoulant de 1869 à 1874 nous en fournissent la preuve. D'autre part, aux environs de 1900, la production mondiale d'or diminue sensiblement, tandis que les réserves accusent un nouvel accroissement. Nous ne pouvons pas conclure de ces faits qu'il y ait parallélisme absolu entre la production de l'or et les réserves monétaires.

#### b) Réserves monétaires — Circulation fiduciaire

Il y a interdépendances plus nettes entre la circulation fiduciaire et les réserves monétaires. Parallèlement aux réserves monétaires, l'extension prise par la monnaie fiduciaire s'est développée d'une façon équilibrée. Les années suivant 1900 font cependant une exception. En dépit du grand développe-

<sup>1</sup> E. John: *Geldinflation und Wirtschaftsgestaltung*, 1933, p. 17.

ment industriel, l'accroissement de la monnaie fiduciaire ne se produit plus au même rythme que précédemment. Un emploi accru de la monnaie scripturale en est responsable. Dès 1900, le montant de la monnaie fiduciaire reste approximativement constant. Vers 1895, le trésor d'or a fortement augmenté, sans avoir toutefois une influence sur la monnaie en circulation. A partir de la première guerre mondiale, le volume monétaire est devenu de plus en plus indépendant de sa base métallique. Nous constatons ainsi que le volume monétaire des pays du bloc-or a relativement peu augmenté, malgré la revalorisation de leurs stocks d'or après la dévaluation.

### c) Circulation fiduciaire — Prix

L'émission fiduciaire et les prix représentent le troisième chaînon de cette suite de causalités. Une interdépendance n'est guère apparente. De 1864 à 1879, la circulation fiduciaire s'est sans cesse accrue. La courbe des prix a fléchi. De 1879 - 1887, le volume monétaire décroît légèrement pour augmenter ensuite, malgré une hausse de l'indice des prix anglais de gros. Dès 1901, la hausse des prix se prolonge jusqu'à la première guerre mondiale. Cependant, le volume de la monnaie fiduciaire décroît. La monnaie fiduciaire est un des éléments les plus importants de la théorie quantitative de la monnaie. La grandeur P (prix) fait également partie de l'équation; mais nous ne pouvons pas constater un parallélisme entre ces deux grandeurs; l'application de cette formule ne donne donc pas un résultat satisfaisant.

La plupart des économistes se bornent à faire des analyses entre le premier et le dernier point énoncé. Ils croient pouvoir trouver une relation entre la production de l'or et les prix. Une relation, superficielle, existe pour les années qui vont de 1864 à 1913. Mais dès que nous introduisons les deux chaînons «monnaie fiduciaire» et «réserves monétaires», les courbes obtenues<sup>1</sup> démentent une nette interdépendance entre les extrémités.

Les mouvements de prix, ainsi que les cycles économiques, sont à la fois cause et effet de la vie économique. Les méthodes scientifiques actuelles ne permettent pas encore de déterminer les facteurs exacts et leurs influences. En guise de première conclusion, nous pouvons dire que l'influence de ces divers facteurs possibles varie dans le temps.

Quant à la production de l'or, n'oublions pas qu'elle doit suffire à deux, respectivement à trois catégories de besoins. Les besoins monétaires (dans

<sup>1</sup> Bureau statistique de la Banque Nationale Suisse, Zurich.

leurs diverses formes), la thésaurisation et l'emploi industriel. Nous avons vu que, d'une façon générale, le degré de désirabilité variera dans le temps, notamment pour ces diverses catégories.

De même que les besoins changent, la demande diffère. D'autre part, la quantité d'or disponible étant instable, l'offre variera. Mais pour déterminer le pouvoir d'achat incorporé à cet or, il ne suffit pas de transplanter la loi de l'offre et de la demande sur le terrain monétaire. Sur ce plan, la loi de l'offre et de la demande est en effet remplacée par la théorie quantitative de la monnaie. Du fait que la monnaie remplit diverses fonctions, et que sa valeur est influencée par le degré de satisfaction de son volume, il ne faut pas partir de la totalité du volume monétaire en circulation. La suite logique de cette erreur c'est que, en tout temps, on a cherché à trouver une modification proportionnelle du volume monétaire par rapport aux prix des biens.

Le développement des prix et de la conjoncture est le résultat d'une multiplicité de facteurs économiques. Chacun d'eux a un certain rayon d'action. Chaque action correspond à une réaction et comme indiqué précédemment les mouvements des prix peuvent influencer favorablement ou défavorablement l'exploitation aurifère.

Si, sous un régime d'étalon-or, la production de l'or est vendue à un prix fixe, c'est-à-dire aujourd'hui pratiquement achetée en bloc par une autorité monétaire, les Etats-Unis, deux cas entrent en considération :

- aa) Lorsque l'accroissement des réserves d'or se produit à un rythme plus lent que celui du volume de production, l'or provoque cette baisse générale des prix signalée par Cassel, si l'on diminue pas le rapport entre la couverture or et les monnaies fiduciaire et scripturale.
- bb) Inversement, un accroissement de la production aurifère supérieur à celui de la production, n'entraîne pas nécessairement une hausse des prix. Si l'or, comme le fait s'est produit à une vaste échelle aux Etats-Unis et, dans une plus faible mesure en Suisse, est stérilisé, c'est-à-dire acheté en bloc par l'autorité monétaire, au lieu de servir à accroître le volume de la monnaie fiduciaire, les répercussions seront déterminées par le mode de financement des achats d'or.

S'ils l'ont été par voie d'impôts, et si les impôts ont été prélevés sur le revenu, celle-ci subira une contraction; il s'ensuivra sans doute une chute des prix.

Si le financement s'effectue par voie d'emprunts, il est probable qu'une partie du moins des fonds provient des capitaux disponibles aux investissements, c'est-à-dire destinés tout d'abord à étoffer l'appareil de production. Le volume de production diminuera donc et, *caeteris paribus*, les prix mon-

teront; premièrement, parce que le rapport entre M et H se déplace au préjudice de H, deuxièmement, parce que les frais de production peuvent augmenter si le volume de production décroît.

Si le financement des achats se fait par émission de monnaie fiduciaire, nous vérifions le cas cité par G. et Ed. Guillaume<sup>1</sup>, c'est-à-dire que la production de l'or provoque un accroissement de la monnaie fiduciaire, à condition, toutefois, que cette monnaie ne soit pas thésaurisée par les producteurs d'or, mais apparaisse sur le marché sous forme de demande, comme pouvoir d'achat supplémentaire.

L'influence de l'accroissement de la production d'or sera naturellement plus grande si l'or n'est pas stérilisé et sert à augmenter l'émission fiduciaire, selon le rapport prescrit entre la monnaie fiduciaire et son étalon. Le processus peut alors se dérouler cumulativement si la banque, de son côté, emploie la monnaie créée à accroître le volume de la monnaie scripturale. Les conséquences dépendront alors de l'usage que l'on fait du pouvoir d'achat ainsi créé. S'il sert à étendre la production, on aura un processus dont les effets rapellent le principe de Fullarton.

Puisque aucune offre haussée ne se trouve en face de la demande ainsi créée, il faudra que certains prix de moyens de production montent. Dans la mesure où l'accroissement de la production se fait attendre, les prix baisseront de nouveau, à moins que l'accroissement de la monnaie fiduciaire n'ait déclenché entretemps des effets secondaires. L'accroissement de la production aurifère a sans doute ceci de particulier que ce processus provoque facilement des effets cumulatifs. Si les producteurs d'or emploient leur pouvoir d'achat à étendre la production de l'or, l'accroissement de la production pourra se poursuivre aussi longtemps que les frais de production de l'or ne montent pas. Une augmentation du coût de la production se produira s'il faut exploiter des minerais moins riches ou verser des salaires plus élevés. Dans ce dernier cas, l'usage que les ouvriers occupés dans l'industrie de l'or feront de leur pouvoir d'achat supplémentaire peut provoquer une augmentation de la consommation.

Celle-ci ne manquera pas de se produire si les producteurs d'or étendent également leur consommation, car l'accroissement de la production de l'or n'a pas accru les réserves de biens consommables.

Comme le démontre Guillaume, nous aurons un même résultat si l'Etat, par exemple en temps de guerre, fait systématiquement une politique d'endettement. Il est alors fort probable que l'Etat dépense, par voie de consommation, les capitaux empruntés sur le marché et qui, de ce fait, ne

<sup>1</sup> G. et Ed. Guillaume: *Sur les Fondements de l'Economie rationnel*, Paris, 1932.

sont plus à disposition de la production. Si l'on ne stérilise pas le pouvoir d'achat par des mesures compensatoires, telles l'épargne forcée, préconisée par Keynes, l'émission de victory bonds, ou la loi dite «Anleihestockgesetz» de Schacht, il faut que la demande s'accroisse sur le marché des biens de consommation. Ainsi la production pourrait s'étendre et l'économie se rapprocher du plein emploi. Il se peut aussi que, le volume de production restant le même, les prix seuls augmentent, ce qui se produira certainement pour les biens les plus rares.

On peut différer d'opinion quant à l'opportunité d'une telle mesure. Si l'on se place, à l'exemple de Wicksell, sur le plan d'une économie statique, la loi générale du rendement provoquera un accroissement des frais de production si la production s'accroît. Si le volume de l'or demeure invariable, la valeur de l'unité monétaire décroîtra nécessairement.

Si, d'après Guillaume, l'on envisage le même procédé dans une économie dynamique, et que l'on tienne compte également du progrès technique, il se pourra que les épargnes réalisées à l'aide de ce progrès dépassent l'accroissement des frais de la loi du rendement. Mais c'est là une question de fait, et il ne peut être affirmé qu'elle se produise certainement. Si oui, il y aura sans doute, à un volume d'or stable, une baisse des prix. En revanche, si le volume de l'or s'accroît, les prix pourront être vraisemblablement maintenus à leur niveau.

Préférer les prix stables et un revenu monétaire qui va s'accroissant, ou des prix en baisse et un revenu invariable, dépend de l'alternative suivante : favoriser les capitalistes ou les consommateurs.

Quoi qu'il en soit, nous pouvons donner raison sur deux points à Guillaume :

- a) Chaque changement survenant en politique monétaire, par exemple le passage d'un niveau de prix donné à un niveau plus élevé ou plus bas, faussera les prévisions des entrepreneurs et provoquera des symptômes de crise. L'adaptation à une nouvelle politique monétaire conduit nécessairement à des pertes.
- b) Si l'on a le choix entre provoquer une hausse des prix jugée nécessaire, par l'accroissement du volume monétaire ou l'endettement, la première solution, c'est-à-dire l'accroissement du stock d'or semble préférable, car elle peut conduire à un accroissement de la production.

Si la production aurifère ne suffit pas, on peut envisager, à l'exemple de Nöll von der Nahmer<sup>1</sup> et de Burkheiser<sup>2</sup>, un endettement croissant de

<sup>1</sup> Karl Nöll von der Nahmer: *Der Volkswirtschaftliche Kreditfonds*, Berlin, 1935.

<sup>2</sup> Walter Burkheiser: *Die Staatsverschuldung*, Leipzig, 1937.

l'Etat; Guillaume prévoit alors un amortissement, tandis que les économistes allemands prétendent qu'il n'est ni possible ni désirable.

#### 6. Monnaie scripturale et le crédit sous un régime d'étalon-or

Par l'accord de crédits et l'ouverture de comptes-courants, le Gold Standard permet aux banques privées de créer de la monnaie scripturale. Cette création n'est évidemment pas illimitée. Chaque banque veillera toujours à disposer d'une encaisse suffisante. Leur directive sera le rapport devenu classique de 1 : 10. Dans la mesure où ce rapport est respecté, une liaison existe entre la monnaie scripturale, la monnaie fiduciaire et, par conséquent, l'or.

C'est parce que la «ratio» mentionnée, ci-dessus n'est pas une grandeur absolue que ce système n'a fonctionné qu'imparfaitement. Selon la situation économique, nous avons un rapport tantôt au-dessus, tantôt au-dessous du rapport de base. Le rapport 1 : 7 est jugé adéquat pour des périodes de dépression et celui de 1 : 14 correspond à une période de prospérité. Dans le cadre des différentes phases économiques, les rapports alternent en raison de l'attitude des banques et sous l'influence des crédits nécessités par les entrepreneurs.

Les entrepreneurs liquidèrent leurs stocks en 1907 déjà et spécialement en 1931, lors de la deuxième phase de la dépression. Les sommes devenues disponibles de ce fait furent presque entièrement utilisées à rembourser les dettes. Les négociants réduisirent leurs stocks et ne passèrent presque plus de commandes aux producteurs. Les revenus et les dépenses des consommateurs diminuèrent donc; il y eut fléchissement de la demande et les stocks de marchandises ou de monnaie dans les banques s'accumulèrent malgré les efforts déployés pour les réduire, soit par une baisse anticipée des prix, soit par une réduction du taux de l'intérêt. Mais, attendant de nouvelles baisses, on ne fit pas de nouveaux investissements. Ainsi le volume monétaire s'adapte aux besoins économiques modifiés. Une grande partie de la monnaie scripturale est détruite. Dans la phase secondaire de la dépression, la prime négative des prix sera plus forte que l'abaissement du taux d'escompte. M. Hawtrey constate que lorsque la politique de crédit a nettement changé d'orientation et que la contraction succède à l'expansion, le fléchissement des prix suffit pour que la contraction continue, même si le taux d'intérêt n'est plus ce que d'après les critères normaux, on appelle taux élevé<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Hawtrey: *Currency and Credit*, 3ème édition, Londres, 1928, p. 153.

Au cours de la période de dépression, les avances sont remboursées; les espèces et les billets en circulation rentrent progressivement dans les caisses des banques. Une fois le point mort dépassé, les banques privées ne pourront pas accorder indéfiniment du crédit. Pour que le clearing bancaire ne soit pas déficitaire, elles doivent observer à peu près les mêmes normes que les autres instituts. Un déficit continu du même institut monétaire pourrait l'obliger à retirer les crédits accordés.

C'est l'Angleterre qui est le berceau de la monnaie scripturale. Sous l'influence de l'Acte de Peel, les transactions financières empruntèrent presque exclusivement la voie de la monnaie scripturale. Ce procédé fut favorisé par la concentration du système bancaire anglais.

Pour juger cette situation, il ne faut pas oublier que l'accroissement du stock d'or de 1844 à 1914 aurait suffi à maintenir l'appareil de production à un niveau qui, tenant compte de l'accroissement de la population, eût permis de garder le standard de vie précédent. L'augmentation de la productivité, c'est-à-dire l'élargissement de l'appareil de production ne fut donc possible que grâce à la monnaie scripturale, qui permit ainsi la réalisation des chiffres d'affaires appropriés à la nouvelle situation.

De ces faits résulte, et c'est ce qui est important, que le volume monétaire devient fonction de la grandeur de l'appareil de production et, plus exactement, fonction de l'intensité d'activité de ce dernier. En admettant un degré d'activité croissant, des variations surviennent dans l'emploi de la monnaie scripturale, par exemple en supposant qu'une nouvelle étape de production B s'ajoute à A. A l'avenir, il y aura entre A et B des transactions matérielles et par conséquent financières. D'où un accroissement du volume monétaire (monnaie scripturale) qui correspond à l'augmentation du volume commercial. Il se peut, comme ce fut le cas de 1925 à 1929, que pour des raisons de rationalisation, des entreprises fusionnent. Il en était de même après la deuxième guerre mondiale à cause des nationalisations opérées dans maints pays d'Europe. Les opérations financières cessent en partie, mais la monnaie scripturale une fois créée aura tendance à rester dans la circulation. Aux États-Unis l'extension du crédit de 1929 provenait d'une part de cette situation, d'autre part, du système de vente à tempérament. Il semble qu'en étudiant l'histoire monétaire on retrouve les mêmes fautes sous un autre nom. Comme les actions de la Banque Royale de John Law, les biens ecclésiastiques de la Révolution Française représentaient une valeur réelle qui, toutefois, ne pouvait être réalisée. Par le système des ventes à tempérament, les États-Unis ont commis la même erreur. L'idée que la contre-partie de la nouvelle monnaie scripturale était formée par la production courante des biens de consommation caractérisait la conception américaine. Les États-

Unis n'ont pas voulu voir que ces biens de consommation ne représentaient une valeur que dans la mesure où les entrepreneurs n'étaient pas obligés de reprendre les autos, les radios, les frigorifiques, etc., vendus à tempérament. Lorsque, pour une raison ou pour une autre, la vente subit une interruption; les stocks en marchandises s'accumulent et ne peuvent plus être vendus. Il en résulte le chômage. Ce procédé amena, en 1932, l'écrasement complet du système bancaire des Etats-Unis.

Après les expériences faites en 1907, on introduisit le Federal Reserve Act de 1913, de même qu'une couverture de la monnaie scripturale en billets de banque, donc indirectement basée sur l'or. Les événements de 1931 démontrèrent que cette mesure ne suffisait pas à stabiliser la valeur monétaire.

### 7. Les longues vagues cycliques

Les attaques dirigées contre l'or en tant qu'étalon se sont fondées, à l'exemple de G. Cassel<sup>1</sup> notamment, sur la pénurie de l'or à long terme, plutôt que sur celle de l'or à court terme et ont favorisé, comme on le sait, l'introduction du Gold Exchange Standard.

D'après les données du matériel statistique, tel que l'a rassemblé entre autres Spiethoff<sup>2</sup>, et qui englobe une période de 150 ans, de 1750 environ à 1900, il semble que les cycles économiques de surface, durant approximativement de 7 à 11 ans et divisés en deux périodes: l'une de prospérité et l'autre de dépression, se superposent à un cycle économique de fond. Les économistes ne se sont pas mis d'accord sur le temps que doit durer ce cycle de fond. Il semble que des périodes de dépression de fond furent atteintes en 1873, 1907 et probablement en 1931. Nous pouvons donc dire que la dépression de surface est de plus longue durée si la période descendante de fond coïncide avec la période de courte durée. Inversement, si la phase ascendante de surface se superpose à celle de fond, la période de prospérité dure plus longtemps.

Cassel croyait avoir établi que ces cycles de fond, dont l'existence est problématique, coïncideraient avec les fluctuations de la production de l'or. Son raisonnement procède de la façon suivante: si la production de l'or

<sup>1</sup> G. Cassel: *Theoretische Sozialökonomie*, 4ème édition, Leipzig, 1927.

*The downfall of the Gold Standard*, Oxford, 1936.

*Rapport provisoire de la Délégation de l'or S. D. N.*, C. 375 M: 161, 1930, II, p. 73 ssq.

<sup>2</sup> A. Spiethoff: *Krisen* dans *Handwörterbuch für Staatswissenschaften*, IVe édition, vol. 6, Jéna, 1929.

décroit à long terme, et surtout devient plus petite que l'accroissement de la population, les réserves monétaires des banques d'émission s'accroissent trop lentement ce qui, *caeteris paribus*, devait provoquer dans le système du Gold Bouillon Standard notamment, une extension moins rapide du volume monétaire que du volume de la production. La production ne peut alors être écoulée qu'à des prix en baisse. Une baisse des prix, c'est-à-dire une augmentation du pouvoir d'achat de l'unité monétaire a pour conséquence que les entrepreneurs subissent des pertes nominales. Ces pertes sont fictives dans une certaine mesure, puisque la courte vague se superposera sans doute à la longue vague. Pendant cette période les entrepreneurs ne réaliseront tout au plus que de petits bénéfices; d'autre part, dès qu'ils auront une claire notion de l'état des choses et probablement avant déjà, il leur faudra calculer uniquement avec les prix de réapprovisionnement pour éliminer de leur comptabilité les fluctuations du pouvoir d'achat de la monnaie. C'est pour cette raison que Cassel, en partant de la longue vague n'a jamais été jusqu'à recommander l'abandon de l'étalon-or, mais il a proposé, comme on le sait, d'étendre les réserves d'or en se basant, dans les pays monétairement faibles, non sur l'or mais sur une devise-or contenant de ce fait un moindre pourcentage d'or.

- Cassel savait naturellement qu'un étalon-or n'a que deux buts à remplir :
- a) Egaliser les fluctuations à court terme de la balance des paiements, ce que le système du Gold Exchange Standard réalise tout aussi bien que celui du Gold Bouillon Standard.
  - b) Adapter, sous une forme ou sous une autre, le volume monétaire à celui de la production et, dans la mesure du possible, le soustraire à l'influence du gouvernement, car l'expérience a montré que le danger provient toujours du côté de l'inflation.

Si l'on admet la théorie des longues vagues, il ne faut pas surestimer leur importance pour le présent. Disons, en termes prudents, que l'or était sans doute à la base de la pyramide des moyens de circulation. Entre deux, cependant, s'intercalent la monnaie fiduciaire et la monnaie scripturale.

L'Europe continentale démontre quelles sont les facultés d'adaptation de la monnaie fiduciaire: l'Angleterre, celles de la monnaie scripturale. Abstraction faite de l'emploi industriel de l'or qui va décroissant, les systèmes monétaires modernes, basés sur l'or, sont toujours en mesure de surmonter les fluctuations temporaires dans la production de l'or.

## CONCLUSIONS

Considérons ce qu'il est nécessaire d'exiger du système monétaire:

- a) La monnaie doit servir à l'ensemble économique.
- b) Il faut exclure toute intervention qui entrave ou limite l'adaptation du volume monétaire.
- c) L'apport économique individuel constitue la base subjective de la monnaie.
- d) Pour chaque économie donnée, la valeur réelle du produit social constitue la base objective de la monnaie.

La couverture monétaire est la base du système monétaire. En fait, elle est toujours donnée par la grandeur du produit social. Nous croyons avoir démontré que ce n'est pas la grandeur de la couverture qui importe, mais les changements survenant dans cette grandeur; chaque système monétaire dont la couverture s'adapte aux changements de la production est donc recommandable.

On peut défendre en théorie un indice de production. Puisque nous vivons dans un monde où, pour se procurer de la monnaie, les gouvernements sont continuellement tentés de se servir de la planche à billets, une couverture monétaire, sur laquelle le gouvernement n'a pas de prise comme l'or, par exemple, présente toujours certains avantages. La couverture-or est loin d'être parfaite. Notamment parce qu'elle contraint les hommes à employer toutes leurs forces au maintien d'un bien dont l'unique raison d'être est d'aller dans les caves de la banque d'émission. Mais les théoriciens du plein emploi n'ont pas à reprocher à la couverture-or sa stérilité. Ainsi que Keynes<sup>1</sup> l'a remarqué, le fait de creuser un trou dans le sol pour le combler ensuite est chaque fois une possibilité de travail réalisée. En outre, l'étalon-or rend aux gouvernements un grand service en les contraignant à recourir au libre échange et à la liberté, facteurs sans lesquels le mécanisme or ne peut jouer.

Mais si l'on n'est pas prêt à tirer ces conséquences, et si l'on préfère renoncer aux avantages de la division internationale du travail pour pratiquer une politique d'antarcie, on n'a que faire d'une monnaie internationale, de l'or moins que de toute autre.

<sup>1</sup> J. M. Keynes: *Allgemeine Theorie*, Munich, Leipzig, 1935.

Les avantages que la production de l'or procura à l'Afrique du Sud au détriment de l'Europe sont compensés, à l'égard de celle-ci, par les désagréments que des inflations étouffées à leur origine lui épargnèrent.

Le cas serait différent s'il se formait un étalon-or international, tandis qu'un seul pays, les Etats-Unis par exemple, détiendrait le monopole de l'or. Le mécanisme de l'étalon-or se refuserait alors à fonctionner. En effet, étalon-or et protection douanière s'excluent, comme étalon-or et politique de stérilisation de l'or. Si l'on veut un étalon-or, il faut se résigner à ce que le niveau national des prix monte, lorsqu'il y a affluence d'or et que les salaires réels des ouvriers indigènes, qui *ex definitione* étaient trop élevés, baissent.

L'étalon-or ne joue qu'à condition que les parités du pouvoir d'achat puissent s'imposer et que la population se répartisse sur la terre de telle façon que sa productivité marginale soit à peu près égale partout.

Si l'on se demande quelle doit être la grandeur d'une couverture-or, on peu donner la réponse suivante: elle doit être en mesure de faire face pendant une série d'années à une balance de paiements passive, par exemple un cycle économique et elle doit être dépendante de l'importance du commerce extérieur. Les états qui se plaignent aujourd'hui qu'un pays seul détienne l'or auraient pu, en augmentant leurs exportations, accroître leurs réserves d'or.

L'étalon monétaire n'est cependant que la base des monnaies fiduciaire et scripturale. Quel que soit le rapport entre l'étalon et la monnaie fiduciaire, il importe que ce rapport soit stable, c'est-à-dire que les deux éléments qui l'ont suscité évoluent de la même façon que le produit social.

La monnaie fiduciaire, elle aussi, n'est qu'un palier intermédiaire conduisant à la monnaie scripturale qui représente, du moins approximativement, comme nous sommes en mesure de le supposer aujourd'hui, le volume effectif de moyens de paiements de l'économie.

Nous pouvons affirmer qu'une politique monétaire qui dans le présent ne régleme que la monnaie fiduciaire, et ne s'occupe pas de la monnaie scripturale, échoue tôt ou tard. Le choix de la réglementation de la monnaie scripturale dépend de l'orientation de la politique monétaire. L'absence de réglementation serait la meilleure des solutions, si les émetteurs de monnaie scripturale expiaient à coup sûr leurs erreurs<sup>1</sup>. En ce cas, on serait prêt à en revenir à la liberté d'émission. On peut admettre, comme Irving Fisher<sup>2</sup> qu'adopter pour la monnaie scripturale le même principe que la *Currency*

<sup>1</sup> L. v. Mises: *Nationalökonomie*, Genève, 1940, pp. 401 ssq. et 405 ssq.

<sup>2</sup> I. Fisher: *100 % Dollars*, New York, 1935.

*School* représente la solution cherchée. Ou l'on peut essayer, comme la Suisse le fait présentement, de trouver le frein dans les prescriptions de la loi bancaire sur la liquidité. C'est à l'économie politique de se décider pour telle ou telle solution. Mais aucune d'entre elles ne vaut si elle n'est pas fondée psychologiquement.

Notre système économique est aiosi fait qu'il arrive aux entrepreneurs de se tromper. L'on ne peut que déplorer ces erreurs et espérer que la diffusion de l'analyse du marché et l'observation des cycles économiques tendront à en diminuer le nombre.

D'autre part, il faudrait que les théoriciens qui veulent supprimer les entrepreneurs pour les remplacer par un système d'étatisme, prouvent qu'une production sans prix et sans marché libre est possible.

Si notre travail aboutit à des résultats négatifs, en ce sens qu'il n'y a jamais eu de monnaie neutre telle que la conçoit l'économie politique mathématique (y compris Wicksell), et qu'il n'y en aura jamais, notre conclusion positive est qu'on peut fort bien concevoir une monnaie plus neutre que ne le comporte notre réglementation monétaire actuelle. Cela à condition que l'on ne perde pas de vue que la monnaie est un moyen de change, et que l'on ne cherche pas à s'en servir pour réaliser d'autres buts de politique économique.

## BIBLIOGRAPHIE

- Amonn A. Der Erkenntniswert der Quantitätstheorie dans Zeitschrift der Schw. Statistik und Volkswirtschaft, Bâle, 1941
- Baudin L. La monnaie et la formation des prix, Paris, 1936
- Böhm-Bawerk E. Kapital- und Kapitalzins, Innsbruck, 1902
- Burkheiser W. Die Staatsverschuldung, Leipzig, 1937
- Cassel G. Theoretische Sozialökonomie, Leipzig, 1932  
 Rapport provisoire de la délégation de l'or S. D. N.  
 The downfall of the Goldstandard, Oxford, 1936  
 The Nature and the Necessity of Interest, Londres, 1903  
 Das Geldproblem der Welt, Munich, 1922
- Clark J. B. The Distribution of Wealth, Londres, New York, 1899
- Euken W. Grundlagen der Nationalökonomie, Jéna, 1940  
 Kapitaltheoretische Untersuchungen, Jéna, 1934
- Fisher I. Mathematical Investigation in the Theorie of Value and Prices, New-Haveo, 1925  
 The theorie of interest, New York, 1930  
 Die Kaufkraft des Geldes, Berlin, 1922  
 Stabilised Monney, Londres, 1935  
 Booms and Depressions, New York, 1932  
 100 % Dollars, New York, 1935
- Fullarton J. On the regulation of currencies, Londres, 1844
- Gesell S. Die Anpassung des Geldes und seiner Verwalтуog an die Bedürfnisse des modernen Verkehrs, Buenos Aires, 1897  
 Cours d'économie politique, Paris, 1919
- Gide Ch. Sur les Fondements de l'Economique rationnel, Paris, 1932
- Guillaume G. et Ed. Prosperité et Dépression, Genève, 1943
- Haberler G. Die allg. philosophischen Grundlagen der von François Quesnay und Adam Smith begründeten Oekonomie, Berlin, 1891
- Hasbach K. Currency and Credit, Londres, 1928
- Hawtrey R. G. Conférence à Zurich, 1948  
 Prices and Production, Londres, 1934
- Hayek F. A. Der Merkantillismus, Leipzig, 1931
- Heckscher K. Das Geld und die Banken, Leipzig, 1923
- Helfferich K. Minor papers on the Currency Question 1809-1823, by D. Ricardo, Baltimore, 1932
- Hollander M. Geldinflation und Wirtschaftsgestaltung, 1933
- John E. Theoretische Grundlagen der Wirtschaftspolitik, St. Gall, 1943
- Jöhr W. A. Inflation und Rationierung, St. Gall, 1942
- Kalin R. F. Economic Journal, 1938
- Keynes J. M. The General Theory of Employment Interest and Money, Londres, 1936  
 Vom Gelde, Munich, 1932  
 Ein Traktat über Währungsreform, Munich, 1924
- Kitchin Rapport provisoire de la Délégation de l'or du Comité Financier S. D. N., 1930
- Knapp G. F. Staatliche Theorie des Geldes, Berlin, 1921

- Koodradiëff W. Die langen Wellen der Konjunktur dans Schmollers Handbuch, Leipzig, 1928
- Lukas E. Die Aufgabe des Geldes, Tübingen, 1938
- Mahr A. Das Angebot an Kapitaldisposition, Zeitschrift für Nationalökonomie, Vienne, 1931
- Marchall A. The principles of Economics, Loodres, 1890
- Marget A. W. The theory of prices, New York, 1938
- Mayer H. Vom Erkenntniswert der funktionellen Preistheorie, Wirtschaftstheorie der Gegenwart, Vienne, 1932
- Menger C. Untersuchung über die Methode der Sozialwissenschaft, Leipzig, 1883
- Mill J. St. Principles of political Economy, Loodres, 1848
- Mises L. v. Nationalökonomie, Genève, 1940
- Nogaro B. Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, Jéoa, 1928
- Nogaro B. La valeur logique de la théorie quantitative, Paris, 1943
- Nogaro B. La Monnaie et les Phénomènes monétaires contemporains, Paris, 1924
- Nöll v. d. Nahmer K. Der Volkswirtschaftliche Kreditfonds, Berlin, 1935
- Ohlso B. Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment dans Economic Journal, 1937
- Pareto V. Manuel d'économie politique, Paris, 1928
- Pareto V. Economie mathématique, Paris, Leipzig, 1911
- Pigou A. Cours d'économie politique, Lausanne, 1896/97
- Pigou A. Industrial Fluctuations, Loodres, 1929
- Ricardo D. Political Economy and Taxation, Loodres, 1928
- Risr Ch. Proposals for an Economical and Secure Currency, Londres, 1816
- Risr Ch. Histoires des Doctrines relatives au crédit et la monnaie, Paris, 1938
- Risr Ch. Interprétation de la chute des prix depuis 1925, Paris, 1937
- Roepke W. Secondary Depression, Genève, 1933
- Roepke W. Die Lehre von der Wirtschaft, Zurich, 1946
- Roscher W. Handbuch der Nationalökonomie, Tübingen, 1920
- Schmoller G. v. Allgemeine Volkswirtschaftslehre, Berlin, Leipzig, 1919
- Schmoller G. v. Zur Methodologie der Staats- und Sozialwissenschaften, Leipzig, 1883
- Schumpeter J. Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, Leipzig, 1935
- Schumpeter J. Das Sozialprodukt und die Rechenprobleme
- Schumpeter J. Business Cycles, New York, 1939
- Smith A. An Enquiry into the Nature and the Causes of the Wealth of Nations, Loodres, 1925
- Somary F. Die Ursache der Krise, Tübingen, 1932
- Sombart W. Der moderne Kapitalismus, Munich, 1927
- Spiethoff A. Krise, dans Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Jéoa, 1925
- Strigl R. v. Die ökonomischen Kategorien und die Daten der Wirtschaft, Jéoa, 1923
- Strigl R. v. Einführung in die Grundlagen der Nationalökonomie, Vienne, 1937
- Wagemann A. Konjunkturlehre, Berlin, 1928

- Wagoer A. Die Geldtheorie der Peelschen Bankakte, Wien, 1852  
Beiträge zur Lehre von den Banko, Leipzig, 1857
- Walras L. Eléments d'économie politique pure, Paris, 1926  
Théorie mathématique de la richesse sociale, Lausanne, 1883
- Warren F. Prices, New York, 1933
- Weber M. Wirtschaft und Gesellschaft, dans Grundriss der Sozialökonomie, Tübingen, 1914
- Weiss F. X. Aboehmender Ertrag dans Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Jéna, 1929
- Wicksell K. Vorlesungen über theoretische Nationalökonomie, Jéna, 1923  
Grundlage des Marginalprinzipes, Jéna, 1926  
Böhm-Bawerks dritter Grund, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Tübingen, 1927
- Wieser F. v. Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft, dans Grundriss der Sozialökonomie, Tübingen, 1914