

UNIVERSITÉ DE NEUCHÂTEL - FACULTÉ DE DROIT

Section des Sciences commerciales, économiques et sociales

LA POLITIQUE D'ESCOMPTE

ESSAI CRITIQUE

THÈSE

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

par

SAİM GÜVENİŞ

Licencié de l'École des Hautes Études Économiques
et Commerciales d'Istanbul

IMPRIMERIE H. MESSEILLER - NEUCHÂTEL

1950

LA POLITIQUE D'ESCOMPTE

ESSAI CRITIQUE

Monsieur Saim Güvenis, de Turquie, est autorisé à imprimer sa thèse de doctorat ès sciences commerciales et économiques: *La politique d'escompte. Essai critique*. Il assume seul la responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, le 5 juin 1950.

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

P.-R. ROSSET.

A LA MÉMOIRE DE MON PÈRE

Nous tenons à exprimer à Monsieur le professeur Paul-René Rosset notre très vive gratitude pour les précieux conseils et l'extrême bienveillance qu'il n'a cessé de nous témoigner pendant l'élaboration de ce travail.

INTRODUCTION

There is no phase of central banking policy or management which has been more generally, or perhaps more ably discussed, than that which has to do with discount rates and the policies by which they are governed.

*Henry Parker Willis*¹.

Pour beaucoup d'économistes, le rôle de la monnaie dans l'activité économique est comparable à celui de l'huile dans le fonctionnement d'une machine. L'huile, en adoucissant les frottements des organes, rend plus souple la marche de la machine et prolonge la durée de celle-ci. De même, la monnaie facilite le passage d'une phase de l'activité économique à une autre phase et assure la continuité de l'essor économique. Et, ainsi que la qualité de l'huile renforce son efficacité, il importe que la monnaie, ce facteur essentiel de l'économie, repose sur une base solide ou, autrement dit, que sa valeur soit stable.

Pour démontrer l'importance de la stabilité de la valeur de la monnaie, disons simplement que certaines instabilités monétaires, par exemple celles qui se sont produites entre les deux guerres mondiales, infligèrent à l'humanité presque autant de dégâts, de victimes, de malheurs que beaucoup de guerres.

« Il n'est pas, écrit M. G.-E. Bonnet², exagéré de dire, après » les épreuves subies par l'Europe depuis dix ans, qu'aucune révolution ne bouleverse plus complètement la physionomie d'une » société, n'en ébranle plus profondément les assises, que ne le » fait l'effondrement d'un système monétaire... »

¹ Henry Parker Willis. — *The theory and practice of central banking*, p. 142.

² G. E. Bonnet. — *Les expériences monétaires contemporaines*, p. 136 et 137.

« Les désordres économiques et sociaux, les iniquités, les misères matérielles et morales dont l'instabilité monétaire est la source, sont apparues avec trop de douloureuse évidence pour qu'on éprouve à cet égard le moindre doute. »

Les économistes se sont évertués et s'évertuent encore à découvrir les moyens, les systèmes propres à assurer à la monnaie une stabilité relativement satisfaisante. La *politique d'escompte*¹ a tenu longtemps la première place parmi les moyens employés par les Banques centrales pour lutter contre l'instabilité monétaire.

Lorsqu'on parle de la monnaie, on distingue généralement deux valeurs : la valeur extérieure qui se mesure par le cours des changes et la valeur intérieure qui s'illustre par le niveau général des prix. En tant que les parties intégrantes d'une même chose, ces deux valeurs devraient normalement évoluer dans les mêmes directions, et dans les mêmes proportions. Mais, en réalité, comme nous le verrons, il arrive souvent que les deux valeurs de la monnaie ne se meuvent pas dans les mêmes directions et moins encore dans les mêmes proportions. De ce fait, à un moment donné, il n'est pas possible de stabiliser à la fois la valeur extérieure et la valeur intérieure de la monnaie par les mêmes mesures². La question de la stabilisation de la valeur monétaire pose donc deux problèmes bien distincts : la stabilisation de la valeur extérieure et la stabilisation de la valeur intérieure.

On a prétendu que la politique d'escompte peut assurer, sinon cette double stabilité simultanément, du moins séparément l'une ou l'autre ; autrement dit, elle est capable de stabiliser aussi bien la valeur extérieure que la valeur intérieure, mais elle n'aboutira que si elle se propose l'un ou l'autre de ces buts³. C'est pourquoi dans les pages qui suivent, nous traiterons la politique d'escompte sous son double aspect. Nous dénommerons *politique d'escompte*

¹ Par ce terme, il faut entendre plus exactement « la politique du taux de l'escompte » ; nous nous permettons de l'abrégier pour plus de commodité.

² Voir p. 131 à 133.

³ Il ne faut pas conclure de ces lignes que tous les défenseurs de la politique d'escompte reconnaissent son efficacité dans les deux domaines. Certains prétendent qu'elle peut stabiliser seulement la valeur extérieure et qu'elle est complètement inopérante lorsqu'il s'agit de la stabilisation de la valeur intérieure, alors que d'autres, bien qu'ils ne contestent pas, en général, son efficacité quant à la stabilisation de la valeur extérieure, prétendent qu'il est plus sage de pratiquer la politique d'escompte en vue de stabiliser la valeur intérieure.

extérieure celle qui vise à la stabilisation de la valeur extérieure de la monnaie, et *politique d'escompte intérieure* celle qui a comme objectif la stabilisation de la valeur intérieure¹.

La responsabilité de veiller sur la stabilité de la valeur de la monnaie incombe à la Banque centrale. C'est elle qui doit aussi mener à bien la politique d'escompte.

La Banque centrale met en circulation la monnaie par deux voies normales : d'abord par l'achat de l'or (sous le système du Gold Standard), et ensuite par l'octroi des crédits². Les crédits qu'elle accorde ont aussi deux formes : les crédits qui se font sous forme de réescompte des papiers commerciaux présentés par les banques commerciales, et les avances sur gage. Le taux appliqué aux opérations de réescompte prend le nom de : « taux de réescompte ou taux d'escompte officiel » (nous dirons dans la suite simplement le taux de l'escompte), alors que celui qui s'applique aux opérations d'avances prend le nom de « taux officiel des avances »³.

On prétend que la Banque centrale, en élevant ou en réduisant, suivant le cas, ou, en d'autres termes, en modifiant son taux d'escompte⁴, a le pouvoir de stabiliser la valeur extérieure de la monnaie, ou sa valeur intérieure. A brièvement parler, la politique d'escompte consiste ainsi à manier le taux de l'escompte

¹ Cassel, dans son *Traité d'Economie Politique*, vol. 2, p. 219 et 220, fait une distinction identique.

² Depuis longtemps déjà les Banques centrales empruntent, en outre, une autre voie pour mettre en circulation des moyens de paiement : elles ont recours aux opérations sur le marché libre — Open Market Operations — dont nous parlerons lorsque l'occasion s'en présentera.

³ « La plupart des banques d'émission exigent pour les avances sur gages un intérêt dont le taux se maintient toujours à un même degré au-dessus du taux de l'escompte. Elles ont pour cela d'excellentes raisons. En effet, le crédit sur gage offre moins de sécurité que le crédit sur traites : en ce qui concerne la première opération, son résultat dépend exclusivement de la valeur du gage, tandis qu'en matière de traites, la fortune de tous les endosseurs sert de garantie et assure le remboursement des sommes avancées. En fait, bien souvent, les valeurs remises en gage n'ont pu être réalisées. Il faut songer encore que l'escompte de traites est fort utile au commerce, tandis que les avances sur titres ne servent bien souvent qu'à favoriser la spéculation. » Dr von Lumm. — *Politique d'escompte*. « Revue Economique Internationale », juin 1912, p. 455 et 456.

⁴ Y compris son taux des avances ; dans les pages suivantes lorsque nous ferons allusion au taux de l'escompte, le taux des avances y sera toujours compris.

en vue de stabiliser la valeur extérieure ou intérieure de la monnaie¹.

La Banque centrale doit se servir en somme de son taux d'escompte comme d'une écluse ; en l'ouvrant plus ou moins, elle dirigera le courant du crédit, et par là, stabilisera la valeur de la monnaie. Si les théories, en ce qui concerne la politique d'escompte, étaient justes, ne pourrait-on en tirer la conclusion réjouissante qu'il suffirait au directeur de la Banque centrale d'actionner simplement un mécanisme pour épargner à son pays les catastrophes provenant de l'instabilité monétaire ! Dans ce cas la politique d'escompte mériterait d'être portée sur pinacle. Mais, les théories relatives à la politique d'escompte sont-elles vraiment bien fondées ? La politique d'escompte a-t-elle en réalité l'efficacité qu'on lui prête ? Ce sont les réponses à ces questions qui feront l'objet de la présente étude.

A la Banque d'Angleterre revient l'honneur d'avoir donné le jour à la politique d'escompte. « On peut dire que l'emploi du » taux de l'escompte par la Banque d'Angleterre comme instru- » ment de régularisation monétaire date du Bank Charter Act » de 1833. Le paragraphe 7 de cet Act, dispensant la Banque, » pour les effets ayant trois mois d'échéance au maximum, de se » conformer aux dispositions des lois sur l'usure, lui a permis, » pour la première fois, d'élever son taux d'escompte au-dessus » de 5 0/0². »

Avant la date précitée les lois sur l'usure, fixant à 5 0/0 le taux maximum, rendaient impraticable la politique d'escompte. Jusqu'à la suppression de cette limite par la loi de 1833, la Banque d'Angleterre, sans en prendre l'initiative, modifiait son taux d'escompte suivant les variations du taux privé ; elle ne dictait pas alors sa volonté au marché, mais elle constatait simplement ce qui s'y produisait, sans cependant dépasser le 5 0/0³. C'est pour

¹ Au lieu de dire « en vue de stabiliser » disons mieux peut-être « en vue de régulariser », puisqu'il n'est pas possible d'atteindre une stabilité rigide, étant donné qu'il faudra souvent renverser un mouvement ascendant ou descendant déjà en cours.

² R. G. Hawtrey. — *A Century of Bank Rate*, p. 3. Trad. de l'auteur.

³ « Le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre ne variait que dans » de très faibles proportions. Il n'est jamais descendu au-dessous de 4 % » et les lois sur l'usure lui interdisaient de monter au-dessus de 5 % ». Hawtrey. — *Art of Central Banking*, p. 136. Trad. de l'auteur.

cette raison que M. Sommary qualifie cette pratique de « politique de constatation »¹.

La Banque d'Angleterre, avant de s'être libérée des lois sur l'usure, enrayait les tendances dangereuses de l'augmentation de la circulation monétaire par le simple refus d'octroyer des crédits. La rigidité de ce système aggravait une situation déjà critique et déclenchait des crises sévères. C'est en vue de supprimer cet inconvénient, ou pour mieux dire de l'adoucir, que l'on a accordé à la Banque d'Angleterre la liberté de porter son taux d'escompte au delà. Ainsi, en élevant le dit taux pouvait-elle ralentir l'augmentation de la circulation monétaire au lieu de l'arrêter complètement².

À la suite de la Banque d'Angleterre, les autres Banques centrales adoptèrent tour à tour la politique d'escompte et la considérèrent comme l'arme la plus puissante contre les instabilités monétaires.

C'est en 1857 que « la Banque de France commença à recourir à de fréquentes modifications de son taux d'escompte, à l'instar de la Banque d'Angleterre... Une loi sur l'usure était déjà en vigueur en France ; elle limitait le taux d'escompte à 6 %. Sous l'influence de l'activité économique, il fut porté à ce niveau le 25 septembre 1856. La Banque de France fut exemptée de l'application de la loi sur l'usure par la loi du 9 juin 1857 ; dès lors, elle jouit de la même liberté que la Banque d'Angleterre dans le domaine de l'escompte³. »

Cette politique d'escompte, due à l'initiative de la Banque d'Angleterre et ainsi mise en vedette, était la politique d'escompte extérieure. Les économistes et les banquiers se félicitaient de la découverte de cette arme magique et tâchaient d'expliquer comment elle réussissait à stabiliser la valeur extérieure de la mon-

¹ Sommary. — Bankpolitik, p. 89 à 98.

² « À la fin de 1838, une crise se manifesta en France et en Belgique ; peu après, on enregistra en Angleterre d'importantes sorties d'or, qu'intensifia encore le paiement des importations du blé dues à une récolte déficitaire. Le 16 mai 1839, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre fut porté à 5 % ; il s'éleva à 5 1/2 % le 20 juin et à 6 % le 5 août, alors que le taux hors banque monta à 6 1/2 %. Ce fut la première occasion où la politique d'escompte trouva un sérieux champ d'application. Les administrateurs de la Banque refusèrent cependant de dépasser le taux de 6 % et ils préférèrent recourir à d'autres méthodes. » Hawtrey. — *A Century of Bank Rate*, p. 18 et 19. Trad. de l'auteur.

³ Hawtrey. — *A Century of Bank Rate*, p. 24 et 25. Trad. de l'auteur.

naie. Mais, il ne venait encore à l'idée d'aucun d'eux qu'il serait possible aussi de régulariser la valeur monétaire intérieure. C'est seulement vers la fin du XIXe siècle que les théories relatives à l'action du taux de l'escompte sur le niveau général des prix prirent véritablement naissance.

A mesure que les théories se développaient, leurs promoteurs prétendaient qu'il serait possible de stabiliser aussi la valeur intérieure de la monnaie, soit le niveau général des prix, grâce à la politique du taux de l'escompte. Ils se rendaient cependant compte que les deux systèmes ne pouvaient guère co-exister. Ils préconisaient alors de frapper d'interdit la politique d'escompte extérieure, et de la remplacer par la politique d'escompte intérieure. « Un mouvement tend, écrit M. Aftalion¹, à se propager » pour pousser les Banques centrales, les banques d'émission, à » adopter ce qu'on présente comme une politique nouvelle dont » on se promet des merveilles. »

« Les prophètes de ce nouvel évangile bancaire reprochent » vivement aux dirigeants des instituts d'émission, dans les pays » à monnaie d'or, la conception étroite qu'ils se seraient faite de » leurs fonctions. Estimant que leur tâche consistait avant tout » à veiller au sûr remboursement en or des billets mis en circu- » lation, ils se seraient donné comme consigne principale, de » sauvegarder l'encaisse métallique à l'aide des armes dont ils » disposent : hausse du taux de l'escompte lorsque les demandes » de crédit ou d'or se multiplient ; baisse de ce taux lorsque le » danger s'éloigne. »

« Mais c'est une mission bien plus haute qu'ils ont à remplir. » Ils doivent se libérer des routines qui les enserrent, éviter de » répéter leur rôle, renoncer à des buts étriqués, à des soucis » médiocres, élargir leurs horizons, voir très grand et très loin. » Il ne s'agit pas seulement de la garantie des billets mais d'in- » térêts généraux beaucoup plus amples. Le devoir leur incombe » de gouverner l'activité économique du pays, de « diriger la » monnaie » de manière à assurer la stabilité de son pouvoir » d'achat, la stabilité du niveau général des prix. »

Les critiques sévères ne tardèrent pas à se former contre ces nouvelles théories. Par exemple André Liesse écrivait à ce propos : « Nous avons déjà eu l'occasion de dire ce que nous pen- » sions de ce combat à la Don Quichotte contre des moulins à

¹ Albert Aftalion. — *Monnaie et Industrie*, p. 78 et 79.

» vent »¹. Pourtant la politique d'escompte intérieure, bien qu'elle n'ait jamais été pratiquée nettement, sauf par les Federal Reserve Banks, de 1923 à 1928, a fait perdre à la politique d'escompte extérieure beaucoup de terrain. Dès après la première guerre mondiale, sous l'influence des nouvelles théories, les Banques centrales montrèrent une tendance à abandonner la politique d'escompte extérieure ; d'autre part, elles n'osaient pas non plus pratiquer catégoriquement la politique d'escompte intérieure. Leur préférence se portait ainsi tantôt sur l'une, tantôt sur l'autre, et pour cette raison les mesures qu'elles prenaient restaient souvent incomplètes.

Entre temps, l'évolution des théories et les expériences faites donnaient naissance à une toute nouvelle thèse dont la paternité peut être attribuée au grand économiste de notre temps, Keynes, qui, lui aussi, était précédemment un des défenseurs de la politique d'escompte intérieure. Cette dernière théorie est basée sur le plein emploi de la main-d'œuvre ; or, une des conditions nécessaires à atteindre le plein emploi est la pratique de la politique de l'argent bon marché (*cheap money policy*). Ce qui veut dire qu'aussi bien la politique d'escompte intérieure que la politique d'escompte extérieure, illustrées par de fréquentes modifications de taux, sont nuisibles à la société.

Depuis la crise économique de 1929 et les crises monétaires qui se succédèrent à partir de 1931, les Banques centrales, sous l'influence de cette nouvelle théorie, abandonnèrent complètement, les unes après les autres, les deux politiques d'escompte ; elles adoptèrent la politique de l'argent bon marché qui consiste à assurer à la production un taux d'intérêt bas et stable, autrement dit à ne pas contrarier la production par un renchérissement ou par des fréquentes variations du loyer de l'argent. La pratique de cette nouvelle politique a déjà donné des résultats réjouissants et c'est elle qui est encore en vigueur.

Pourquoi dès lors vouloir discuter des politiques qui depuis longtemps sont en disgrâce ? La raison qui nous y amène est celle-ci : bien qu'elles soient tombées en défaveur depuis bien des années, il y a toujours des mouvements qui essaient de raviver l'une ou l'autre, alors même qu'elles se montrèrent dans le passé

¹ André Liesse. — *Monnaie et Prix*. « L'Économiste Français », 19 juillet 1930, p. 65 et 66.

non seulement inefficaces, mais encore nocives. Nous nous efforcerons d'attirer, une fois de plus, l'attention sur ces faits, à l'aide des expériences passées, et de démontrer ainsi combien il serait erroné de les ressusciter.

D'autre part, il ne semble pas exister, à notre connaissance, d'ouvrage traitant à la fois de la politique d'escompte intérieure et de la politique d'escompte extérieure, des critiques formulées contre l'une et l'autre de ces politiques et des résultats obtenus par chacune d'elles. Certes, beaucoup d'économistes ont considéré la question sous l'un de ces différents aspects, mais sans l'aborder dans son ensemble. Pour acquérir une vue générale sur les diverses modalités de la politique d'escompte, sur les reproches qu'on lui adresse comme sur ses effets, il faut, par conséquent, en l'absence d'informations condensées, consulter un grand nombre de publications. La présente étude vise à simplifier ces recherches et à concrétiser la matière ; nous souhaitons que notre modeste essai rende service à toutes les personnes qui s'intéressent à la question.

PREMIÈRE PARTIE

LES THÉORIES

PREMIÈRE PARTIE

LES THÉORIES

Dans la présente partie nous exposons simplement, dans leurs grandes lignes, les théories relatives aux politiques d'escompte. Leurs auteurs considèrent que les politiques d'escompte ne peuvent être efficaces que sous certaines conditions. Nous nous abstenons néanmoins de les mentionner, comme de critiquer les théories elles-mêmes, puisque ces points dans leur ensemble sont traités dans la troisième partie.

Nous croyons opportun de citer, au cours de cet exposé, les principaux passages de textes commentés afin d'exclure toute erreur d'interprétation.

CHAPITRE PREMIER

Les théories relatives à la politique d'escompte extérieure ¹

... Rien ne peut être plus efficace qu'une élévation rapide du taux de l'escompte pour arrêter la sortie de l'or et pour conjurer les conséquences qui en résultent.

G.-J. Goschen ².

I

Il est aussi absurde qu'impossible, même pour le pays dont le territoire est le plus étendu, d'adopter un système autarcique absolu. Quelle que soit la superficie du territoire, on n'y trouve pas toutes les ressources naturelles nécessaires à la production des innombrables sortes de biens, indispensables à la satisfaction des besoins. En adoptant un tel système on se prive aussi, sans raison, des dons que la nature nous offre si généreusement dans les autres parties de la terre. Il est vraiment inutile d'insister plus longuement sur l'inévitabilité et l'utilité des relations économiques internationales.

Ces relations créent incessamment entre les pays des dettes et des créances. Le règlement des dettes et des créances extérieures est plus compliqué que le règlement intérieur, du fait que chaque pays a sa propre monnaie nationale, que le créancier désire être payé en sa monnaie et que le débiteur entend payer en la sienne. De là surgissent les questions de change.

Lorsque une personne a une dette à régler envers un étranger, deux possibilités lui sont offertes : d'abord le règlement par

¹ Le présent chapitre suppose l'existence du système de l'étalon-or.

² G.-J. Goschen. — *Théorie des changes étrangers*, p. 244.

l'envoi de l'or. En effet, sous le régime du « Gold Standard » chaque monnaie représente une certaine quantité d'or fixée par la loi. L'or, ayant force libératoire dans nombre de pays, peut jouer en même temps le rôle de monnaie internationale. Le débiteur, en envoyant à son créancier étranger la quantité d'or équivalant à sa dette, peut donc se libérer. Cependant le transfert de l'or d'un pays à l'autre occasionne certains frais ; le paiement par envoi d'or est donc un procédé assez coûteux. D'ailleurs une autre possibilité de régler une dette extérieure permet souvent d'éviter ce mode onéreux, ou de ne l'employer qu'à la dernière extrémité. Cette deuxième possibilité consiste à éteindre une dette extérieure par la voie de compensation. A un moment donné, à côté des personnes ayant des dettes extérieures, il en est d'autres qui détiennent des créances sur l'étranger. Celles-ci en vendant leurs créances extérieures à celles-là, peuvent être ainsi payées en monnaie nationale ; tandis que les débiteurs, en transférant ces créances, achetées en monnaie nationale, à leurs créanciers étrangers peuvent se libérer de leurs dettes extérieures.

Puisqu'il y a deux possibilités de régler une dette extérieure, les débiteurs préféreront naturellement celle qui leur est la plus avantageuse. Si le paiement par la voie de compensation est moins cher que le paiement par envoi d'or, ils choisiront la première solution, sinon la seconde.

Quant aux créanciers extérieurs, ils préféreront à leur tour le procédé le plus avantageux pour recevoir la contre-valeur de leurs créances extérieures en monnaie nationale. Ils ont d'abord la possibilité de faire venir de l'étranger la quantité d'or équivalant à leurs créances, de la vendre à la Banque centrale, et de toucher ainsi en monnaie nationale le montant de leurs créances. Si cette possibilité leur procure en monnaie nationale une somme plus élevée que le montant de la vente de leurs créances sur place, ils l'adopteront et inversement.

Le cours des changes, c'est-à-dire la moyenne des prix des monnaies étrangères en monnaie nationale, soit la valeur extérieure de la monnaie, dépend de l'offre et de la demande de devises étrangères¹. Lorsque la demande dépasse l'offre, le cours des changes hausse, c'est-à-dire la valeur extérieure de la monnaie

¹ Les billets de banque étrangers et les autres valeurs libellées en monnaies étrangères : lettres de change, chèques, valeurs mobilières et leurs coupons.

nationale se déprécie ; tandis que si l'offre dépasse la demande il baisse, c'est-à-dire la valeur extérieure de la monnaie nationale hausse. Cependant, les variations du cours des changes sont limitées par les points dits « d'or », puisque les paiements extérieurs peuvent toujours se faire en or. Si le cours des changes monte au-dessus du point de sortie d'or, les débiteurs préféreront se libérer par l'envoi d'or plutôt que par la voie de compensation. Si, au contraire, le cours des changes tombe au-dessous du point d'entrée d'or, les créanciers préféreront faire venir de l'or plutôt que de vendre leurs créances sur place.

C'est de l'état de la balance des paiements que dépendent l'offre et la demande. Si, à un moment donné, cette balance présente un solde passif, autrement dit, si elle est défavorable, la demande dépasse l'offre et dans le cas contraire, si elle donne un solde actif, l'offre dépasse la demande. Si l'état défavorable de la balance des paiements est accentué, la hausse du cours des changes franchit le point de sortie d'or et le pays perd de l'or. Tandis que dans une situation favorable accentuée de la balance des paiements, la baisse du cours des changes dépasse le point d'entrée d'or et le pays reçoit de l'or¹.

En définitive, nous pouvons dire que les mouvements de l'encaisse-or de la Banque centrale nous révèlent les mouvements de la valeur extérieure de la monnaie. Une diminution de l'encaisse-or signifie la dépréciation de la valeur en question, tandis qu'une augmentation signifie la hausse de cette valeur.

C'est à la Banque centrale qu'incombe la responsabilité d'enrayer les fluctuations exagérées de la valeur aussi bien extérieure qu'intérieure de la monnaie. La Banque centrale est d'ailleurs légalement tenue de garder un certain pourcentage entre ses réserves-or et ses engagements, afin d'assurer continuellement la convertibilité des billets émis. Elle doit donc à tout prix lutter contre une réduction des réserves qui peut faire diminuer la proportion existant entre ces réserves et les engagements au-dessous du pourcentage légal.

¹ « Le change a pour but le règlement par compensation des dettes » internationales, en économisant les frais d'envoi de métal précieux » (H. Deschamps. — *Les changes*, p. 2) et « l'or est un moyen d'acquittement » des différences entre l'actif et le passif de la balance des échanges internationaux de marchandises et de services » (Feliks Mlynarski. — *Gold and Central Banks*, p. 1).

II

On a présenté le maniement du taux de l'escompte comme une arme efficace pour la défense de l'encaisse-or, donc de la valeur extérieure de la monnaie. D'après cette thèse, une élévation du taux de l'escompte, par exemple, a le pouvoir de couper court à la fuite de l'or et d'enrayer la chute dangereuse du pourcentage des réserves-or par rapport aux engagements de la Banque centrale¹.

Remarquons que le redressement du dit pourcentage peut se produire ou bien par une diminution des engagements, ou bien par une augmentation des réserves. Une hausse du taux de l'escompte, comme on le prétend, élève le rapport en question en agissant dans les deux sens ; elle produit d'abord une diminution des engagements et ensuite une augmentation des réserves. La Banque centrale met en circulation une partie de la monnaie par la voie des crédits. Or, le volume du crédit doit logiquement dépendre du niveau du loyer de l'argent ; chaque renchérissement de ce loyer doit normalement rétrécir le volume du crédit et chaque réduction de ce loyer doit l'enfler. La hausse du taux de l'escompte diminue inévitablement l'émission par la voie de crédit, soit les engagements de la Banque centrale.

Une hausse du taux de l'escompte engendre une augmentation de l'encaisse métallique par une double action ; d'abord en agissant sur les mouvements internationaux des capitaux, ensuite en influençant les prix et par là le commerce extérieur.

Il est incontestable que le facteur dirigeant des mouvements internationaux des capitaux est le taux de l'intérêt. Les capitaux cherchant un placement, compte tenu de la sécurité, s'achemineront sans doute vers les places où ils sont le mieux appréciés, c'est-à-dire vers les places où le taux de l'intérêt est le plus élevé. Une élévation du taux de l'escompte dans un pays devra donc normalement arrêter la fuite des capitaux et encore y attirer des

¹ Les Banques centrales, à côté du taux de l'escompte, disposent d'autres moyens pour la défense de l'encaisse-or. Par exemple, la Banque de France préfère en général défendre son encaisse métallique, non pas par le maniement de son taux d'escompte, mais par les mesures qui élargissent la marge qui sépare le point de sortie d'or du point d'entrée d'or. Voir à ce propos Paul Einzig. — *Gold Points and Central Banks*, article paru dans « *The Economic Journal* », 1929, p. 379, et pour les autres correctifs de changes voir M. Ansiaux. — *Principes de la politique régulatrice des changes*.

capitaux étrangers¹. Ce qui revient à dire que le montant passif de la balance des paiements subira une réduction, alors que son actif bénéficiera d'une augmentation; c'est cet état de choses qui substituera à l'état défavorable de la balance des paiements un état favorable.

En définitive, la hausse du cours des changes sera remplacée par une baisse et l'or qui désertait le pays y retournera.

Il n'est pas difficile de conclure, vu ce qui précède, que l'équilibre, rétabli par la hausse du taux de l'escompte en raison de l'attrait des capitaux étrangers, ne peut pas avoir un caractère durable. Dès que ces capitaux, dans un plus ou moins proche avenir, commencent à se rapatrier, la balance des paiements accense à nouveau un déficit qui est encore enflé par l'intérêt accordé à ces capitaux. Le solde débiteur de la balance n'est pas absorbé définitivement par l'attraction des capitaux; «... tout » ce qui s'est produit, c'est la substitution d'une dette à terme à » une dette échue. Cette dernière n'est donc pas éteinte mais » ajournée »². L'attraction des capitaux produits par la hausse du taux de l'escompte ne guérit en somme pas la maladie définitivement, mais pour un certain temps.

Cependant, certains économistes le font remarquer, la hausse du taux de l'escompte, grâce à son action sur les prix, peut arriver à rétablir définitivement l'équilibre. « On se trompe très fréquemment, écrit M. Hawtrey³, lorsqu'on analyse le recours au » taux de l'escompte pour défendre les réserves d'or. On croit » souvent que l'efficacité de cette méthode provient de ce qu'elle » attire des capitaux étrangers, en vue des placements à court » terme. En réalité ce n'est tout au plus qu'un expédient. Et pour » pallier un trouble plus profond qu'un déséquilibre occasionnel » et passer, il est nécessaire de recourir à une contraction du » crédit, afin de réduire les dépenses de consommation et d'abaisser le niveau des prix. »

Nous avons dit qu'un renchérissement du loyer de l'argent restreint le volume de la circulation monétaire. En vertu de la

¹ « Agissant comme une différence de potentiel électrique, écrit M. William Oualid, elle appelle des capitaux disponibles en quête d'emploi... des » pays à taux inférieurs vers les pays à taux supérieurs, à égalité de sécurité bien entendu. » *Les causes de l'afflux de l'or en France.* — « L'Europe nouvelle », 18 avril 1931, p. 551.

² M. Ansiaux, *op. cit.*, p. 114.

³ R.-G. Hawtrey. — *La circulation monétaire et le crédit*, p. 205.

théorie quantitative, la contraction de la circulation monétaire produit une baisse des prix. En effet, ceux qui travaillent à l'aide du crédit restreindront, ou cesseront complètement leurs demandes de crédit et leurs achats de marchandises, si le taux de l'intérêt s'élève au-dessus du rendement escompté du capital. De plus, dans un tel cas, pour faire face aux crédits ébus, les hommes d'affaires seront obligés d'accélérer leurs ventes. La multiplication de l'offre d'une part, et la réduction de la demande d'autre part, feront finalement baisser les prix. Or, la baisse des prix est un facteur qui accélère les exportations et freine les importations. En définitive donc, la hausse du taux de l'escompte rend favorable la balance des paiements, fait baisser le cours des changes et entraîne même une importation d'or.

En résumé, une hausse du taux de l'escompte redresse la valeur extérieure de la monnaie et augmente l'encaisse-or ou le pourcentage entre les réserves et les engagements par trois voies différentes :

1. Elle contracte d'abord la circulation monétaire, soit les engagements de la Banque centrale, de sorte que le pourcentage en question s'en trouve élevé.
2. Elle arrête la fuite des capitaux et en attire même de l'étranger.
3. Le résultat naturel de sa première action est la baisse des prix nationaux au-dessous des prix mondiaux ; ainsi la balance commerciale devient favorable.

III

Le taux de l'escompte agit sur la valeur extérieure de la monnaie et sur l'encaisse-or par une triple action. Cette manière d'expliquer l'action du taux de l'escompte sur la valeur extérieure de la monnaie et sur l'encaisse-or est devenue depuis longtemps classique. Cependant, au début ces trois actions du taux de l'escompte ne furent pas connues à la fois. Divers économistes attirèrent l'attention sur l'une ou l'autre.

D'après M. Hawtrey, c'est Henry Thornton qui a attiré le premier l'attention sur le taux de l'escompte comme un instrument de la régularisation de la valeur de la monnaie. Dans son ouvrage intitulé *Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit*

of Great Britain, publié en 1802, Thornton en parle en ces termes : « La loi interdit à la Banque de percevoir, même en temps de guerre, un intérêt supérieur à 5 0/0, taux qui est aussi en vigueur en période de paix. L'affluence des demandes de crédits à la Banque dépend d'une comparaison entre le taux d'intérêt perçu par la Banque et le taux courant des bénéficiaires commerciaux. Ce sera donc, suivant les saisons, un intérêt de 6 0/0, ou de 5 0/0, ou même de 4 0/0, qui offrira aux emprunteurs un avantage suffisant pour limiter, dans une mesure opportune, les demandes d'escompte adressées à la Banque. »

« Ce n'est qu'en limitant les demandes d'escompte qu'il a été possible de limiter l'émission de billets par la Banque et de prévenir l'inflation. ¹ »

Influencé par ces remarques, le *Committee on the High Price of Bullion* de 1810 déclarait dans son rapport : « La loi qui, dans ce pays, limite le taux de l'intérêt et, naturellement, le taux officiel d'escompte, expose la Banque à recevoir des demandes d'escompte commercial en nombre toujours plus considérable. Lorsque le taux des bénéficiaires commerciaux est très largement supérieur à 5 0/0, comme ce fut dernièrement le cas dans beaucoup de branches de notre commerce extérieur, il n'y a pratiquement pas de limite aux demandes que des négociants disposant de capitaux parfaitement sains et animés de la plus grande prudence dans leurs entreprises sont tentés d'adresser à la Banque pour profiter des commodités et des facilités qu'elle offre l'escompte ². » Le Comité conclut que pour enrayer une tendance inflationniste le taux de l'escompte doit s'élever sans être limité par la loi.

C'est Horsley Palmer, alors Gouverneur de la Banque d'Angleterre, qui dénonça la première fois l'action du taux de l'escompte sur le cours des changes par l'intermédiaire de son influence sur les prix. Lorsqu'il fut interrogé par le Parliamentary Committee de 1832, il a formulé son point de vue comme suit : « En employant le terme *émissions excessives*, j'entendais me référer aux émissions qui rendent les prix nationaux supérieurs aux prix mondiaux, provoquant ainsi une dépréciation de la devise nationale et un afflux de billets à la Banque en vue de l'échange contre de l'or. »

¹ Hawtrey. — *A Century of Bank Rate*, p. 4. Trad. de l'auteur.

² Hawtrey, *op. cit.*, p. 13. Trad. de l'auteur.

« Par quel procédé la Banque pourrait-elle réduire ses émissions et redresser ainsi la devise nationale ? »

« Il faut d'abord augmenter le taux de l'intérêt à court terme ; une fois cette augmentation acquise, le crédit sous forme d'escompte des papiers commerciaux offre moins d'avantages aux commerçants, ce qui tend à limiter les transactions et à réduire les prix ; la réduction des prix finira par modifier notre situation vis-à-vis de l'étranger, en ce sens qu'il ne sera plus opportun d'importer, mais qu'il deviendra plus avantageux d'exporter. L'or et l'argent rentreront ainsi dans le pays et leur rentrée remédiera à la contraction qui avait été constatée précédemment¹. »

Tooke, le premier, dénoûça l'action du taux de l'escompte sur le cours des changes par son influence sur les mouvements internationaux des capitaux. Lorsqu'il fut interrogé par le comité de 1840, il s'exprima à ce propos en ces termes : « Une hausse du taux de l'intérêt dans ce pays influencerait le cours des changes en freinant le retrait des fonds étrangers qui se serait poursuivi si cette hausse ne s'était pas produite ; elle amènerait également les capitalistes anglais à restreindre leurs placements en valeurs étrangères ou leur avoir en valeurs étrangères ; elle pourrait également les engager à se défaire de leurs valeurs étrangères pour les remplacer par des valeurs mobilières anglaises. Elle diminuerait aussi le volume des avances consenties par les marchands anglais pour le commerce d'exportation et elle augmenterait l'intervention du capital étranger dans le financement des importations en Angleterre². »

Quant à Walter Bagehot, dans son fameux ouvrage *Lombard Street*, il reconnaît la double action du taux de l'escompte, c'est-à-dire qu'il explique l'action du taux de l'escompte sur le cours des changes aussi bien par son influence sur les mouvements internationaux des capitaux que par son influence sur les prix. « Les capitaux disponibles, écrit-il, se dirigent, comme toute autre marchandise, vers les endroits où ils trouvent le plus lucratif ; ils viennent à s'employer. Les banquiers continentaux, et d'autres encore, s'empressent d'envoyer de fortes sommes en Angleterre, aussitôt que le taux de l'intérêt rend l'opération avantageuse.

¹ Hawtrey. — *The Art of Central Banking*, p. 135 et 136. Trad. de l'auteur.

² Hawtrey, *op. cit.*, p. 140. Trad. de l'auteur.

» Tant que le crédit anglais reste bon, une hausse du taux de
» l'intérêt à court terme à Lombard Street y fait immédiatement
» affluer l'argent par l'entremise des banques. Une autre action
» se fait sentir, mais plus lentement, par l'intermédiaire de l'in-
» fluence sur les échanges commerciaux. La hausse du taux de
» l'escompte se répercute immédiatement sur le commerce bri-
» tannique. Les importations diminuent, et les exportations s'ac-
» croissent, aussitôt que les prix baissent en Angleterre. Il y a
» donc plus de chances après la hausse du taux de l'escompte que
» précédemment, que l'équilibre monétaire s'établisse en faveur
» de l'Angleterre^{1 a}. »

C'est à Goschen que revient le mérite d'avoir expliqué en détail, en prenant en considération les côtés techniques, l'action du taux de l'escompte sur le cours des changes, par l'intermédiaire des mouvements internationaux des capitaux à court terme².

Goschen explique sous un autre angle le rétablissement automatique de l'équilibre extérieur mis au jour par l'école classique. D'après la théorie classique, qui est basée sur la théorie quantitative et formulée d'abord par Ricardo dans *The Principles of Political Economy and Taxation* et développée par J. S. Mill dans *Principles of Political Economy*, il est inutile de s'inquiéter du déséquilibre extérieur et de prendre des mesures artificielles pour parer à ce déséquilibre ; c'est inutile, parce que l'équilibre peut se rétablir par lui-même automatiquement. Lorsque, disent les classiques, la balance des paiements donne un solde passif, le cours des changes s'élève, l'or déserte le pays ; la contraction de la circulation monétaire qui en résultera engendrera tôt ou tard une baisse des prix. Cette dernière favorisera à son tour les exportations et restreindra les importations. Par conséquent, la balance des paiements deviendra favorable, le cours des changes baissera et l'or sorti reviendra dans le pays. Dans le cas con-

1 Bagehot. — *Lombard Street*, p. 46 et 47. Trad. de l'auteur.

a Bagehot précise qu'une hausse du taux de l'escompte « n'a pas » de répercussions immédiates ; le taux efficace, le taux le plus attractif, n'agit pas avant que se soit écoulé l'intervalle nécessaire pour que l'argent puisse arriver en Angleterre. Il arrive aussi que le taux efficace ne se découvre pas pendant un certain temps. Il faut plusieurs « tâtonnements » ; s'il s'agit d'enrayer une dépréciation de la devise nationale, par exemple, « plusieurs hausses du taux de l'escompte avant » que le taux vraiment efficace soit atteint ». Bagehot, *op. cit.*, p. 306. Trad. de l'auteur.

2 G.-J. Goschen. — *Théorie des changes étrangers*, chapitre VI.

traire, soit un solde actif de la balance des paiements, l'or accourt dans le pays, le gonflement de la circulation monétaire fait hausser les prix ; ce qui favorise les importations et ralentit les exportations et, en fin de compte, le cours des changes s'élève ; l'or entré fuit le pays¹.

Goschen explique autrement ce mécanisme automatique. La raréfaction de l'argent dans la circulation, dit-il, par suite des exportations d'or ducs à une balance des paiements défavorable, élèvera le taux de l'intérêt. La hausse du taux de l'intérêt attirera dans le pays des capitaux étrangers, ce qui rendra favorable la balance des paiements et, pour finir, l'or perdu sera récupéré ; et l'inverse dans le cas contraire².

Goschen, sans cependant réfuter la théorie ricardienne, fonde donc la sienne sur la relation entre la quantité monétaire et le taux de l'intérêt plutôt que sur la relation entre la quantité monétaire et les prix. Selon lui, un déséquilibre accidentel ou saisonnier peut être surmonté par une élévation du taux de l'intérêt. « Une importation de capitaux, écrit-il³, est à souhaiter pour rem-
» placer ceux que le pays doit perdre pour un temps, puisque le
» pays doit acquitter, au moyen de ses propres capitaux, les enga-
» gements pris antérieurement. Cette importation de capitaux, on
» ne peut la faire naître qu'en offrant l'avantage d'un intérêt
» élevé. Cet intérêt doit être plus élevé que celui que les capi-
» talistes peuvent obtenir chez eux, et suffisant pour les indem-
» niser de tous les frais à supporter pour faire passer des capi-
» taux d'un pays à l'autre. Le cours des changes montera d'une
» façon sensible si la tentation est assez forte pour que cet objet
» se réalise. » Nous avons placé au début du présent chapitre la conclusion de Goschen qui dit que rien ne peut être plus efficace qu'une élévation du taux de l'escompte pour le rétablissement de l'équilibre extérieur.

Cependant, Goschen ne croit pas qu'on puisse modifier à

¹ Il n'existe plus une rigide relation mathématique entre la circulation monétaire et l'encaisse-or en raison de l'extension de l'usage de la monnaie scripturale ; et de ce fait les mouvements de l'encaisse-or n'influencent plus de près les prix. Voir à ce propos : Albert Aftalion. — *L'or et sa distribution mondiale*.

² « ... l'argent sera, écrit Goschen, cher et rare dans les pays qui doivent
» beaucoup à l'étranger, et abondant dans les pays qui ont fait des exporta-
» tions considérables ; les intérêts élevés attireront l'argent dans les pays d'où
» les espèces sortiront pour payer les dettes étrangères. » *Op. cit.*, p. 219.

³ *Op. cit.*, p. 224.

volonté le taux de l'escompte. « On pourrait nous objecter, écrit-il¹, que nous avons parlé de l'élévation du taux de l'intérêt, » comme si l'on pouvait, par des moyens artificiels, rendre l'argent plus ou moins cher. Mais le fait est, comme nous l'avons déjà fait remarquer, que le taux de l'intérêt s'élève par le cours naturel des choses, quand il se produit une exportation considérable d'espèces. »

Léon Say, dans l'introduction de la traduction française de l'ouvrage de Goschen, défend ce point de vue encore plus catégoriquement. « On a quelquefois, écrit-il², considéré la hausse du taux de l'intérêt comme un remède à l'exportation du numéraire. Nous croyons que c'est une erreur : la hausse du taux de l'intérêt n'est qu'une conséquence. Quand la Banque de France, en présence d'une exportation de numéraire, élève le taux de son escompte, elle ne fait que constater la situation réelle. Elle ne rend pas les capitaux chers ; elle constate seulement qu'ils le sont. »

Ansiaux, dans l'ouvrage déjà cité, consacre de longues pages à la critique de cette thèse³. Nous pouvons résumer les arguments d'Ansiaux comme suit :

Pendant les siècles où l'usage de chèques comme moyen de paiement et la monnaie scripturale n'existaient pas, ou n'étaient pas si répandus, la thèse de Goschen aurait pu se justifier. Mais aujourd'hui, surtout dans les pays comme l'Angleterre et les Etats-Unis d'Amérique où l'usage du chèque comme moyen de paiement et l'émission de la monnaie scripturale s'étendent de plus en plus, cette thèse ne se vérifie plus. Parce que, dans ces conditions, les sorties d'or, ne pouvant diminuer que d'une quantité insignifiante les moyens de paiement en circulation⁴, n'arrivent pas à influencer suffisamment le taux de l'intérêt. Si, tout de même, on laissait les choses suivre leur cours naturel, le rétablissement automatique de l'équilibre, même jusqu'à l'épuisement de l'encaisse-or, ne serait pas certain du tout. On peut en déduire que les varia-

¹ *Op. cit.*, p. 225.

² *Op. cit.*, p. 42.

³ *Op. cit.*, chapitre II.

⁴ « La somme des disponibilités d'une place à un moment donné est donc constituée par la somme de pouvoir d'achat mise à ce moment à la disposition des emprunteurs. Cette somme n'a aucun rapport nécessaire, proche ou éloigné, avec les réserves métalliques de la Banque d'émission. » Ansiaux, *op. cit.*, p. 60.

tions du taux de l'intérêt ne proviennent pas du cours naturel des choses, mais d'une initiative, d'une volonté, bref, d'une politique de la Banque centrale.

Ansiaux conclut à ce propos en ces termes : « En résumé, la » hausse du taux de l'escompte n'est point la conséquence inva- » riable et en quelque sorte inéluctable de la rupture de l'équi- » libre de la balance des comptes. Quoiqu'en aient dit Goschen » et Léon Say, cette hausse est bel et bien un « correctif » du » change défavorable. Quand une Banque centrale élève le prix » de l'argent pour parer à la hausse des devises étrangères, elle » le fait parce qu'elle le juge à propos et non pour se conformer » à un renchérissement général de l'argent ou pour obéir à une » contrainte irrésistible émanant des circonstances. Elle le fait » et pourrait ne pas le faire : elle a le choix ¹. »

D'après M. Joseph Hamel, chacune des deux thèses contient une part de vérité. Selon lui, « certes, ces mouvements se pro- » duiraient d'eux-mêmes par le seul jeu de la loi de l'offre et de » la demande, et, sans l'intervention de la Banque centrale, le » taux d'escompte s'adapterait automatiquement à la quantité de » capitaux circulant sur le marché ; mais, en prenant l'initiative » de faire varier le taux d'escompte, la Banque centrale devance » les mouvements de capitaux ; elle les bâte et elle les amplifie ². »

M. Pierre Cauboue attire, à son tour, à juste titre, l'attention sur un fait psychologique ³ : « On a expliqué cet état de choses » en disant que l'Institut d'émission ne fixait pas le taux de » l'argent, qu'il ne faisait que le constater... Toutefois, à mon avis, » le rôle de l'Institut d'émission n'était pas seulement un enté- » rinement pur et simple. S'il ne fixait pas le taux de l'argent, » psychologiquement, il l'impressionnait. Ceci demande une expli- » cation : si le taux du marché libre baissait et si l'Institut d'émis- » sion ne suivait pas, le taux se fixait à un certain étiage et pou- » vait même remonter ; la réserve de la Banque centrale laissait » supposer que cette hausse, qui n'était pas sanctionnée, n'était » que passagère. Au contraire, si l'Institut d'émission suivait le » mouvement, le marché libre était influencé par cette baisse et » pouvait accentuer la sienne. Il se produisait ainsi des phéno-

¹ *Op. cit.*, p. 73 et 74.

² Joseph Hamel. — *Banque et opérations de banque*, tome II, p. 715.

³ Pierre Cauboue. — *Les variations du taux de l'escompte et les récents événements monétaires*. « Journal de la Société de Statistique de Paris », décembre 1933, p. 370 et 371.

» mènes d'endosmose et d'exosmose entre le taux privé et le taux
» officiel. En cas de hausse, les mêmes faits se produisaient dans
» le sens contraire. »

Dans la troisième partie nous reviendrons sur cette question. Nous essayerons alors de démontrer comment la Banque centrale prend en main l'initiative et dicte sa volonté au marché ; son action ne se borne pas à une simple constatation des changements du taux privé, mais elle dirige bel et bien ce taux.

Nous avons ainsi exposé les opinions de ceux qui découvrirent l'action du taux de l'escompte sur le cours des changes et sur l'encaisse-or. Pour les économistes ultérieurs, cette action du taux de l'escompte, aussi bien par l'intermédiaire des mouvements internationaux des capitaux que par celui des échanges commerciaux, est si évidente qu'ils se sont à peine arrêtés sur l'explication du mécanisme. Lorsqu'ils en ont donné un bref commentaire, ils n'ont fait que répéter en d'autres termes ce qu'avaient dit les découvreurs de ce phénomène. Ils se sont beaucoup moins attachés à expliquer comment les variations du taux de l'escompte influencent le cours des changes qu'à déterminer les conditions dans lesquelles cette influence s'exerce. Ils s'efforcèrent encore à déterminer si la pratique de la politique d'escompte contrarie ou non les vrais intérêts du pays, soit si elle est désirable ou non. Nous aborderons ces questions dans le premier chapitre de la troisième partie.

CHAPITRE II

Les théories relatives à la politique d'escompte intérieure

The regulation of the general level of prices is only possible through the monetary factor that is, by controlling the volume of loans issued to businessmen. The most universally effective regulator of such issue is the price or « fee » payable for the use of the money borrowed, in other words, the market rate of discount. The problem of price control is therefore essentially that of influencing the market rate of discount.

J.-R. Bellerby ¹.

I

Les prix, c'est-à-dire la valeur des biens exprimée en monnaie, subissent des mouvements pour ainsi dire incessants. Aussi bien les hausses que les baisses de prix, alors qu'elles favorisent certaines classes de la société, portent préjudice aux autres. C'est pour supprimer ces injustices répétées que la nécessité de stabiliser le niveau général des prix s'impose indiscutablement.

Il existe un mouvement toujours grandissant en faveur de la stabilité des prix. Irving Fisher, dans un volumineux ouvrage ², ne fait que transcrire les paroles prononcées en faveur de la stabilité de la valeur de la monnaie et les différentes thèses sur la possibilité et les moyens d'y arriver. Parmi ceux qui ont été préconisés pour lutter contre l'instabilité des prix, il en est un

¹ J.-R. Bellerby. — *The Monetary Policy of the Future*. « *The Economic Journal* », volume 34 (1924), p. 183.

² Irving Fisher. — *Stabilised Money*.

qui nous intéresse ici directement et fait l'objet du présent chapitre ; c'est le taux de l'escompte ou plutôt la politique d'escompte¹. Certains économistes sont en effet convaincus qu'il est possible de stabiliser le niveau général des prix grâce à la dite politique.

Précisons tout d'abord que lorsqu'on parle de la stabilisation des prix, on entend par là, non pas la stabilisation de chaque prix, mais celle du niveau général des prix². La politique stabilisatrice ne cherche pas à agir sur les facteurs qui déterminent les mouvements de caractère privé d'un prix isolé, mais sur les causes générales qui influencent tous les prix à la fois et dans la même direction.

Notons encore que si les partisans de la stabilité des prix sont nombreux, tous les économistes ne sont pas d'accord sur la bienfaisance de cet état. Différentes thèses s'affrontent en ce qui concerne la politique à suivre en matière des prix. D'après l'école classique, il est superflu de s'inquiéter de l'instabilité des prix et d'essayer d'atteindre artificiellement la stabilité. Car celle-ci, disent les classiques, peut se produire automatiquement. Leur thèse se résume ainsi : la hausse des prix diminuera proportionnellement la demande, et la diminution de la demande fera baisser les prix. Dans le cas contraire, la demande augmentera proportionnellement à la baisse des prix, et par conséquent, les prix remonteront.

On voit qu'il s'agit ici d'une singulière stabilité, une stabilité qui se fonde sur une instabilité et qui n'offre en réalité aucun intérêt puisque la hausse, comme la baisse, porte alternativement préjudice à l'une ou à l'autre classe sociale. Gaëtan Piron, parlant des raisons qui firent naître le dirigisme économique et monétaire, écrit : « Le XXe siècle n'a plus la même confiance que le » XIXe en la bienfaisance des lois économiques naturelles. Il » constate que celles-ci n'assurent pas toujours la justice entre » les hommes et entre les classes, non plus que la correspondance » entre la production et les besoins. Au surplus, les automatismes » naturels ne jouent plus aujourd'hui comme ils jouaient il y a

¹ Comme nous l'avons fait remarquer dans notre introduction, la politique d'escompte, destinée à stabiliser le niveau général des prix, peut être qualifiée d'« intérieure » ; dans le présent chapitre, nous parlerons donc de la politique d'escompte intérieure.

² Dans les pages suivantes, par « les prix » nous entendrons « le niveau général des prix ».

» un siècle. Par le fait même de l'évolution qui a substitué le
» capitalisme de grandes unités et de monopole au capitalisme de
» petites unités et de concurrence, les lois qui naguère assuraient,
» dans un milieu économique libre, la production abondante et
» le juste prix se trouvent, à quelque degré, écartées ou blo-
» quées, d'où la nécessité pour l'État de substituer, à un enga-
» gement naturel qui ne fonctionne plus, des ajustements autori-
» taires. Enfin, le monde d'aujourd'hui en tous les domaines
» entend substituer la raison à l'empirisme, le conscient à l'io-
» conscient...¹ »

Certains économistes, quant à eux, ne voient aucun mal à l'instabilité des prix. Bien au contraire, à leur avis, cette instabilité est utile à la bonne marche de l'activité économique et au renforcement de la structure économique. A l'appui de leur thèse, nous transcrivons ici le passage suivant du *Cours d'économie politique* de Charles Gide². « S'agit-il d'une période de hausse ? Ce » sont des temps d'activité économique où la température s'élève, » comme des printemps qui activent la végétation... »

« Et pourtant la baisse est bonne aussi, de temps en temps.
» Les baisses des prix sont des périodes de réfrigération, de
» resserrement, de recueillement, durant lesquelles l'élan s'arrête
» un peu, mais ce n'est pas un mal. Le grand industriel Ford,
» dans ses livres, insiste sur l'effet salutaire de la baisse des prix
» pour le fabricant. Alors, le producteur, se voyant en face d'une
» baisse des prix, ne peut plus se laisser aller à cet optimisme
» qui se repose tranquillement dans l'attente d'une hausse des
» prix automatique. Obligé de réagir contre la baisse, alors il
» cherche les moyens de diminuer le coût de production. Les
» périodes de baisse des prix ont marqué souvent, plus que les
» périodes de hausse, des ères d'invention mécanique, de réor-
» ganisation technique et même de réveil social, car ce n'est pas
» dans les périodes de prospérité, mais dans celles des mauvais
» jours que l'on voit éclore les institutions syndicalistes, mutua-
» listes, coopératives. La solidarité naît toujours dans une crèche.

» En somme le rythme des saisons, l'hiver qui succède à l'été,
» est plus favorable pour tonifier l'organisme animal et aussi
» l'organisme économique. Les pays où règne un éternel prin-

¹ Gaëtan Pirou. — *Traité d'économie politique*. Tome II. Le mécanisme de la vie économique. La monnaie, p. 431.

² 10^{me} édition, volume I, p. 605 et 606.

» temps ne sont pas les mieux doués comme activité économique... Si dorénavant, grâce à « la monnaie dirigée », le nombre-
» indice des prix devait rester stationnaire aussi bien quand il y
» aurait surproduction que quand il y aurait disette, l'entrepre-
» neur se trouverait aussi désorienté que le navigateur dont on
» aurait imprudemment stabilisé le baromètre et la boussole. »

Dans ce que Charles Gide dit, il y a sans doute une grande part de vérité. Mais les instabilités économiques prennent souvent une telle extension que les avantages mentionnés dépassent de loin les injustices et les malheurs qu'elles apportent à la société. Celle-ci préfère la stabilité à l'instabilité, parce qu'une vie confortable vaut mieux qu'une vie qui devient fréquemment terriblement douloureuse. D'ailleurs, comme nous l'avons fait remarquer, on ne prétend atteindre par la politique de la « monnaie dirigée » ni une stabilité rigide, ni la stabilité de chaque prix, mais une stabilité relative, satisfaisante, du niveau général des prix. En ce cas, du moment qu'une quasi stabilité du niveau général des prix supprime les désordres et les injustices économiques, les mouvements particuliers de chacun des prix ne peuvent-ils pas, dans une moindre mesure du moins, produire les avantages attendus de l'instabilité des prix ?

En ce qui concerne la politique à suivre en matière des prix, il y a encore deux thèses qui s'opposent catégoriquement. L'une défend l'idée que les prix doivent baisser continuellement mais lentement, alors que l'autre estime au contraire que les prix doivent hausser continuellement et lentement. La première thèse se fonde sur l'argumentation suivante : Grâce aux découvertes techniques et à l'amélioration des procédés de production, la productivité d'un ouvrier (quantité de bien produite en l'unité de temps) augmente pour ainsi dire constamment. Or, les règles de justice exigent, lorsque la productivité par tête d'habitant, pour une raison ou pour une autre, augmente, que les prix baissent proportionnellement ; ceci pour que l'ouvrier trouve une compensation à l'accroissement de sa productivité, sinon les capitalistes s'enrichiraient injustement au détriment des ouvriers¹.

¹ Voir D. H. Robertson. — *How do we want gold to behave*. Dans le volume collectif « The International gold problem » publié sous les auspices du Royal Institute of International Affairs. Londres 1931, p. 18.

a. C. A. Phillips, T. F. Mac Manus, R. W. Nelson dans leur ouvrage collectif, intitulé *Banking and the business cycle*, p. 201, défendent cette thèse en ces termes : « En outre, la politique de stabilisation du

Nous croyons que personne ne peut réfuter la base de cette thèse. Il est incontestable que l'ouvrier qui produit davantage en unité de temps mérite d'être récompensé sous forme d'une baisse des prix, ou sous forme d'une hausse proportionnelle de son salaire. Il nous semble qu'une récompense sous forme d'une hausse proportionnelle du salaire est plus juste. Car, l'accroissement de la productivité ne se réalise pas à la fois dans toutes les branches de la production ; il se réalise aujourd'hui dans un secteur, demain dans un autre. Et ce sont seulement ceux qui contribuent à cet accroissement qui méritent d'être récompensés. Si, grâce à ce fait, le prix des biens produits dans une branche baissait, tout le monde sans exception, y ayant contribué ou non, profiterait de cet accroissement de la productivité. De plus, du fait que le bénéfice réalisé se diviserait entre un nombre plus élevé de personnes, la part de ceux qui contribuèrent à cette augmentation serait amoindrie ou peut-être même nulle, s'ils ne consomment pas des biens qu'ils produisent. Prenons l'exemple de l'industrie de l'automobile : les ouvriers n'étant que rarement consommateurs d'automobiles, ils ne profiteraient guère de l'extension de leur productivité. Il est alors préférable que, par suite de l'accroissement de la productivité, les salaires haussent proportionnellement et que les prix restent stables. Dans ce cas, la justice sera mieux réalisée.

Certains économistes soutiennent que les prix doivent hausser sans discontinuer et lentement. Voici la base de leur thèse : La politique économique doit viser à ne laisser aucun membre de la communauté dans la misère, c'est-à-dire sans travail. Le nombre des chômeurs diminue à mesure que l'activité économique augmente. Il est nécessaire, par conséquent, d'offrir tous les sti-

» niveau général des prix particulièrement, du fait qu'elle l'oppose à
» une baisse des prix des produits industriels proportionnelle à la marche
» du progrès et à l'accroissement de la prospérité, tend à frustrer les
» travailleurs et le public en général des bénéfices qu'ils devraient retirer
» du développement heureux de la conjoncture économique. La stabili-
» sation est, en réalité, incompatible avec le progrès; le progrès ne con-
» siste pas uniquement, en effet, dans les perfectionnements de la tech-
» nique; il implique aussi la répartition à toutes les classes sociales des
» bénéfices découlant, sous la forme d'un accroissement de la produc-
» tivité, des perfectionnements de la technique. La politique bancaire ne
» devrait donc pas s'attacher à stabiliser ou à « geler » le niveau général
» des prix; il faudrait, au contraire, laisser s'abaisser les prix. Dans une
» économie progressiste, cette tendance à la baisse est normale.» Trad.
de l'auteur.

mulants possibles à celle-ci. La hausse des prix, même légère, en est la plus efficace. Ainsi, la politique idéale en matière des prix est celle qui autorise une hausse continue, mais légère, des prix. C'est la voie la plus convenable qui mène la société à une véritable et durable prospérité. « Le vrai remède, écrit » Keynes¹, au cycle économique ne consiste pas à supprimer les » phases d'essor et à maintenir en permanence une semi-dépres- » sion, mais à supprimer les dépressions et à maintenir en per- » manence une situation voisine de l'essor. » M. Michel A. Heilperin, partisan, lui, de la monnaie stable, définit bien le fondement de cette thèse quand il écrit : « Une faible hausse des prix » agit dans l'organisme économique comme un levier². »

A vrai dire, ce n'est pas la hausse des prix qui stimule la production, mais plutôt l'élargissement de la marge de bénéfice, autrement dit l'augmentation de l'écart entre le prix de revient et le prix de vente. Si alors celui-là monte plus vite que celui-ci, la production, malgré la hausse, ne sera pas stimulée, mais au contraire freinée, puisque la marge de bénéfice va en décroissant. L'activité économique ne s'animerait donc que si les hausses de salaires et du taux de l'intérêt restent inférieures à celle des prix. En cas de réalisation de cette politique, il va sans dire que les entrepreneurs seront favorisés plus que les salariés et les épargnants. Arthur D. Gayer, tout en critiquant la thèse en question, fait remarquer que³ « ... la politique qui s'en prend délibérément » aux salaires et à l'épargne ne peut se justifier qu'en attribuant » aux entrepreneurs le siège du conducteur dans le char de l'in- » dustrie et en admettant que de la prospérité des entrepreneurs » dépend la prospérité générale ».

Nous soutenons, à notre tour, ce dernier point de vue. Toutes les classes de la société profiteront de la pratique de la politique préconisée. Peut-être certains s'enrichiront moins que les autres, mais peu vaut mieux que s'appauvrir.

¹ J. M. Keynes. — *Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie*, p. 335.

² Michel-A. Heilperin. — *Monnaie, crédit et transfert*, p. 77.

³ Arthur D. Gayer. — *Monetary Policy and Economic Stabilisation. A study of the « Gold Standard »*, p. 237. Trad. de l'auteur.

II

Après cette introduction nous donnons un résumé des théories relatives à l'action du taux de l'escompte sur les prix.

Bien qu'elles expliquent plus ou moins différemment le mécanisme, elles aboutissent toutes, en fin de compte, au même résultat. D'après ces théories une élévation conditionnée (nous verrons qu'elle est la condition nécessaire à l'efficacité de cette élévation ; pour le moment, disons simplement une élévation « suffisante ») du taux de l'escompte fait infailliblement baisser les prix, alors qu'une réduction conditionnée de ce taux fait infailliblement hausser les prix. Si nous étions persuadés de l'exactitude de ces théories, nous pourrions dire sans hésitation qu'il est possible de stabiliser les prix par le maniement du taux de l'escompte.

Dans le chapitre précédent nous avons vu que les économistes expliquent l'action du taux de l'escompte sur la valeur extérieure de la monnaie par son action sur les mouvements internationaux des capitaux d'une part, et par son action sur les prix d'autre part. Ils reconnaissent donc, par cette explication, l'influence des variations du taux de l'escompte sur les prix. Pourtant la plupart d'entre eux ne croient pas, malgré la contradiction apparente, qu'il soit possible de stabiliser les prix par le maniement du taux de l'escompte. M. A. Aftalion écrit à ce propos¹ : « On conçoit » ainsi que bien des économistes anglo-saxons se déclarent parti-

» sans à la fois de la théorie du rééquilibre de la balance par le » taux de l'escompte et de la politique de la monnaie dirigée. »

« En France, au contraire, on se plaît à dissocier les deux thèses. Beaucoup qui demeurent hostiles à la monnaie dirigée, qui nient le pouvoir des Banques sur les prix, admettent cependant l'influence régulatrice du taux de l'escompte sur la balance des comptes par les variations des prix. Pourquoi donc le jeu du taux de l'escompte réussirait-il à commander les prix au cas de l'équilibre de la balance des comptes et non pas au cas de monnaie dirigée ? La contradiction tient peut-être moins à la différence des deux problèmes, l'un concernant les relations extérieures et l'autre l'économie intérieure, qu'à une tendance doctrinale en matière de politique économique. Peut-être le

¹ A. Aftalion. — *L'équilibre dans les relations économiques internationales*, p. 115 et 116.

» jeu du taux de l'escompte semble-t-il à certains efficace quant
» au rééquilibre de la balance des comptes parce qu'il s'agit des
» mouvements libres, spontanés et impuissants, quant à l'équi-
» libre économique intérieur, parce qu'il s'agit de politique inter-
» ventionniste, de politique quasi étatiste. »

Ces dernières phrases nous donnent l'impression que ceux qui nient l'efficacité de la politique d'escompte intérieure le font plutôt à cause de leur antipathie ou même de leur hostilité envers l'interventionnisme. Il ne suffit certainement pas de faire état de sentiments hostiles à l'interventionnisme pour prouver l'inefficacité de la politique d'escompte intérieure. Si on nous dit que c'est justement son caractère interventionniste qui la rend inefficace, nous objectons que nous ne voyons aucune différence à ce point de vue entre la politique d'escompte extérieure et la politique d'escompte intérieure. L'une comme l'autre ont un caractère interventionniste. Dès lors, pourquoi ce dernier rendrait-il la politique d'escompte intérieure inefficace, mais non pas la politique d'escompte extérieure ? A notre avis, l'inefficacité de la politique d'escompte intérieure résulte de raisons tout autres. Nous tâcherons dans la troisième partie d'en démontrer quelques-unes sinon la totalité. Sans insister ici sur ces discussions, voyons maintenant à la suite de quels raisonnements certains économistes arrivent à la conviction qu'il est possible de stabiliser les prix par le maniement du taux de l'escompte.

M. Charles Rist, dans un article traitant le même sujet, démontre que les théories relatives à la politique d'escompte intérieure naquirent des discussions sur l'action de l'or nouveau sur les prix¹. Une relation curieuse entre l'évolution de la production d'or et les prix attirait depuis longtemps l'attention des économistes. On constatait qu'un accroissement de la production d'or faisait toujours hausser les prix, tandis qu'un ralentissement de cette production les faisait baisser. Il restait à expliquer le mécanisme par lequel l'or nouveau influençait les prix. Comme M. Charles Rist l'a fait remarquer, au XVIII^e siècle déjà, Cantillon dans son *Essai sur la nature du commerce en général*, et au XIX^e siècle Newmarch dans *History of prices* se posèrent le problème et y répondirent en résumé comme suit : L'or nouveau

¹ Charles Rist. — *Théories relatives à l'action de l'or et du taux d'escompte sur le niveau général des prix*. « Revue d'Economie Politique », 1935, p. 1495.

entre dans la circulation par deux voies différentes ; d'abord les producteurs d'or achètent des biens de consommation avec l'or produit, et ensuite ils emploient la quantité d'or épargnée sur le marché financier. Lorsque la production d'or augmente, les producteurs trouvent ainsi la possibilité d'augmenter leurs demandes en biens de consommation ; de là résulte une première hausse des prix. C'est l'action directe de l'accroissement de la production de l'or sur les prix. De même les producteurs d'or peuvent encore épargner davantage et ainsi multiplier l'offre de capitaux sur le marché financier. En conséquence le taux de l'intérêt baisse. La réduction du taux de l'intérêt, au moment où les prix montrent une tendance à la hausse, incite les entrepreneurs à augmenter leurs productions, et pour cela, à emprunter davantage et à multiplier leurs demandes en biens de production. De là résulte une nouvelle hausse des prix. C'est l'action indirecte de l'accroissement de la production de l'or sur les prix.

Voici comment Newmarch, dans « History of prices », commente les événements qui suivirent la découverte et l'exploitation des mines d'or de Californie et d'Australie en 1850-1851¹ :

« Ces nouveaux approvisionnements ont été envoyés à notre pays soit en paiement de marchandises achetées, soit comme remises de capital cherchant un placement profitable ou un emploi lucratif dans quelque espèce de commerce ; ils se sont accumulés graduellement à la Banque d'Angleterre comme dans le coffre-fort le plus sûr et l'endroit le plus commode de versement en attendant leur destination définitive. »

« L'effet naturel et inévitable d'une addition si soudaine et si importante aux réserves de la Banque a été de réduire son taux minimum d'escompte, de 3 % en janvier 1851, à 2 % en avril 1852, et sur le marché de le faire tomber encore plus bas, c'est-à-dire à environ 1 1/2 % pendant la plus grande partie de l'année 1852. »

« Il est vrai, par conséquent, que le premier effet des découvertes d'or fut de réduire le taux d'escompte et, outre le taux d'escompte, de réduire le taux de l'intérêt sur les avances faites pour de longues périodes sur hypothèques ou autres garanties semblables. Mais cet effet n'était dans sa nature que temporaire et s'accompagnait de circonstances qui tendaient jour après jour

¹ Nous reproduisons ces lignes de l'article cité de M. Charles Rist, p. 1500 et 1501.

» à contrecarrer sa continuation. La conséquence la plus immédiate de l'extrême réduction du taux de l'intérêt fut d'abaisser le prix de revient des produits et d'augmenter les bénéfices de toutes les personnes ayant besoin d'avances à court ou à long terme. *En un mot, les taux bas de 1852 ont mis en mouvement, dans une mesure assez importante, le commerce de 1853 ; cette extension du commerce des entreprises a rapidement accru les besoins de capital au delà de l'offre et a conduit par conséquent aux élévations successives du taux de l'intérêt qui ont été le trait le plus frappant de la première partie de l'année 1853.* »

Cantillon et Newmarch reconnaissent ainsi deux voies à travers lesquelles l'accroissement de la production d'or influence les prix ; une voie directe, une voie indirecte. « Tout cela est devenu classique. Les auteurs postérieurs à Cantillon n'abordent même plus le problème. Pour Adam Smith, la difficulté n'existe pas : le mécanisme est évident. Pour Hume, Thornton, Ricardo, l'action directe des métaux précieux sur les prix ne fait aucun doute ¹. »

Pourtant, un autre grand économiste anglais, Marshall, renverse pour la première fois cette conception. « Marshall, en 1888, dans une déposition célèbre devant la Commission anglaise d'enquête sur la circulation de l'or et de l'argent ², devait écarter presque complètement l'idée de cette double action, pour donner un rôle exclusif au taux d'escompte comme instrument de la hausse. Ses déclarations ont eu une influence décisive sur l'évolution ultérieure de la doctrine ³. »

Selon Marshall, l'or ne pénètre plus guère dans la circulation monétaire que par l'intermédiaire des banques. Dès que celles-ci reçoivent de fortes quantités d'or, elles trouvent la possibilité d'élargir le volume de crédit, et pour cela de réduire le taux de l'escompte. La réduction de ce taux encourage les producteurs et les spéculateurs à emprunter davantage. Ceux-ci, grâce à ces nouveaux crédits, multiplient les demandes de matières premières et de main-d'œuvre ; de là résulte une hausse générale des prix ⁴.

¹ Charles Rist, *op. cit.*, p. 1498.

² Voir J. M. Keynes. — *Official Papers by Alfred Marshall.*

³ Charles Rist, *op. cit.*, p. 1503-1504.

⁴ Marshall introduit encore un élément psychologique dans sa théorie : « Les gens, dit-il, à la lumière des expériences passées, savent que, avec un certain décalage, l'afflux d'or entraîne une hausse des prix. Lorsqu'un nouvel afflux d'or surgit, ils n'attendent plus alors, l'action de ce nouvel afflux

Si le raisonnement de Marshall est juste, il doit l'être aussi, *mutatis mutandis*, pour le cas contraire; c'est-à-dire lorsque de fortes pertes d'or obligent les banques à élever le taux de l'escompte, le volume des crédits s'en affecte et, pour finir, les prix baissent.

C'est plutôt la cause de la baisse des prix, qui se poursuivait depuis 1873, que la Commission demandait à Marshall. Pendant la période de 1873-1888, la baisse du taux de l'escompte accompagnait la baisse des prix. La Commission se demandait pourquoi cette baisse du taux de l'escompte n'enrayait pas la chute des prix et ne la remplaçait pas par un mouvement ascendant, conformément à la conception de Marshall. En face de cette question, Marshall compléta sa thèse ainsi : Il y a, dit-il, un taux normal de l'escompte qui dépend du taux de l'intérêt à long terme. Ce dernier dépend, à son tour, de la formation de l'épargne. Lorsque, par suite de sa rapide formation, le taux de l'intérêt à long terme baisse, le taux normal de l'escompte le suit. Dans le cas contraire, la hausse du taux de l'intérêt engendre la hausse du taux normal de l'escompte. Or, pour qu'une variation du taux de l'escompte influence les prix, il faut qu'elle crée un écart entre le taux effectif et le taux normal de l'escompte. C'est la chute de celui-là, au-dessous de celui-ci, qui assure aux producteurs des bénéfices supplémentaires, qui les incite ainsi à emprunter davantage, à augmenter leurs achats et qui, par là, fait hausser les prix. En cas contraire, l'élévation du taux effectif de l'escompte au-dessus du taux normal décourage le producteur d'emprunter, restreint ainsi le volume de crédit et engendre, par conséquent, la baisse des prix.

On peut donc en conclure que si une baisse du taux de l'intérêt à long terme produit à la fois les baisses proportionnelles du taux effectif et du taux normal de l'escompte, les prix n'auront aucune raison de hausser. Inversement, si une hausse du taux de l'intérêt à long terme engendre à la fois les hausses proportionnelles du taux effectif et du taux normal de l'escompte, les prix ne baisseront pas.

C'est précisément un afflux d'or dans un pays qui fait tomber le taux courant au-dessous du taux normal et ainsi déclenche une

» sur les prix; avant que la hausse des prix se produise, ils se hâtent d'em-
» prunter davantage. C'est la raison pour laquelle un afflux d'or déjà débu-
» tant entraîne une hausse du taux de l'escompte ». Alfred Marshall. — *Money
Credit and Commerce*, p. 76. Trad. de l'auteur.

hausse des prix ; tandis que c'est une forte fuite d'or qui bisse le taux courant au-dessus du taux normal et déclenche ainsi la baisse des prix.

Au cours de la période de 1873 à 1888, la baisse du taux de l'escompte ne résultait pas d'un afflux d'or, mais d'une baisse du taux de l'intérêt à long terme. Un écart entre le taux courant et le taux normal ne pouvait se former, les prix continuaient par conséquent à baisser.

C'est en interprétant les faits de cette manière que Marshall inspira à certains économistes connus l'idée de stabiliser le niveau général des prix par le maniement du taux de l'escompte. C'est au Suédois Wicksell que revient l'honneur d'avoir échafaudé la première fois une théorie relative à la politique d'escompte¹.

III

Wicksell, comme Marshall, fonde sa théorie sur un taux abstrait de l'intérêt qu'il appelle le taux naturel (ou réel) de l'intérêt. « Il y a, écrit-il, un certain taux d'intérêt qui est neutre par rapport aux prix des marchandises, parce qu'il n'affecte ceux-ci ni dans le sens de la hausse ni dans le sens de la baisse. Il n'est autre chose que le taux de l'intérêt qui serait déterminé par l'offre et la demande, si la monnaie n'existait pas et si tous les prêts se faisaient sous la forme des biens réels. On pourrait le définir comme la valeur courante du *taux naturel de l'intérêt sur le capital*². »

La stabilité des prix exige que le taux effectif de l'intérêt soit égal au taux naturel, autrement dit, tant qu'un écart entre les deux taux ne se produit pas, les prix restent stables. Mais si, pour une raison ou pour une autre, le taux effectif tombe au-dessous du taux naturel, les prix commencent à hausser et continueront à hausser jusqu'à ce qu'une nouvelle égalisation entre les deux taux se produise. Inversement si, pour une raison ou pour une

¹ Wicksell expose la théorie en question dans deux ouvrages ; le premier publié en allemand (*Geldzins und Güterpreise*) et traduit en anglais sous le titre *Interest and Prices*, le second publié en suédois et plus tard en anglais sous le titre *Lectures on Political Economy*. Il donne aussi un résumé de la théorie dans un article paru dans l'« *Economic Journal* » (1907, vol. XVII, p. 213) sous le titre *The Influence of the Rate of Interest on Prices*. Nous résumons la théorie de Wicksell d'après les versions anglaises de ces ouvrages.

² *Interest and Prices*, p. 102. Trad. de l'auteur.

autre, le taux effectif monte au-dessus du taux naturel, les prix commencent à baisser, et continueront à baisser jusqu'à ce qu'un nouveau nivellement se produise entre les deux taux¹.

Précisons d'abord ce qu'entend Wicksell par le taux naturel de l'intérêt et pourquoi, selon lui, un écart entre ce taux et le taux effectif de l'intérêt rend immédiatement les prix instables.

La stabilité des prix se maintient aussi longtemps que l'offre et la demande sont égales. Et c'est justement le taux naturel de l'intérêt qui égalise ces deux éléments; en d'autres termes, le taux naturel est celui qui correspond à l'état d'équilibre entre l'offre et la demande.

Un producteur, empruntant du capital en monnaie pour acheter des biens réels, emprunte en réalité du capital sous forme de biens, soit du capital réel.

Imaginons maintenant un système économique sans l'intervention de la monnaie. Les échanges se feraient sous forme de troc; les prêts de capitaux et leurs remboursements, avec l'intérêt acquis, se paieraient en biens réels. Qualifions de « réel » ou « naturel » le taux de l'intérêt qui se fixerait dans ces conditions, puisque l'intérêt se paierait en biens réels. Le taux de l'intérêt dépend, cela va sans dire, avant tout de la quantité du capital offert.

Lorsque, dans cette hypothèse, l'offre du capital réel, pour une raison ou pour une autre, augmenterait, le taux naturel baisserait; ce qui inciterait les producteurs à emprunter davantage de biens réels.

Grâce à cette baisse, due à l'augmentation de l'offre, la demande augmenterait donc proportionnellement et, en conséquence, l'équilibre économique persisterait².

Introduisons maintenant dans ce raisonnement la monnaie et voyons de quelle façon elle modifierait la conjoncture. Tout d'abord les échanges se feraient à l'aide de la monnaie; les prêts,

¹ « Si, pour une raison quelconque, le taux moyen de l'intérêt est fixé » et maintenu au-dessous de son niveau naturel, si minime que soit l'écart, les » prix monteront et continueront à monter; ou s'ils tendaient déjà à la baisse, » ils baisseront plus lentement et commenceront peut-être même à hausser. »

« D'autre part, si le taux de l'intérêt est maintenu, si peu que ce soit, » au-dessus de son niveau réel, les prix fléchiront sans discontinuer et sans » limite. » *Interest and Prices*, p. 120. Trad. de l'auteur.

² Lorsque l'offre des biens réels diminuerait, le taux naturel de l'intérêt s'élèverait et la demande diminuerait proportionnellement.

leur remboursement, y compris l'intérêt acquis se feraient tous en monnaie. Il s'agirait donc ici, non pas du capital réel et du taux de l'intérêt réel, mais du capital monétaire et du taux monétaire de l'intérêt (taux effectif de l'intérêt).

Supposons de nouveau que l'offre du capital réel, pour une raison quelconque, augmente. Cette augmentation abaissera du même coup le taux naturel de l'intérêt. Mais tant que le taux monétaire (le taux effectif) de l'intérêt ne baissera pas proportionnellement, la baisse du taux naturel passera inaperçue ; elle n'incitera pas les producteurs à emprunter davantage, puisque l'intérêt continuera à se payer au taux effectif, soit au taux élevé. Par conséquent, la demande n'augmentera pas suivant l'offre, ce qui fera baisser la valeur monétaire des biens, c'est-à-dire les prix.

Inversement, si le taux effectif ne monte pas proportionnellement à la hausse du taux naturel due à la diminution de l'offre du capital réel, la demande ne subira pas une réduction correspondante et les prix s'élèveront.

Ce sont ces déductions qui conduisirent Wicksell à la conclusion que la stabilité des prix a pour condition l'égalité entre le taux normal et le taux effectif de l'intérêt.

Nous attirons l'attention, dès à présent, sur l'erreur commise par Wicksell dans son raisonnement, erreur que l'on retrouve dans les théories ultérieures auxquelles celle de Wicksell a servi de base.

Wicksell dit que le taux naturel de l'intérêt dépend de l'offre des biens réels. Il va de soi que celle-ci dépend à son tour de la production. Lorsque cette dernière augmente, l'offre des biens réels s'accroît aussi et le taux naturel de l'intérêt baisse.

Supposons maintenant qu'à un moment donné l'offre des biens réels augmente et que, par conséquent, le taux naturel de l'intérêt baisse. Réduisons aussi le taux effectif de l'intérêt proportionnellement. Selon Wicksell, dans ce cas, les prix ne baisseront pas mais resteront stables. Quant à nous, nous prétendons que les prix, sinon tout de suite, du moins après un certain laps de temps, baisseront, s'il existe encore des facteurs de production inemployés ; car, comme Wicksell lui-même le dit, la réduction du taux de l'intérêt incitera les entrepreneurs à emprunter davantage et à augmenter la production. Puisqu'il y a des facteurs de production inemployés, la production augmentera en fait et il en résultera l'accroissement de l'offre des biens réels et une nouvelle baisse du taux naturel de l'intérêt. Ce qui revient à dire

que, par la réduction même du taux effectif de l'intérêt, on provoque une nouvelle baisse du taux naturel et un nouvel écart entre les deux taux, de sorte que les prix baisseront finalement.

Si l'on réduit encore une fois le taux effectif, le résultat est le même. En répétant plusieurs fois de suite la réduction du taux effectif, on aboutit somme toute à un cercle vicieux dont on ne sortira qu'au moment où tous les facteurs de production seront complètement employés, c'est-à-dire lorsqu'il ne sera plus possible d'augmenter la production.

L'erreur de Wicksell provient du fait qu'il considère le plein emploi atteint et qu'il n'est plus possible, par conséquent, d'augmenter la production. En réalité, les communautés ne se sont malheureusement guère trouvées jusqu'à présent dans un état de plein emploi, dans le sens le plus large du terme. La conclusion que Wicksell formule n'a donc pas de valeur pratique et la politique d'escompte intérieure est dépourvue d'efficacité dans la situation actuelle des facteurs de production¹.

D'ailleurs, Wicksell lui-même, dans son plus récent ouvrage *Lectures on Political Economy* confesse son erreur en ces termes² : « Il n'est évidemment pas impossible que la hausse des » prix soit neutralisée jusqu'à un certain point par un accroissement de la production ; dans un des cas suivants, par exemple : » s'il y avait antérieurement du chômage, ou si une hausse des » salaires a conduit à une prolongation des heures de travail... » Mais ce ne sont là que des considérations secondaires. Nous » pouvons admettre, au moins approximativement, que toutes les » forces de la production trouvent déjà leur plein emploi... »

Dans cette dernière publication, Wicksell modifie aussi quelque peu la définition du taux naturel de l'intérêt ou, pour mieux dire, il la précise encore davantage. Il dit que « le taux naturel » de l'intérêt est celui auquel la demande de capitaux correspond » exactement à l'offre de l'épargne³ ».

De cette nouvelle précision il faut conclure que la stabilité des prix a pour condition l'égalité entre l'offre de l'épargne et

¹ Entendons-nous par là que, si le plein emploi se réalisait un jour, la politique d'escompte revêtirait une efficacité infaillible ? Non pas, car, l'efficacité de la politique d'escompte ne dépend pas uniquement du volume de l'emploi ; d'autres facteurs, dont nous parlerons plus loin, l'influencent largement.

² Tome II, p. 195. Trad. de l'auteur.

³ *Lectures on Political Economy*, tome II, p. 193.

la demande de capitaux ; tant que ces deux éléments sont égaux, les prix resteront stables. Le taux naturel de l'intérêt est précisément celui qui correspond à l'état d'égalité entre ces deux éléments. Si l'on modifie le taux effectif de l'intérêt parallèlement aux variations du taux naturel, l'égalité en question subsistera et il n'y aura pour les prix aucune raison de varier, c'est-à-dire qu'on les aura stabilisés.

Wicksell détermine ainsi la condition de la stabilité des prix, soit l'égalité entre l'offre de l'épargne et la demande de capitaux, sans cependant expliquer clairement pourquoi c'est seulement en cas d'existence de cette condition que les prix restent stables. Comment se fait-il en effet que cette égalité équilibre l'offre et la demande de biens et maintient ainsi les prix stables ?

Il est vrai que des commentaires donnés dans *Interest and Prices* ressort la réponse à cette question ; mais ils sont quelque peu confus. Qu'il nous soit permis de les préciser ici.

La valeur de la production totale d'une communauté, évaluée au prix de vente, donne le revenu total de cette communauté, et encore l'offre totale. Si donc les gens dépensent entièrement leur revenu, l'offre totale sera exactement couverte par la demande, et les prix resteront stables. Mais les gens ne dépensent pas en général entièrement leur revenu. Avec une partie ils achètent des biens de consommation et épargnent l'autre partie. Une quantité de l'offre totale, égale à l'épargne totale, reste par conséquent invendue. Si les gens gardent leur épargne en liquidité, il est certain que les prix se déprécieront. Mais si la totalité de leur épargne est investie, l'offre sera entièrement couverte par la demande et les prix ne baisseront pas. Il est possible, c'est le cas en général, que les épargnants ne fassent pas directement des investissements mais prêtent leur épargne à d'autres personnes mieux à même de les opérer. En supposant un investissement total de l'épargne de cette façon, on peut dire que la stabilité des prix exige que la demande des capitaux couvre exactement l'épargne, ou autrement dit, qu'elles soient égales.

Une fois cette condition admise, il est facile de décrire le mécanisme par lequel un écart entre le taux naturel et le taux effectif de l'intérêt déclenche une chute ou une hausse des prix. L'infériorité du taux effectif par rapport au taux naturel, par exemple, rompra l'équilibre par une double action.

« ... En premier lieu, l'épargne sera découragée, et de là réul- »
» tera un accroissement de la demande de marchandises et de

» services pour la consommation immédiate. En second lieu, les
» probabilités de bénéfices des entrepreneurs se multiplieront ;
» la demande de marchandises et de services, comme celle de
» matières premières se trouvant déjà sur le marché, pour la pro-
» duction future, se haussera à un niveau inversement propor-
» tionnel à celui auquel elle était descendue à cause du taux élevé
» de l'intérêt. Du fait de l'accroissement du revenu des travail-
» leurs, des propriétaires fonciers et des détenteurs de matières
» premières, les prix des biens de consommation commenceront à
» monter, d'autant plus que les facteurs de production disponi-
» bles précédemment se sont retirés maintenant du marché, dans
» l'intérêt de la production future¹. »

En suivant la ligne inverse de ce raisonnement, on peut arriver à la conclusion qu'une supériorité du taux effectif sur le taux naturel déclenche une baisse des prix.

En résumé, selon Wicksell, chaque fois qu'il y a une baisse des prix, la cause ne peut en être que la supériorité du taux effectif sur le taux naturel. L'unique moyen de briser cette tendance est de réduire le premier au niveau du second. Et chaque fois que les prix présentent une tendance à la hausse la raison en peut en être que l'infériorité du taux effectif par rapport au taux naturel. Le seul moyen de résorber cette tendance est d'élever le taux effectif au niveau du taux naturel. La politique de stabilisation des prix consiste en somme à ne pas laisser d'écart entre ces taux, soit à modifier le taux effectif parallèlement aux variations du taux naturel. Suivant Wicksell, la stabilisation des prix n'est donc pas une absurdité ; elle est belle et bien réalisable, en maîtrisant le taux courant sur le marché et en le portant suivant le cas tantôt en dessous tantôt en dessus du taux naturel de l'intérêt.

La question, en dernier ressort, se pose comme suit : les banques, en tant qu'institutions de crédit, ont-elles le pouvoir de modifier le taux effectif de l'intérêt à leur gré ? Wicksell répond à cette question positivement et il s'exprime en ces termes :

« Du fait présumé que tout retrait d'un dépôt doit donner
» lieu au dépôt sur une autre place d'une somme équivalente ou
» le remboursement d'un prêt de même montant, il s'ensuit que
» les banques, ou plus exactement le réseau des banques prises
» dans leur ensemble, peuvent, dans une certaine mesure, prêter

¹ *Lectures on Political Economy*, tome II, p. 194. Trad. de l'auteur.

» à tout instant n'importe quelle somme à n'importe quelle
» échéance et à n'importe quel taux d'intérêt, fût-il très bas, sans
» compromettre leur solvabilité, même si les dépôts qu'elles ont
» reçus sont constamment exigibles. Il en découle, si le reste de
» notre théorie est correct, que les banques sont à même d'élever
» le niveau général des prix à toute hauteur. »

« Les banques ont également la faculté de maintenir le taux
» d'intérêt à un niveau supérieur au niveau du taux naturel pen-
» dant un temps indéterminé. Il leur est donc possible, dans une
» certaine limite, d'influencer constamment les prix dans le sens
» de la baisse¹. »

La responsabilité de mener à bien la politique d'escompte incombe, non pas aux banques privées qui veillent avant tout à leurs propres intérêts, mais à la Banque centrale dont la raison d'être est justement de couper court aux mouvements exagérés de la valeur de la monnaie. C'est elle qui doit prendre les mesures qu'elle juge nécessaires à la stabilité des prix et les dicter au marché.

Sans entrer dans une discussion sur l'exactitude de la théorie de Wicksell, on peut dire que la pratique de la politique d'escompte, sous la forme présentée par cet auteur, devient impossible, si deux questions techniques qui se posent à la Banque centrale ne sont pas tranchées. Ces complications sont d'ailleurs reconnues par l'auteur lui-même.

La première est la détermination du taux naturel de l'intérêt, taux tout à fait abstrait et auquel on ne sait comment rendre un peu d'objectivité. La Banque centrale, si elle veut pratiquer la politique d'escompte, sera très embarrassée par un taux invisible, insaisissable, suivant lequel elle doit fixer le taux effectif.

Selon Wicksell, ce n'est pas une difficulté insurmontable et il n'est d'ailleurs pas nécessaire de connaître le niveau du taux naturel. « Cela ne signifie pas que les banques, écrit-il à ce propos, devraient actuellement connaître le taux naturel avant de fixer leur propre taux d'intérêt. Ce serait sans doute impraticable et encore superflu. Le niveau général courant des prix fournit, en effet, un sûr moyen d'appréciation de la concordance ou de l'écart entre les deux taux. Il suffirait de procéder tout simplement comme suit : *Aussi longtemps que les prix restent stables, le taux d'intérêt doit aussi rester stable. Si les prix mon-*

¹ *Interest and Prices*, p. 110 et 111. Trad. de l'auteur.

» tent, le taux de l'intérêt doit être élevé ; et s'ils baissent le taux
» de l'intérêt doit être réduit ; et le taux de l'intérêt doit doréna-
» vant être maintenu au nouveau niveau jusqu'à ce qu'un autre
» mouvement des prix nécessite sa modification dans un sens ou
» dans l'autre. »

« Plus rapidement il sera procédé à ces changements, plus di-
» minueront les possibilités de fluctuations considérables dans le
» niveau général des prix ; les changements du taux de l'intérêt
» seront aussi de moins d'importance et moins fréquents ¹. »

Quant à la seconde entrave à la pratique de la politique d'es-
compte, c'est l'obligation de garder une certaine proportion entre
les réserves métalliques et les engagements de la Banque centrale.
Celle-ci enlève au système monétaire son élasticité. La circula-
tion monétaire, dans ces conditions, ne peut pas dépasser une
certaine limite maximale ; elle ne peut pas augmenter indéfini-
ment. Or il peut arriver que l'arrêt d'une baisse des prix néces-
site l'augmentation de la circulation monétaire au delà de la
limite maximum. En pareille situation, la Banque centrale, n'ayant
pas le droit d'élargir la circulation monétaire davantage, ne
pourra pas réduire son taux d'escompte ; elle devra rester pas-
sive et laisser les choses à la merci du mécanisme automatique.

Selon Wicksell, laisser les choses telles qu'elles sont, c'est
aller à l'encontre de tous les progrès ; si le système actuel ne ré-
pond plus aux exigences, au lieu de l'accepter comme une fatalité,
il faut l'améliorer, ou si ce n'est pas possible, en inventer un autre
mieux approprié. Le système du Gold Standard se prête précisé-
ment à être amélioré. En effet, dit toujours Wicksell, dans les
paiements intérieurs, le billet de banque remplace parfaitement
l'or. Celui-ci n'est alors plus nécessaire pour la circulation inté-
rieure et de ce fait l'émission des billets de banque ne doit plus
être proportionnée à la quantité des réserves métalliques. C'est
ainsi que le système monétaire gagnera en élasticité et que la
Banque d'émission se trouvera à même d'élargir ou de restreindre
le volume de la circulation monétaire, même indéfiniment et que,
par conséquent, elle pourra agir librement sur les prix ².

Wicksell admet encore que la politique d'escompte ne peut
donner un bon résultat qu'à la condition d'être pratiquée par les

¹ *Interest and Prices*, p. 188. Trad. de l'auteur.

² Voir : *Lectures on Political Economy*, p. 215 à 225.

principales Banques centrales au moins. Nous reviendrons sur ces points dans nos critiques.

D'autres économistes, qui essayèrent ensuite d'expliquer l'action du taux de l'escompte sur le niveau général des prix n'apportèrent aucune nouveauté à la théorie construite par Wicksell et dont le fondement se trouve dans la théorie de Marshall. Il n'est pourtant pas inutile d'exposer brièvement les contributions de certains économistes des plus connus dans ce domaine.

IV

Le Suédois Cassel, sitôt après Wicksell, se déclara à son tour convaincu de l'efficacité du taux de l'escompte en tant qu'instrument de stabilisation de la valeur intérieure de la monnaie. Il a prétendu même, non sans exagération, que personne ne méconnaissait ce pouvoir du taux de l'escompte sur la valeur de la monnaie ¹.

Cassel ², comme Marshall, est d'avis que l'or nouveau ne pénètre dans la circulation monétaire que par l'intermédiaire des banques. Celles-ci modifient le volume des crédits qu'elles accordent selon leurs réserves d'or.

« L'approvisionnement en or n'agit donc en principe sur le » niveau général des prix que du fait qu'il influence les banques » dans leur aménagement de l'approvisionnement en moyens de » paiements ³. »

Les banques dirigent cet approvisionnement, suivant l'état de leurs réserves, en modifiant les conditions des crédits qu'elles offrent, plus précisément et surtout en modifiant le taux de l'intérêt. Lorsque leurs réserves-or augmentent, elles réduisent le taux de l'intérêt et accroissent ainsi l'approvisionnement en

¹ « Il est universellement reconnu maintenant que le crédit peut être » dirigé par le seul moyen du taux de l'intérêt et qu'on ne devrait pas inter- » venir d'aucune autre façon. Il en résulte que tous les systèmes conçus en » vue d'assurer la stabilité de la monnaie, quoiqu'ils diffèrent profondément » dans le choix des moyens qu'ils suggèrent, dépendent tous en dernière ana- » lyse du même procédé : un maniement avisé du taux de l'intérêt. » (G. Cassel. — *The Nature and Necessity of Interest*, p. 163). Trad. de l'auteur.

² Nous résumons la théorie de Cassel d'après son ouvrage : *Traité d'Economie Politique*, tome II, chapitre LVIII. Voir aussi : *La monnaie et le change après 1914*, chapitre IX.

³ *Traité d'Economie Politique*, tome II, p. 176.

moyens de paiement. Tandis que lorsque leurs réserves diminuent, elles élèvent le taux de l'intérêt, et par là réduisent le volume des moyens de paiement. « Il s'ensuit, dès lors, que les » mouvements du niveau général des prix — en tant qu'ils sont » gouvernés par des facteurs du côté monétaire — sont déterminés principalement à tout moment par l'intérêt bancaire¹. »

Cassel, en suivant cette ligne de déductions, arrive à l'idée qu'il est possible de stabiliser le niveau général des prix par le maniement du taux de l'intérêt, c'est-à-dire par la politique d'escompte². En effet, dit-il, la politique d'escompte n'est-elle pas arrivée jusqu'à présent à maintenir stable le rapport entre l'unité monétaire et l'or, autrement dit à stabiliser la valeur de l'or exprimée en unité monétaire, c'est-à-dire le prix de l'or? Ce faisant, la politique d'escompte laissait l'or exercer son action sur les prix des autres biens. Lorsque par exemple la quantité d'or augmentait, le taux de l'intérêt s'abaissait, l'approvisionnement en moyens de paiement s'élargissait et, par conséquent, le prix de l'or restait stable, alors que les prix des autres biens montaient. Il en résultait que la valeur de l'or par rapport à l'unité monétaire restait stable, tandis que sa valeur par rapport à la valeur des autres biens variait inversement et proportionnellement.

Puisque la politique d'escompte a réussi, jusqu'à présent, à stabiliser le prix de l'or, « il ne serait pas trop hardi d'en conclure » qu'une politique de l'intérêt visant à l'établissement d'un autre » prix quelconque pourrait parvenir à un résultat semblable. » Parmi ces buts de la politique de l'intérêt on pourrait citer la » fixation d'une moyenne — définie d'une manière déterminée — » d'un certain groupe de prix de marchandises, ce qui revient à » fixer le prix total d'une quantité déterminée de marchandises. » Au moyen d'une politique de l'intérêt convenable, il devrait » donc être possible de maintenir un niveau des prix avec variations séculaires en rapport inverse des variations de valeur de » cette quantité de marchandises par rapport à la totalité des » marchandises ».

« Dans le choix d'une quantité de marchandises suffisamment » représentatives, de telles variations de valeur ne pourraient se » produire dans une mesure considérable et il serait donc pos-

¹ *Traité d'Economie Politique*, tome II, p. 177.

² Cassel emploie le terme de « la politique de l'intérêt ».

» sible, grâce à une direction appropriée de la politique de l'intérêt, de stabiliser le niveau général des prix, en ce sens qu'aucune variation séculaire ne se produirait¹. »

Si nous comprenons bien la théorie de Cassel, nous pouvons l'interpréter ainsi en d'autres termes : n'est-ce pas lorsque la production de l'or augmente que les banques réduisent le taux de l'intérêt, et lorsque cette production diminue qu'elles élèvent le taux de l'intérêt, et ainsi qu'elles élargissent ou diminuent respectivement le volume de la circulation monétaire et que le prix de l'or se stabilise ? De même, il est possible de stabiliser les prix des autres biens si les banques abaissent le taux de l'intérêt et augmentent par là le volume de la circulation monétaire, lorsque la production de ces biens s'accroît et si elles élèvent au contraire le taux de l'intérêt et restreignent par là le volume de la circulation monétaire, lorsque la production des biens en question est en recul.

L'instabilité des prix dérive, en effet, d'un déséquilibre entre la quantité des biens offerts et celle des moyens de paiement en circulation. La hausse des prix signifie que la première est dépassée par la seconde. Une élévation du taux de l'intérêt, dans ce cas, en réduisant la quantité des moyens de paiement en circulation, peut équilibrer l'offre et la demande et enrayer par conséquent la hausse des prix. Inversement la baisse des prix signifie que la quantité des moyens de paiement en circulation reste inférieure à la quantité des biens offerts. Une réduction du taux de l'intérêt, dans ce cas, en produisant un accroissement de la circulation monétaire, peut enrayer la baisse des prix.

Dans la théorie de Cassel nous trouvons aussi un taux d'intérêt abstrait qu'il nomme « le taux vrai de l'intérêt ». Qu'entend Cassel par là ?

A un moment donné la hausse des prix indique la faiblesse du taux de l'intérêt. L'inertie du taux de l'intérêt à ce niveau portera préjudice au prêteur, puisque, à l'échéance, la valeur réelle du capital prêté sera diminuée proportionnellement à la hausse des prix. Dans ce cas, il faut que le taux de l'intérêt s'élève dans une mesure qui compensera la diminution de la valeur réelle du capital prêté. Afin de dédommager le créancier, une élévation éventuelle du taux de l'intérêt portera le taux de l'intérêt au niveau où il peut enrayer toute hausse des prix. « On

¹ *Traité d'Economie Politique*, tome II, p. 180 et 181.

» pourrait d'après cela défiuir le véritable intérêt du capital
» comme le taux d'intérêt auquel la valeur monétaire reste inchan-
» gé. Avec ce taux d'intérêt, il y a exactement autant de moyens
» bancaires de paiement mis en circulation qu'il est nécessaire
» par un niveau de prix inchangé pour faire face aux besoins de
» la circulation. La concurrence des moyens bancaires de paiement
» et des épargnes sur le marché des capitaux peut être alors dési-
» gnée comme normale et le taux de l'intérêt qui maintient ce
» marché des capitaux en équilibre, comme « l'intérêt vrai ». La
» politique de l'intérêt qui, avec un étalon libre, s'efforce de main-
» tenir constant le niveau général des prix, serait alors identique
» à une politique d'intérêt recherchant la concordance entre l'in-
» térêt bancaire et l'intérêt vrai du capital¹. »

V

C'est surtout chez les économistes anglo-saxons que l'idée de stabiliser le niveau général des prix par le maniement du taux de l'escompte a revêtu le plus grand prestige. Par exemple l'éminent économiste anglais Hawtrey, pour qui la cause des instabilités économiques ne peut être que monétaire, décrit, à plusieurs reprises, le mécanisme par lequel le taux de l'escompte influence les prix².

Selon Hawtrey, les prix dépendent de la dépense totale des consommateurs. Par « dépense totale » on doit entendre l'ensemble des dépenses pour les biens de consommation et celles destinées à un investissement.

La dépense totale des consommateurs dépend à son tour du revenu total des consommateurs³. Si, à un moment donné, celui-ci augmente, les consommateurs dépensent davantage et, par con-

¹ *Traité d'Economie Politique*, tome II, p. 187 et 188.

² Les publications de Hawtrey, dans lesquelles il construit et développe sa théorie sont nombreuses; à part ses ouvrages déjà cités, voir aussi : *Good and Bad Trade*. — *The Gold Standard in Theory and Practice*. — *Trade and Credit*. — *Trade Depression and the Way Out*. — *Capital and Employment*. — *Economic Destiny*.

³ Pour les définitions des termes « La dépense totale des consommateurs » et « le revenu total des consommateurs » voir *The Art of Central Banking*, p. 84 et suivantes. Hawtrey, pour abrégier ces termes, biffe le mot « total » tout en leur donnant le même sens, soit pour le premier « la dépense des consommateurs » (consumers' outlay) et pour le second « le revenu des consommateurs » (consumers' income).

séquent, les prix haussent. Si, au contraire, leur revenu accuse une diminution, leurs dépenses en font autant et il en résulte une baisse des prix. On peut en conclure qu'il serait possible d'influencer les prix dans le sens désiré, et par conséquent de les stabiliser, si on pouvait diriger le revenu des consommateurs.

Le taux de l'escompte est un facteur qui influence largement le revenu des consommateurs. Celui-ci augmente dès que le taux de l'escompte subit une baisse et, au contraire, diminue lorsque le taux de l'escompte s'élève. Si c'est exact, il est donc possible de diriger les prix en modifiant le taux de l'escompte. Mais comment se fait-il, par exemple, qu'une réduction du taux de l'escompte produit une augmentation du revenu des consommateurs ?

Il y a, dit Hawtrey, des hommes d'affaires très sensibles aux variations du taux de l'intérêt à court terme ; ce sont les négociants. Leur marge de bénéfice, étant faible, est affectée même par de légères variations du taux de l'escompte. Une réduction de 2 % de ce taux, par exemple, élargit la marge de bénéfice de beaucoup de négociants. C'est ce qui les incite à emprunter davantage, et à multiplier ainsi leurs commandes aux producteurs. Grâce à la modicité du taux de l'escompte, ils trouvent la possibilité d'augmenter leurs stocks, d'être « acheteurs » plutôt que « vendeurs ».

Les producteurs, sous l'impulsion venant des négociants, accroissent leur production. Par suite de cette augmentation, les consommateurs, les uns directement, les autres indirectement, perçoivent des revenus supplémentaires. C'est ce qui leur permet de dépenser plus.

La demande plus forte des consommateurs constitue pour les négociants un nouvel encouragement à multiplier encore davantage leurs commandes aux producteurs. De là résulte une nouvelle augmentation de la production et par là du revenu des consommateurs, qui fait grandir leurs dépenses et ainsi de suite. Par une réduction initiale du taux de l'escompte on aboutira ainsi à un cercle vicieux, car l'expansion une fois mise en marche, grâce à la réduction du taux de l'escompte, se poursuivra par son propre élan, et elle peut continuer indéfiniment si une contraction du crédit ne survient pas¹.

¹ Hawtrey admet que si le plein emploi n'est pas réalisé, une expansion de la circulation monétaire ne peut pas donner comme résultat la hausse des prix. Il s'exprime à ce propos en ces termes :

« Si l'industrie travaille à plein rendement, l'expansion du crédit se fera

C'est en effet une contraction du crédit qui rompt le cercle vicieux et le remplace par un autre cercle vicieux, dirigé en sens inverse. Une élévation, même légère, du taux de l'escompte, absorbe la plus grande partie, ou la totalité même, de la marge de bénéfice de beaucoup de négociants. Ceux-ci deviennent alors « disposés moins à acheter et plus à vendre », ce qui revient à dire qu'ils réduisent leurs stocks, ainsi que leurs commandes aux producteurs. Ces derniers ralentissent par conséquent leur activité, ce qui affecte directement ou indirectement le revenu et par là les dépenses des consommateurs.

La chute des ventes entraîne un nouveau recul de la production, une nouvelle diminution dans les revenus et dans les dépenses des consommateurs et ainsi de suite. Toute cette chaîne causale aboutit à une baisse des prix du fait que « les producteurs consentent des prix plus bas parce qu'ils travaillent au ralenti et les négociants abaissent leurs prix pour liquider leurs stocks^{1 a}. »

En résumé, selon Hawtrey, il est possible de stabiliser les prix par la politique d'escompte. La réussite de cette politique pré-suppose cependant l'existence de certaines conditions. Tout d'abord, la politique de stabilisation ne peut pas coexister avec le système de l'étalon-or, parce que celui-ci impose à l'expansion de la circulation monétaire une certaine limite. Or il arrive souvent que le renversement d'une baisse des prix ou le maintien de la hausse nécessitent une expansion de la circulation monétaire dépassant la limite maximum imposée.

Il faut encore, pour la réussite de la politique d'escompte, que les variations du taux d'escompte de la Banque centrale soient

» sentir surtout par une hausse des prix. D'autre part, s'il existe une marge » considérable de puissance productrice inemployée, l'effet principal de l'expansion du crédit sera d'augmenter la production. Si la capacité de production inemployée était relativement la même chez tous les producteurs, il » pourrait, pendant un certain temps, ne pas y avoir de hausse des prix. » (*La circulation monétaire et le crédit*, p. 69).

¹ *La circulation monétaire et le crédit*, p. 71.

a « Si l'argent devient plus cher ou plus rare, ajoute Pigou, les » négociants ne tiendront pas à constituer d'aussi importants stocks » de marchandises; ils restreindront leurs commandes. Cela n'affectera » bien entendu pas immédiatement l'activité des producteurs qui sont » obligés de compléter l'exécution des ordres précédemment acquis. Un » peu plus tard néanmoins, lorsqu'ils auront effectué ces ordres, ils » seront moins occupés, ils achèteront moins de matières premières et » le total des salaires payés aux ouvriers diminuera également. »

Arthur-C. Pigou. — *Industrial Fluctuations*, p. 242. Trad. de l'auteur.

effectives, soit que le taux hors banque suive les variations du taux officiel. Car c'est le taux hors banque qui intéresse le monde des affaires et non pas le taux officiel. Celui-ci a beau varier, les prix n'en seront pas influencés si le taux hors banque ne varie pas parallèlement. Hawtrey, comme beaucoup d'autres, propose la pratique des « Open Market Operations » pour renforcer l'efficacité des variations du taux officiel.

Nous étudierons les conditions de l'efficacité de la politique d'escompte dans la troisième partie.

Avant de mettre le point final à ce bref exposé de la théorie de Hawtrey, précisons encore que cet auteur, bien qu'il admette la possibilité de stabiliser les prix par le maniement du taux de l'escompte, n'est plus partisan de la stabilisation des prix, car selon lui, elle ne supprime pas tout à fait les injustices. La stabilité des revenus est préférable à celle des prix (au point de vue de la suppression des injustices émanant des instabilités monétaires). Après avoir comparé les avantages de l'une et de l'autre, voici comment il conclut : « Dans l'ensemble, la balance des arguments penche plutôt du côté de la stabilité des revenus ou de la rémunération de l'effort que de celle de la stabilisation des prix¹. »

Il précise ce qu'il entend par la stabilisation des revenus : « La politique idéale consisterait à stabiliser le revenu des consommateurs, non pas en le maintenant à un chiffre invariable, mais en l'adoptant à l'accroissement des facteurs de production, de telle manière que le niveau des salaires reste immuable conformément à l'exigence de l'équilibre. Le revenu des consommateurs doit ainsi augmenter (ou diminuer) parallèlement à tout changement survenu dans le nombre des salariés, dans la proportion des payes, au-dessus du niveau normal du salaire, dans l'intérêt, dans les rentes et dans les bénéfices². »

¹ *The Art of Central Banking*, p. 318. Trad. de l'auteur.

² *Capital and Employment*, p. 264 et 265. Trad. de l'auteur.

VI

Un autre économiste anglais, Keynes, dont les théories ont trouvé des échos retentissants dans le monde entier, a consacré de longues pages à l'action du taux de l'intérêt sur les prix¹. Cependant, dans une publication plus récente², il modifie sa position et construit une toute nouvelle théorie qui s'oppose sur beaucoup de points à son ancienne conception du problème. Il ne faut donc plus considérer comme valables les idées que Keynes défendait naguère et qu'il réfute aujourd'hui.

Vu son importance, nous résumerons tout de même sa thèse, relative à l'action du taux de l'intérêt sur les prix, que Keynes soutient dans *A Treatise on Money*. Nous exposerons aussi brièvement le point de vue défendu dans son dernier ouvrage, afin de préciser sa nouvelle conception de la relation entre les prix et le taux de l'intérêt. Une autre raison nous amène à donner un extrait de ce récent ouvrage : les critiques que nous formulerons contre la politique d'escompte intérieure (dans la troisième partie) trouveront des appuis appréciables dans les nouvelles idées défendues par Keynes.

La théorie de Keynes relative à l'action du taux de l'intérêt sur les prix est une répétition, sous une autre forme, de celle de Wicksell³. Selon Keynes, l'équilibre économique dépend de l'équilibre entre l'épargne nouvelle et l'investissement nouveau. Aussi longtemps que l'épargne nouvelle reste égale à l'investissement nouveau, l'activité économique et les prix restent stables. Mais dès que, pour une raison ou pour une autre, l'un de ces deux facteurs s'écarte de l'autre, l'équilibre s'en ressent, c'est-à-dire que les prix commencent à baisser ou à hausser. Si l'investissement dépasse l'épargne, c'est une hausse des prix qui se produit ; si c'est le contraire, les prix baissent. Pour stabiliser les prix, il faut veiller à maintenir ou à réaliser l'égalité entre l'épargne et l'investissement.

Comment Keynes arrive-t-il à cette conclusion ? Comment établit-il que la condition de la stabilité des prix est l'égalité entre

¹ Voir J.-M. Keynes. — *A Treatise on Money*, surtout livres III et VII.

² J.-M. Keynes. — *La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*.

³ L'économiste autrichien Ludwig Mises, qui sur beaucoup de points est d'accord avec Keynes, donne les mêmes développements que celui-ci à la théorie Wicksellienne.

l'épargne nouvelle et l'investissement nouveau ? C'est sur la base de certaines analyses algébriques qu'il construit sa démonstration. Et avant de s'engager dans ces analyses algébriques, il nous donne quelques définitions¹.

Le prix de revient de la totalité des biens produits est égal à la somme payée aux facteurs de production sous forme de salaires, d'intérêt, de loyer, plus la rémunération normale de l'entrepreneur. Le prix de revient de la totalité des biens produits donne le revenu total de la société.

La rémunération normale de l'entrepreneur est le taux de bénéfice auquel il n'a aucune raison d'élargir ou de restreindre son activité productive. En d'autres termes, si le taux du bénéfice courant de l'entrepreneur est égal à la rémunération normale, l'entrepreneur ne tendra ni à augmenter ni à diminuer sa production. Mais si le dit taux dépasse la rémunération normale, il sera stimulé à produire davantage. Si au contraire il tombe au-dessous, l'entrepreneur sera découragé et tendra par conséquent à réduire sa production.

Keynes appelle *profit* l'écart entre le taux du bénéfice courant et la rémunération normale de l'entrepreneur. Si le premier est supérieur à la seconde, l'écart est un *profit positif* ; si c'est le contraire, l'écart est un *profit négatif*. La différence entre le prix de revient (défini comme ci-dessus) et le prix de vente constitue donc le profit de l'entrepreneur.

Keynes considère seulement la rémunération normale comme le revenu de l'entrepreneur ; ce qui veut dire qu'il n'introduit pas le profit dans le revenu, mais il le considère comme un élément du capital, un élément qui augmente ou diminue la fortune accumulée de l'entrepreneur.

L'épargne est la partie non consommée du revenu. Le profit, ne faisant pas partie du revenu, n'est pas une épargne, même s'il n'est pas dépensé en biens de consommation.

L'investissement est la partie non consommée de la production. Le non vendu de la production prend place dans l'investissement. Le total de l'investissement et de la consommation donne la production. Et le total de l'épargne et du profit donne l'investissement ; par conséquent, si on déduit l'épargne de l'investissement, il reste le profit.

¹ *A Treatise on Money*, vol. I, p. 123 à 126.

Keynes emploie les symboles suivants dans ses analyses algébriques¹ :

- $R =$ Le volume des biens de consommation et des services offerts et achetés par les consommateurs (le nombre en unité physique).
- $C =$ Le volume des biens d'investissement, ou, plus brièvement, le volume de l'investissement (le nombre en unité physique).
- $O = R + C =$ Le total des biens de consommation et des biens d'investissement.
- $E =$ Le prix de revient, c'est-à-dire le coût de la totalité des biens, soit le revenu total de la communauté.
- $W, = \frac{E}{O} =$ Le coût de l'unité des biens.
- $W,R =$ Le coût de la totalité des biens de consommation.
- $I' = W,C =$ Le coût de la totalité des biens d'investissement.
- $P =$ Le prix de vente ou la valeur de l'unité des biens de consommation.
- $PR =$ La valeur de la totalité des biens de consommation.
- $P' =$ La valeur de l'unité des biens d'investissement.
- $I = P'C =$ La valeur de la totalité des biens d'investissement.
- $Q_1 = PR - W,R =$ Le profit sur les biens de consommation.
- $Q_2 = P'C - W,C =$ Le profit sur les biens d'investissement.

¹ *Op. cit.*, vol. I, p. 135 à 140.

$Q = Q_1 + Q_2 =$ Le profit total.

$S = E - PR =$ L'épargne.

En partant de la dernière formule, nous pouvons écrire :

$$PR = E - S$$

$$E = W, R + W, C$$

$$W, C = I'$$

$$PR = W, R + I' - S$$

$$P = W, + \frac{I' - S}{R}$$

Comme nous l'avons dit, pour que les entrepreneurs ne tendent pas à augmenter leur production, il faut que la valeur de la production soit égale à son coût. Car si la valeur de la production dépasse le coût, les entrepreneurs réaliseront un profit positif, et tendront à augmenter leur production. Si c'est le contraire, il y aura profit négatif ; les entrepreneurs tendront par conséquent à réduire la production.

De même pour que les producteurs des biens de consommation n'augmentent pas ou se diminuent pas leur production, il faut que la valeur de ces biens soit égale à leur coût, c'est-à-dire il faut que P soit égal à $W,$.

Dans la formule $P = W, + \frac{I' - S}{R}$, pour que P soit égal à $W,$ il faut que $\frac{I' - S}{R}$ soit égal à zéro. $\frac{I' - S}{R}$ ne peut être égal à zéro que si I' est égal à S . Lorsque I' est supérieur à S ($I' > S$), $\frac{I' - S}{R}$ sera positif et par conséquent, P montera au-dessus de $W,$. Si, au contraire, I' est inférieur à S ($I' < S$) $\frac{I' - S}{R}$ sera négatif et par conséquent, $W,$ restera au-dessus de P .

En résumé, pour que le prix des biens de consommation reste

1 La première « équation fondamentale ».

stable, il faut donc que le coût du nouvel investissement (I') soit égal à l'épargne courante (S)¹.

II étant la valeur de l'unité des biens de consommation et d'investissement (la moyenne des prix de vente de l'unité des biens de consommation et de celle des biens d'investissement), nous pouvons écrire :

$$II = \frac{PR + P'C}{O} \qquad PR = E - S$$

$$P'C = I$$

$$II = \frac{(E - S) + I}{O}$$

$$II = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}$$

$$\frac{E}{O} = W,$$

$$\boxed{II = W + \frac{I - S}{O}} \quad ^2$$

Sur la base de cette équation, pour que la moyenne des prix reste stable (II égal à W), il faut que $\frac{I - S}{O} =$ zéro, donc que I soit égal à S ; ce qui veut dire que la stabilité du niveau général des prix est assurée aussi longtemps que la valeur de l'investissement nouveau reste égale à l'épargne courante.

En effet, lorsque la valeur de l'investissement nouveau est égale à l'épargne courante, le profit est zéro, et tant que le profit est nul les entrepreneurs n'auront aucune raison d'accroître ni de

¹ En reliant la formule $P = W + \frac{I' - S}{R}$ ou $(PR = W, R + I' - S)$

Keynes écrit :

« Le niveau des prix des biens de consommation (i.e. l'inverse du pouvoir d'achat de la monnaie) est composé de deux termes dont le premier représente le niveau des revenus, dans leur ensemble, i.e. le coût de la production, et dont le second devient positif, zéro ou négatif, selon que le coût du nouvel investissement est supérieur, égal ou inférieur au volume de l'épargne courante. Dès lors, la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie implique deux conditions : le revenu total, dans son ensemble, doit rester constant et le coût du nouvel investissement doit être égal au volume de l'épargne courante. » *Op. cit.*, vol. I, p. 136. Trad. de l'auteur.

² La seconde « équation fondamentale ».

restreindre la production. Il n'y aura par conséquent aucune pression sur les prix ni dans le sens de la hausse, ni dans le sens de la baisse.

Pour démontrer que le profit est nul lorsque la valeur de l'investissement nouveau et l'épargne courante sont égales, Keynes écrit encore :

$$Q_1 = PR - W, R$$

$$PR = E - S$$

$$E = W, R + W, C$$

$$W, C = I'$$

$$Q_1 = W, R + I' - S - W, R$$

$$Q_1 = I' - S$$

$$Q_2 = I - I'$$

$$Q = Q_1 + Q_2 = I - S$$

Le taux de l'intérêt est un facteur qui influence à la fois l'épargne et l'investissement¹.

Certaines variations de ce taux peuvent, par conséquent, détruire l'égalité entre l'investissement et l'épargne et ainsi, indirectement, la stabilité des prix². Nous disons « certaines variations du taux de l'intérêt », car, selon Keynes, toutes les variations ne peuvent pas supprimer l'égalité en question. Ce sont seulement celles créant des écarts entre le taux courant de l'intérêt et le taux naturel qui rendent l'investissement et l'épargne inégaux.

Ainsi Keynes, comme Wicksell, introduit-il dans sa théorie un taux naturel de l'intérêt. Sa définition est identique à celle de Wicksell; c'est un taux qui correspond à l'état d'égalité entre l'épargne et l'investissement³.

¹ Dans les pages suivantes, par « l'investissement » nous entendrons « la valeur de l'investissement ».

² « Le taux de l'intérêt ne prend pas place dans l'équation fondamentale des prix. De ce fait il ne peut pas affecter directement le niveau des prix, mais seulement indirectement en influençant un ou plusieurs des facteurs énoncés dans l'équation fondamentale des prix. » *Op. cit.*, vol. I, p. 185. Trad. de l'auteur.

³ « Le taux naturel de l'intérêt est donc celui auquel s'équilibrent exactement l'épargne et la valeur de l'investissement. » *Op. cit.*, vol. I, p. 155. Trad. de l'auteur.

Tant que le taux courant de l'intérêt varie parallèlement au taux naturel, ni l'égalité entre l'investissement et l'épargne, ni par conséquent les prix n'en seront affectés¹. Mais dès qu'il s'écarte du taux naturel, l'épargne et l'investissement s'écarteront également l'un de l'autre et en conséquence les prix baisseront ou hausseront suivant le cas. Lorsque le taux de l'intérêt courant tombe au-dessous du taux naturel, l'investissement s'accroîtra, alors que l'épargne décroîtra, et par conséquent les prix hausseront. Dans le cas contraire l'investissement décroîtra et l'épargne s'accroîtra ; il en résultera une baisse des prix.

Il reste à expliquer de quelle façon une variation du taux de l'intérêt courant, créant un écart avec le taux naturel, influence l'épargne et l'investissement et, par là, les prix. Keynes décrit le mécanisme ainsi :

« La valeur des biens de capital dépend du taux de l'intérêt »
» auquel le rendement futur escompté de ces biens est capitalisé.
» C'est-à-dire que, plus élevé sera le taux de l'intérêt, plus la
» valeur des biens de capital, toutes autres choses restant égales,
» s'amointrira. Si donc le taux de l'intérêt s'élève, P' tendra à
» s'abaisser, de sorte que le taux de profit de la production de
» ces biens décroîtra, ce qui mettra obstacle à l'investissement
» nouveau. Un taux élevé d'intérêt tendra ainsi à diminuer à la
» fois P' et C qui représentent respectivement le niveau des prix
» des biens de capital et le volume de production de ces mêmes
» biens. »

« Le taux d'épargne, d'autre part, est stimulé par un taux élevé »
» d'intérêt et affaibli par un taux bas. Il s'ensuit qu'une hausse
» du taux de l'intérêt tend, toutes autres choses restant égales, à
» diminuer le taux d'investissement (mesuré soit à sa valeur soit
» à son coût) par rapport au taux d'épargne et à déplacer en
» sens négatif le second terme des deux équations fondamentales
» de sorte que le niveau des prix tend à baisser². »

Keynes, après avoir construit sa théorie, conclut qu'il est possible de stabiliser les prix par le maniement du taux de l'escompte. La politique stabilisatrice consistera à ajuster le taux courant de l'intérêt au taux naturel ; c'est ainsi que l'égalité entre l'épargne

¹ « Nous avons conclu qu'une hausse du taux de l'intérêt courant détruit » l'égalité entre la valeur de l'investissement et l'épargne, à moins qu'une » hausse proportionnelle du taux naturel ne se produise en même temps. » *Op. cit.*, vol. I, p. 201. Trad. de l'auteur.

² *Op. cit.*, tome I, p. 154. Trad. de l'auteur.

et l'investissement persistera et il n'y aura par conséquent aucune raison pour que les prix baissent ou haussent¹.

L'investissement et l'épargne dépendent normalement du taux de l'intérêt à long terme, non du taux à court terme. Si donc on veut agir sur l'investissement et l'épargne et, par là, sur les prix, il faut modifier le taux de l'intérêt à long terme. Or, l'autorité qui doit diriger la politique stabilisatrice ne modifie directement que le taux de l'intérêt à court terme. Keynes est d'avis cependant qu'une variation de ce taux à court terme peut suffire à atteindre le résultat désiré, parce que, dit-il, le taux de l'intérêt à long terme se laisse influencer largement par celui à court terme. L'autorité centrale, en modifiant le dernier, peut donc influencer indirectement le premier². Si la mesure est prise au moment opportun, l'efficacité ne fait pas de doute. Mais si on laisse le déséquilibre se développer, l'efficacité de la méthode est douteuse ; pour la renforcer en pareil cas, il faut mettre en pratique d'autres méthodes dont la plus importante, dit Keynes, est l'« Open Market Operations » à utiliser, si c'est nécessaire, à outrance³.

VII

Comme nous l'avons déjà dit, dans son ouvrage *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, publié en 1935, Keynes édifie une nouvelle théorie qui s'oppose sur beaucoup de points à celle dite classique et aussi à celle que lui-même avait construite dans son *Treatise on Money*. Le but principal de ce récent travail est de critiquer la théorie classique, en démontrant sa faiblesse et ses erreurs. Il a, d'autre part, comme objet final, « la découverte des facteurs qui déterminent le volume de l'emploi⁴ », des moyens d'atteindre l'état de plein emploi et des conditions nécessaires à le soutenir. Nous allons esquisser la nouvelle conception de Keynes en mettant l'accent surtout sur les points

¹ « Ainsi, pour satisfaire aux conditions de l'équilibre du pouvoir d'achat » de la monnaie, le système bancaire devrait modifier son taux d'escompte de façon que la valeur de l'investissement soit égale à l'épargne. » *Op. cit.*, vol. I, p. 152. Trad. de l'auteur.

² *Op. cit.*, vol. II, p. 352 à 362.

³ *Op. cit.*, p. 369 à 374.

⁴ *Théorie générale*, p. 106.

qui diffèrent, de près et de loin, de ceux de l'ancienne théorie que nous venons de résumer.

D'après l'ancienne thèse, les fluctuations économiques provenaient d'une inégalité entre l'épargne et l'investissement, ce qui signifiait que l'épargne et l'investissement ne sont pas nécessairement toujours égaux ; il peut arriver que l'un s'écarte de l'autre.

C'est d'abord cette idée que Keynes réfute dans sa nouvelle théorie. Il considère qu'il ne peut exister une inégalité entre l'épargne et l'investissement. « De la définition donnée au chapitre » précédent, écrit-il, il résulte que l'Épargne et l'Investissement » sont forcément d'un montant égal puisque, pour la communauté » considérée dans son ensemble, ils ne sont que deux aspects différents de la même chose. Plusieurs auteurs contemporains (et » nous-même dans notre *Treatise on Money*) ont cependant donné » de ces termes des définitions spéciales qui n'impliquent pas » nécessairement leur égalité¹. »

Voici par quel raisonnement Keynes arrive à cette conclusion : Le revenu global d'une communauté, considérée dans son ensemble, ne peut être autre chose que sa production globale². La communauté consomme une partie de cette production et celle non consommée reste donc sous forme d'investissement. D'autre part, l'épargne globale de la communauté n'est autre chose que « l'excès du revenu sur ce qui est dépensé pour la consommation³ ».

Revenu = Valeur de la production = Consommation + investissement.

Épargne = Revenu — Consommation.

Épargne = Investissement⁴.

Le volume de l'emploi est déterminé par le volume de l'activité économique ; la relation entre les deux volumes est positivement proportionnelle. Il en découle que la réduction du chômage nécessite l'accroissement de l'activité économique.

Le facteur dirigeant du volume de l'activité économique est

¹ *Op. cit.*, p. 94.

² En ajoutant à sa théorie le mot « générale » Keynes entend une théorie applicable à la communauté dans son ensemble. C'est aussi pour cette raison qu'il ajoute toujours aux termes employés le mot « global » ; comme le revenu « global », l'épargne « globale », la consommation « globale », etc. Dans les pages suivantes nous sous-entendrons le mot « global » après chacun de ces termes.

³ *Op. cit.*, p. 94.

⁴ *Op. cit.*, p. 82.

la demande de biens, soit pour la consommation, soit pour l'investissement. Si le total de ces deux sortes de demandes reste égal au volume de la production, correspondant à un volume donné de l'emploi, l'activité économique et également l'emploi ne subiront pas de changement quantitatif ; ils resteront en équilibre. On peut déduire de ce qui précède, et cela contrairement à la conception de la théorie classique, que, pour réaliser l'équilibre économique, il n'est pas nécessaire que le plein emploi soit atteint ; l'équilibre peut aussi exister en dessous.

Pour que l'activité économique, et que, par là, le nombre des employés augmente, il faut en premier lieu que la demande, c'est-à-dire la consommation, ou l'investissement, ou les deux à la fois, augmente. L'impulsion de départ, depuis un état constant, ne peut normalement pas venir de la consommation. Car « le montant de la consommation globale dépend essentiellement du montant du revenu global¹. » Pour qu'elle augmente il faut d'abord que le revenu, soit la production, s'accroisse.

Pour mettre en mouvement ascendant l'activité économique, il faut que l'investissement suive une ligne ascendante.

L'évolution de la consommation pendant l'expansion freine cependant l'allure favorable de l'activité économique. La consommation dépend du revenu, et l'accroissement du revenu engendre celui de la consommation, mais non pas dans la même proportion ; plus le revenu augmente, plus l'accroissement de la consommation est faible. Keynes emploie le terme « propension à consommer » pour désigner « la relation fonctionnelle entre un revenu global » et la dépense de consommation à laquelle il donne naissance, « les deux quantités étant mesurées en unité de salaire² ». En employant ce terme, nous pouvons dire que, plus le revenu augmente, plus la propension à consommer s'affaiblit. Ce qui revient à dire que plus la production, soit l'offre, augmente, plus la demande lui reste inférieure pour la part de la consommation.

Il s'ensuit que pour maintenir la continuité de l'ascension de l'activité économique et la diminution du chômage, il faut, ou bien prendre des mesures capables de renforcer l'augmentation de la consommation (par exemple suivre une politique de redistribution du revenu), ou bien prendre des mesures capables d'augmenter davantage encore l'investissement ; en d'autres termes, il

¹ *Op. cit.*, p. 113.

² *Op. cit.*, p. 107 et 405.

faut que le taux d'accroissement de l'investissement s'éleve proportionnellement à l'affaiblissement de la propension à consommer, à mesure que l'activité économique augmente.

En résumé, « l'emploi ne peut progresser qu'au rythme d'accroissement de l'investissement, sous réserve, bien entendu, qu'il n'y ait pas de variation de la propension à consommer. En effet, puisque dans le cas d'une augmentation de l'emploi les consommateurs dépenseront moins que l'accroissement du prix de l'offre globale, la dite augmentation de l'emploi se révélera désavantageuse, à moins qu'un accroissement de l'investissement ne vienne combler la différence¹. »

Arrivé à ce stade de l'analyse, on peut se poser la question suivante : Quels sont les facteurs déterminants du volume de l'investissement ?

Le flux d'investissement dépend d'une part de l'« efficacité marginale du capital » et, d'autre part, du taux de l'intérêt, ou, plus précisément, d'une comparaison entre ces deux facteurs. « Nous pouvons dire que la courbe de l'efficacité marginale du capital gouverne les conditions auxquelles on demande des fonds à placer pour de nouveaux investissements et que le taux de l'intérêt gouverne les conditions auxquelles ces fonds sont offerts à chaque moment². » Il est évident, dès lors, que c'est l'écart entre l'efficacité marginale du capital et le taux de l'intérêt qui produit une diminution ou une augmentation du flux d'investissement ; si ce taux est supérieur à l'efficacité marginale du capital, le flux d'investissement décroît, et si, au contraire, il lui est inférieur, l'investissement s'accroît³.

Il reste à préciser ce qu'on entend par l'efficacité marginale du capital et les facteurs qui la gouvernent.

La vie économique n'étant pas statique, le rendement futur d'un capital ne doit pas être nécessairement, et n'est pas, en général, égal à son rendement présent. Celui qui veut investir doit donc évaluer, en se basant sur certains indices, le rendement futur de cet investissement. C'est alors une évaluation, soit un rendement escompté.

¹ *Op. cit.*, p. 115.

² *Op. cit.*, p. 180.

³ « Le flux effectif d'investissement tend à augmenter jusqu'à ce qu'il n'y ait plus aucune catégorie de capital dont l'efficacité marginale soit supérieure au taux de l'intérêt courant. En d'autres termes, l'investissement tend à grossir jusqu'à ce que sur la courbe de la demande de capital l'efficacité marginale tombe au niveau du taux d'intérêt du marché. » *Op. cit.*, p. 151.

« En regard du *rendement escompté* de l'investissement, nous
» avons le *prix d'offre* du bien de capital. Ce terme désigne, non
» le prix de marché auquel un capital du même type peut être
» en fait acheté sur le marché, mais bien le prix qui est juste suf-
» fisant pour décider un fabricant à produire une unité nouvelle
» supplémentaire de ce capital, c'est-à-dire ce que l'on appelle
» parfois son *coût de remplacement*. La relation entre le rende-
» ment escompté d'un capital et son prix d'offre ou coût de rem-
» placement, i. e. la relation entre le rendement escompté et le
» coût de production d'une unité supplémentaire de ce capital,
» nous donne l'*efficacité marginale de ce capital*. Plus précisément
» nous définirons l'efficacité marginale d'un capital le taux d'es-
» compte qui, appliqué à la série d'annuités constituée par les
» rendements escomptés de ce capital pendant son existence en-
» tière, rend la valeur actuelle des annuités égale aux prix d'offre
» de ce capital. Ceci nous donne les efficacités marginales des
» différents types de capital. La plus élevée de ces efficacités
» marginales peut être considérée comme l'efficacité marginale
» du capital en général¹. »

Il découle de cette définition que l'efficacité marginale du capital s'élève pour deux raisons : si le prix d'offre des biens d'investissement baisse ou si le rendement escompté de ces biens s'élève.

Nous résumerons ces quelques pages ainsi :

1. Pour que l'activité économique se développe et que, par là, l'emploi augmente, il faut que l'investissement s'accroisse.

2. Pour que l'investissement s'accroisse, il faut que l'efficacité marginale du capital s'élève au-dessus du taux de l'intérêt, ou que le taux de l'intérêt tombe en dessous d'elle.

3. Pour que l'efficacité marginale du capital s'élève, il faut que le prix d'offre des biens d'investissement baisse ou surtout que le rendement escompté des biens de capital s'élève.

4. Pour que le rendement escompté des biens de capital s'élève, il faut que les indices d'après lesquels on évalue le rendement futur deviennent favorables.

Ainsi, nous voyons que l'une des conditions de l'accroissement de l'emploi est la baisse du taux de l'intérêt par rapport à l'effi-

¹ *Op. cit.*, p. 150.

cacité marginale du capital. « L'investissement, écrit Keynes, grossit sous l'effet d'une baisse du taux de l'intérêt, pourvu qu'on ne cherche pas à le porter au delà du montant qui correspond au plein emploi. La politique la plus avantageuse consiste donc à faire baisser le taux de l'intérêt par rapport à la courbe de l'efficacité marginale du capital jusqu'à ce que le plein emploi soit réalisé¹. »

Quel est le facteur dirigeant du taux de l'intérêt ?

Selon la théorie classique, le taux de l'intérêt influence à la fois l'épargne et l'investissement dans les sens opposés, ce qui produit ainsi une égalité entre ces deux éléments. Il en découle que, sur un revenu donné, une hausse du taux de l'intérêt encourage l'épargne, alors qu'une baisse de ce taux la décourage. L'épargne comportant une renonciation à consommer immédiatement une partie du revenu, l'intérêt devient alors, selon la conception classique, la récompense de ce sacrifice.

Keynes réfute cette thèse. Pour lui, le taux de l'intérêt ne peut guère influencer le montant à épargner d'un revenu donné. Un individu ne prend pas en considération le niveau du taux de l'intérêt pour déterminer ce qu'il va épargner.

Cependant, si le taux de l'intérêt n'influence pas le montant de l'épargne, il influence la forme de cette épargne. Elle peut être conservée sous forme de liquidité ou d'un placement. Le taux de l'intérêt influence « la préférence pour la liquidité ». Par suite d'une hausse du taux de l'intérêt, l'offre de capitaux augmente, non parce qu'elle produit un accroissement du montant de l'épargne, mais parce qu'elle affaiblit la préférence de l'épargnant pour la liquidité. « Le taux de l'intérêt ne peut être la rémunération de l'épargne ou de l'abstinence en tant que telle. Lorsqu'un homme accumule ses épargnes sous forme d'argent liquide, il ne gagne aucun intérêt, bien qu'il épargne tout autant qu'un autre. Au contraire la simple définition du taux de l'intérêt nous dit mot pour mot qu'il est la récompense de la renonciation à la liquidité pour une période déterminée². »

Soit dit en passant, si une hausse du taux de l'intérêt n'influence pas directement le montant effectif de l'épargne, elle le fait indirectement et dans le sens opposé à celui que désigne la thèse classique. D'après celle-ci, une élévation du taux de l'intérêt

¹ *Op. cit.*, p. 388.

² *Op. cit.*, p. 181.

constitue un stimulant à l'épargne. Mais, en réalité, la hausse du taux de l'intérêt ne peut que la diminuer. Eu égard aux conclusions formulées jusqu'ici, l'épargne dépend du revenu dont la diminution engendre une diminution de l'épargne. Or le revenu dépend du flux de l'investissement qui est subordonné à son tour au taux de l'intérêt. A la suite d'une hausse de ce taux, l'investissement, le revenu et l'épargne diminueront successivement.

A un moment donné, l'affaiblissement de la préférence pour la liquidité peut baisser le taux de l'intérêt, alors qu'une augmentation de cette préférence fait hausser le taux de l'intérêt.

La quantité monétaire est le facteur déterminant de la préférence pour la liquidité. Un élargissement du volume de la circulation monétaire affaiblit la dite préférence, tandis qu'un rétrécissement de ce volume l'augmente. Dès lors la quantité monétaire en circulation devient le facteur dirigeant du taux de l'intérêt¹.

Arrivé à ce stade de son analyse, Keynes réfute le concept de taux naturel de l'intérêt par ces termes :

« Dans notre *Treatise on Money*, nous avons défini le sens que nous voulions attribuer au taux d'intérêt unique que nous appelions le taux naturel de l'intérêt. Ce taux devait être celui qui, dans la terminologie du *Treatise*, maintiendrait l'égalité entre le montant de l'épargne courante (suivant la définition alors adoptée) et celui de l'investissement courant. »

« Or nous méconnaissions le fait que, d'après cette définition, dans toute société il y a pour chaque volume théorique de l'emploi un taux naturel de l'intérêt différent. Et de même, à chaque valeur de l'intérêt correspond un volume de l'emploi tel que cette valeur soit le taux *naturel*, en ce sens qu'avec cette valeur de l'intérêt et ce volume de l'emploi le système se trouve en équilibre. C'était donc une erreur de parler du taux naturel de l'intérêt ou de faire croire que la définition ci-dessus n'admettait qu'une seule valeur de l'intérêt quel que soit le volume de l'emploi. Nous n'avions pas compris alors qu'en certaines circonstances le système pouvait être en équilibre au-dessous du plein emploi². »

¹ « Nous pouvons admettre, en règle générale, que la courbe de la préférence pour la liquidité unissant la quantité de monnaie au taux de l'intérêt est une ligne régulière le long de laquelle le taux de l'intérêt fléchit à mesure que la quantité de monnaie augmente. » *Op. cit.*, p. 186.

² *Op. cit.*, p. 259 et 260.

Keynes, pour compléter sa théorie, critique et corrige encore la théorie quantitative. D'après cette dernière théorie, les prix varient proportionnellement à la variation de la quantité de monnaie ; chaque augmentation de la quantité monétaire en circulation engendre une hausse des prix et chaque diminution de cette quantité une baisse des prix. Mais, en réalité, dit Keynes, tant qu'il y a des facteurs inemployés de production, un accroissement de la circulation monétaire ne peut faire hausser les prix ; en pareil cas, l'augmentation de la circulation monétaire engendre non seulement un accroissement de la demande, mais encore de l'offre ; l'effet de l'augmentation de la circulation monétaire sur les prix est par conséquent nul, et le reste jusqu'à ce que le plein emploi soit atteint. C'est seulement à partir de cette limite que l'élargissement du volume de la circulation monétaire fait hausser les prix parce que, au delà, il n'y a plus la possibilité d'accroître la production, c'est-à-dire l'offre. Dès lors, la « Théorie Quantitative de la Monnaie peut être énoncée dans les termes suivants : » tant qu'il existe du chômage, *l'emploi varie proportionnellement* » à la quantité de monnaie ; lorsque le plein emploi est réalisé, *les prix varient proportionnellement à la quantité de monnaie* ¹. »

Keynes explique encore le cycle économique par les variations cycliques de l'efficacité marginale du capital. Pendant la période de prospérité, l'activité économique se développe, parce que l'efficacité marginale du capital s'élève. Elle s'accroît plus vite que le taux de l'intérêt et c'est pour cette raison que la hausse de ce taux n'entrave pas le développement de l'activité économique.

La crise survient, non parce que le taux de l'intérêt hausse, mais parce que l'efficacité marginale du capital tombe subitement. Pendant la période de dépression, « la courbe de l'efficacité marginale du capital peut s'effondrer au point qu'il soit presque » impossible, par une réduction pratiquement réalisable du taux » de l'intérêt, de remédier à sa chute et de maintenir un flux » satisfaisant d'investissement ². »

Pour couper court à la dépression, la réduction du taux de l'intérêt, à elle seule, ne suffit pas ; il faut encore recourir aux moyens propres à élever l'efficacité marginale du capital. A cette fin les travaux publics offrent le moyen le plus efficace.

¹ *Op. cit.*, p. 311.

² *Op. cit.*, p. 332.

DEUXIÈME PARTIE

LES FAITS

DEUXIÈME PARTIE

LES FAITS

La politique d'escompte, soit extérieure, soit intérieure, n'a pas fait seulement l'objet de discussions théoriques, mais elle fut encore pratiquée longtemps par les Banques centrales. Quels ont été alors les résultats obtenus en pratique ? Confirment-ils les théories relatives à la politique d'escompte ?

Nous nous proposons, dans la présente partie, de répondre à ces questions en examinant la politique d'escompte pratiquée par les principales Banques centrales, soit : la Banque d'Angleterre, la Banque de France, la Reichsbank et les Federal Reserve Banks, pendant la période qui s'est écoulée entre les deux guerres mondiales. Nous choisissons pour notre étude cette période, car elle est féconde en enseignements d'un haut intérêt, en exemples nombreux et frappants, dont certains confirment les théories tandis que d'autres les infirment¹.

Pour mieux comprendre les motifs qui amenèrent les Banques centrales précitées à modifier leurs taux d'escompte respectifs, il nous semble qu'il est nécessaire de jeter d'abord un coup d'œil sur l'évolution économique et monétaire dans le monde pendant le même espace de temps. Les ouvrages traitant les événements économiques et monétaires qui se produisirent entre les deux guerres mondiales sont innombrables et sont fort connus. Nous n'en donnerons donc pas un compte rendu détaillé mais un bref aperçu général, à titre récapitulatif.

¹ Néanmoins, à titre d'exemple, nous relèverons aussi les résultats obtenus par la Banque d'Angleterre dans sa politique d'escompte pratiquée avant la première guerre mondiale.

CHAPITRE III

Aperçu de l'évolution économique entre les deux guerres mondiales

I

En 1918, la fin des hostilités et le rétablissement de la paix n'avaient pas entraîné la stabilité économique et monétaire ; pour gagner cette dernière, il fallut encore verser beaucoup de sueur, sinon de sang. En effet, la guerre totale avait précipité les vainqueurs comme les vaincus, et mêmes certains neutres, dans un véritable chaos économique et monétaire. Après la guerre, les choses, pendant des années, ne s'améliorèrent pas, mais, au contraire, empirèrent. Le déséquilibre budgétaire, l'inflation, l'instabilité de la valeur extérieure et intérieure des monnaies exerçaient des ravages. Deux questions épineuses se posaient aux Etats : la reconstruction économique et la stabilisation monétaire.

Pour leur reconstruction économique, les pays ravagés avaient encore grandement besoin des produits des pays restés intacts dont le plus important était les Etats-Unis d'Amérique. La guerre totale avait, d'autre part, tari leurs réserves de pouvoir d'achat, ce qui les mettait dans l'impossibilité de continuer à s'approvisionner auprès de leurs fournisseurs. Pourtant, ils ne cessèrent pas leurs achats, grâce aux crédits accordés par ces derniers. De cette inflation du crédit et de la spéculation sur les biens résulta une hausse rapide des prix dans le monde entier.

« Sur cette pente, il fallait cependant s'arrêter ; l'Europe a » fini par apparaître à ses créanciers et à ses banquiers comme » un prodige décidé à emprunter jusqu'à la ruine. Au début de » 1920, les banques américaines ont décidé de freiner et de rap- » peler à leurs clients qu'un peuple ne saurait vivre éternellement » de crédit. »

« Un accord est intervenu sur ce point entre banques anglaises » et américaines. Les banques limitant leurs crédits, les négociants » américains et anglais durent suivre cet exemple¹. »

La Federal Reserve Bank de New-York élevait son taux d'escompte à 6 % le 23 janvier 1920, et à 7 % le 1er juin de la même année ; de même, la Banque d'Angleterre portait le sien à 7 % le 15 avril 1920. Quant aux autres Banques centrales, elles en firent de même pour ne pas laisser les capitaux fuir vers les Etats-Unis et l'Angleterre. De ce renchérissement général du loyer de l'argent résulta une déflation sans précédent dans le monde entier. « L'Europe, privée des moyens d'achat que lui assuraient les cré- » dits américains, dut ralentir ses achats en Amérique ; ce fut » l'origine de la crise de 1920, qui se manifesta par une baisse » accentuée des matières premières sur les marchés mondiaux, » une crise de chômage en Amérique et une véritable débâcle sur » les marchés financiers, qui étaient orientés à cette époque en » pleine hausse². »

La chute des prix mondiaux se poursuivit jusqu'en 1922. Entre 1920 et 1922, la baisse lente mais persistante des taux d'escompte et, à partir de 1922, la généralisation de la pratique du système monétaire dit « Gold Exchange Standard » jouèrent un certain rôle dans l'arrêt de la baisse des prix mais restèrent cependant incapables de produire une tendance appréciable à la hausse.

II

En 1923, le Federal Reserve System mettait en pratique, sous le nom de « la monnaie dirigée », la politique d'escompte visant la stabilité du niveau général des prix américains. En raison de cette politique, les taux d'escompte aux Etats-Unis ne furent modifiés, durant quelques années, que dans des limites étroites et à des niveaux bas. La modicité relative du loyer de l'argent, si elle obtint d'autres résultats, favorisa aussi les opérations spéculatives sur titres à la Bourse de New-York.

Cette spéculation à Wall Street prit une telle extension que les gens n'achetaient plus les actions pour le dividende qu'elles

¹ Jean Lescure. — *Des crises générales et périodiques de surproduction*. 4me édition, tome I, p. 276.

² Henri Gardel. — *La monnaie et le change*, p. 79 et 80.

rapporlaient mais dans l'espoir de les revendre à un prix plus élevé, sans se rendre compte que le rendement décroissait à mesure que leur prix haussait. Le moyen le plus facile de gagner de l'argent aux États-Unis consistait alors à participer à cette spéculation fiévreuse. Emprunter, même à des taux inconnus jusqu'alors¹, et jouer sur titres avec cet emprunt laissait toujours un gain considérable, grâce à la hausse sans précédent des cours².

Devant ces faits inattendus, le Federal Reserve System dut abandonner en 1928 la politique de « la monnaie dirigée ». A un moment où il fallait baisser les taux d'escompte pour enrayer la tendance à la baisse des prix, on les a, au contraire, élevés à plusieurs reprises pour mettre fin à la spéculation boursière. Le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York, par exemple, fut porté, par quatre paliers, de 3 1/2 % à 6 % entre le 3 février 1928 et le 9 août 1929.

Cette hausse des taux d'escompte n'a pas donné, pendant bien des mois, le résultat que l'on en attendait. Les vides, que creusaient les mesures prises dans la circulation monétaire, ne tardaient pas à se combler en raison de la migration en masse des capitaux venant de tous les coins du monde, en partie en vue de participer à la spéculation à Wall Street, en partie en vue de profiter des taux d'intérêt élevés en vigueur aux États-Unis.

Les autres pays, à cause de la fuite en masse des capitaux vers New-York, se sentirent tout près de l'écroulement de leur système monétaire qu'ils venaient, après tant de peine, de restaurer. Afin de se préserver de ce danger imminent, les Banques centrales des pays en question élevèrent à leur tour leurs taux d'escompte respectifs. La hausse accentuée et ainsi généralisée

¹ Car vers la fin du boom, le Call Money monta à New-York jusqu'à 15-20 %.

² « On ne voit plus, écrit à ce sujet Richard Lewinsohn, ce qui est, on pense seulement à ce qui sera demain. Et demain, personne n'a le droit d'en douter, tout sera encore plus grand, plus riche, plus brillant. On escompte le bénéfice des années futures ou si possible de la prochaine décade sans réfléchir si l'économie est susceptible de fournir des bénéfices toujours croissants... »

« Une armée de démarcheurs parcourt la campagne, et offre aux plus ignorants des actions au sujet desquelles les acheteurs, et parfois aussi les vendeurs, ne savent même pas si elles représentent une valeur réelle quelconque. On s'arrache des papiers qui n'ont été introduits à aucune Bourse car quiconque possède des actions se croit déjà riche, ou croit au moins qu'il le sera demain. De même dans le cas des valeurs connues on n'attache plus aucune importance au montant des dividendes qu'elles rapportent. » *Histoire de la crise 1929-1934*, p. 21 et 23.

de ces taux a fini par déclencher la très douloureuse crise de 1929 et la profonde dépression qui l'a suivie¹.

La crise de 1929 se déclina d'abord à Wall Street ; « le » rythme de la hausse des titres à la Bourse de New-York était » tel pendant les mois de juillet-août et au début de septembre » 1929 et la spéculation s'était répandue dans tout le pays à un » tel point que, devant l'écart croissant entre le taux de rende- » ment des titres et le taux du *Call Money*, un mouvement en sens » inverse devait nécessairement se produire². » L'événement fatal survint en effet le 18 octobre 1929, la date qui reste dans l'histoire des crises sous le nom de « black friday ». Ce jour-là, « un » grain de sable s'est glissé dans cet organisme si compliqué et » dont les bases sont factices³ », et tout commença à s'écrouler dans un fracas retentissant.

Le krach à la Bourse de New-York se propagea avec la rapidité de l'éclair au monde entier. La chute subite et rapide des prix, parallèlement à la dépréciation des valeurs boursières, par ses répercussions même, prit un caractère persistant.

Les producteurs et les négociants tâchaient de se défaire de leurs stocks afin de se prémunir contre une perte plus lourde et de faire face à leurs dettes échues. Les consommateurs diminuaient leurs demandes à mesure que leurs revenus s'amointrissaient par suite du ralentissement de l'activité économique. L'augmentation

¹ « Beaucoup d'Européens, écrit Sir Arthur Salter, participèrent à la » lutte au Stock Exchange de New-York ; d'autres facilitèrent la tâche aux » Américains en leur prêtant. Le Federal Reserve System tenta de couper » court à la spéculation en restreignant le crédit et en élevant le taux de » l'escompte. Mais ces mesures, si elles rendirent plus difficile l'obtention » de crédits industriels, ne réussirent pas à freiner l'essor de la spéculation. » Au contraire elles engendrèrent de nouveaux éléments perturbateurs, en » renforçant l'attrait des taux élevés d'intérêt pour les Européens qui cher- » chaient pour leurs fonds l'emploi à court terme le plus favorable. Ceux-ci » prirent rapidement le chemin de l'Ouest et cette fuite ne tarda pas à » mettre en danger les réserves monétaires des principales Banques centrales » européennes. Chacune de celles-ci s'efforça de sauvegarder sa position en » élevant son taux d'escompte ; mais cette compétition dans l'accroissement » des taux d'escompte en Europe augmenta le coût des crédits à court et à » long terme, découragea l'entreprise à la limite marginale et déclencha la » dépression. Et puis survint l'effondrement aux Etats-Unis. La baisse des » valeurs fut aussi précipitée que la hausse. La dépression s'étendit rapide- » ment au monde tout entier. » *Recovery*, p. 25. Trad. de l'auteur.

² P. Meynial. — *La vie économique aux Etats-Unis*. « Revue d'Economie Politique » 1929, p. 1608.

³ Pierre Cauboue. — *Les banques et la déflation*. « Revue politique et parlementaire », juillet-septembre 1932, p. 286.

de l'offre d'une part et la réduction de la demande d'autre part accentuaient et prolongeaient inévitablement la baisse des prix. D'après le dessin d'un caricaturiste du *New-York Herald* le monde présentait alors l'aspect d'un dock plein de vivres, mais dans lequel l'homme meurt de faim¹ !

III

Les Etats, pour parer aux malheureuses conséquences de la baisse persistante des prix, s'attaquèrent avec acharnement à sa cause. Le but des mesures prises était d'abord d'arrêter la baisse des prix et de déclencher ensuite la hausse.

On espéra tout d'abord que la réduction du taux de l'escompte suffirait à remédier à la situation ; toutes les Banques centrales, immédiatement après la crise, réduisirent assez rapidement leurs taux d'escompte respectifs. Mais cet espoir s'évanouit vite, car la baisse des taux d'intérêt ne donna aucun résultat positif. Elle a sûrement contribué plus tard à la reprise, mais elle n'a pas du tout réussi à couper court à la crise, ni à la dépression.

Devant la faillite de cette mesure, les Etats prirent des dispositions dans d'autres domaines. Ces mesures non seulement ne portèrent pas remède à la situation, mais encore elles aggravèrent la catastrophe. En effet, la crise de 1929 et la dépression qui l'a suivie étaient de caractère mondial ; de ce fait, leur suppression exigeait une collaboration étroite entre les Etats. Mais chacun de ceux-ci, loin de pratiquer cette collaboration, essaya de se tirer d'affaire individuellement et au détriment des autres².

Dans ces conditions lorsqu'un pays prenait une décision préjudiciable aux autres pays, rien n'empêchait ces derniers d'en faire autant, c'est-à-dire de prendre des mesures de représailles. C'est en effet ce qui fut fait et ces manigances réciproques aggravèrent et prolongèrent le malaise général.

La politique suivie par les pays séparément en vue de remé-

¹ Reproduit par « L'Europe Nouvelle » dans le numéro du 4 juin 1932, p. 713.

² A propos des mesures prises, Maurice Ansiaux écrit : « S'il en est » ainsi, c'est que ces expédients néfastes sont inspirés par l'égoïsme national » le plus étroit et plus précisément par le désir de rejeter sur le voisin le » fardeau de la crise. C'est un sauve-qui-peut. » *La défense de la saine monnaie*, p. 28.

dicr à cette situation lamentable, consistait à augmenter la consommation, d'une part, et à diminuer la production, d'autre part, ou, pour mieux dire, à les diriger. Comme chacun pensait avant tout à ses propres intérêts, on poussait les nationaux à consommer des produits indigènes et, pour y arriver plus vite, on entravait les importations, tout d'abord par l'élévation des droits de douane¹, et en cas d'insuffisance de ce moyen par le contingentement. C'est ainsi que notre siècle de grande civilisation vit renaître en quelque sorte l'autarcie des temps reculés, où, faute de moyens de transport, les peuplades se satisfaisaient de leurs propres produits.

Les entraves aux échanges internationaux conduisirent enfin les pays au principe : « j'achète à qui m'achète », c'est-à-dire aux accords de compensation et de clearing, en un mot au troc dans les relations économiques internationales.

Les États n'hésitèrent pas non plus à chercher le salut dans le domaine monétaire. Soit pour augmenter les exportations et diminuer les importations, soit pour arriver à une hausse artificielle des prix, les dévaluations des monnaies, les unes entraînant les autres, se succédèrent. Ce ne fut en somme qu'une guerre de dumping entre les pays.

Les États s'en prirent également au mal sur leur propre territoire ; ils édictèrent notamment des mesures propres à diriger la consommation et la production dans le sens désiré. C'est ainsi qu'est née, dans différents pays depuis la crise de 1929, l'économie dite « dirigée ». Bien que les moyens dont les États se servent dans leur dirigisme, diffèrent d'un pays à l'autre, les objectifs poursuivis sont les mêmes partout. « Ils peuvent se ranger » sous trois rubriques, entre lesquelles existe une continuité logique et positive. Afin de libérer le marché des excédents qui » l'alourdissent ou se préoccupent d'abord de régler les exportations en les répartissant d'une manière rationnelle dans le temps » et dans l'espace. Puis, s'attaquant plus profondément à la cause » du déséquilibre, on s'efforce de rationaliser et de réduire les » quantités produites (ou s'il s'agit de denrées agricoles, les surfaces cultivées). Enfin on aperçoit que la seule solution qui » permette le rééquilibre, sans trop léser les intérêts des producteurs, est à chercher du côté de la consommation et, là encore,

¹ Par exemple aux États-Unis le tarif Hawley-Smoot, que le professeur Lionel Robbins qualifia de « monumental obstacle aux échanges » est entré en vigueur le 18 juin 1930. Lionel Robbins. — *La grande dépression 1929-1934*, p. 91.

» l'union de l'action collective et de l'action publique a un rôle
» important à jouer tant sur le plan *psychologique* (propagande
» de publicité et rétablissement de la confiance) que dans le do-
» maine proprement *économique* (accroissement des revenus des
» classes largement consommatrices¹. »

Parmi les événements économiques, qui se succédaient depuis la crise de 1929, celui qui nous intéresse directement est la mise en pratique de la politique de l'argent bon marché, recommandée par Keynes dans sa *Théorie générale*. Le but qu'on désira atteindre par la pratique de cette politique fut d'animer l'activité économique et, par là, de réduire le volume du chômage qui, depuis la crise, allait en augmentant.

Jusqu'à l'introduction de la politique de l'argent bon marché dans la pratique, on modifiait, en général, le taux de l'escompte en vue de régulariser les mouvements de la valeur extérieure de la monnaie et de défendre les réserves métalliques. La poursuite de ces objectifs rendit nécessaire des élévations fréquentes et souvent accentuées du taux de l'escompte, qui pesaient lourdement sur l'activité économique et le volume de l'emploi, tributaires dans une large mesure du taux de l'intérêt.

Après les dévaluations des monnaies on abaissa dans tous les pays le taux de l'intérêt à un niveau très bas ou on l'immobilisa justement pour ne plus porter préjudice à l'économie nationale, pour ne plus sacrifier l'activité économique et l'emploi à la stabilité de la valeur extérieure de la monnaie. Depuis lors « la stabilité de l'étalon monétaire, écrit M. Ansiaux², a cessé d'être » le souci majeur de la politique monétaire des gouvernements. »

« Ils se préoccupent bien davantage d'assurer la modicité et » la stabilité des taux de l'intérêt, par conséquent, la bonne marche des affaires et l'élimination du chômage³. »

¹ Gaëtan Pirou. — *L'économie dirigée : Expériences et plans*. « Revue d'Economie Politique », 1934, p. 1403 et 1404.

² Maurice Ansiaux. — *Comment se pose actuellement la question des étalons de valeur ?* « Revue d'Economie Politique » 1938, p. 1533.

³ Si l'on refuse actuellement à atteindre la stabilité extérieure par le maniement du taux de l'escompte, on cherche à obtenir ce résultat à l'aide d'autres systèmes ; dans certains pays par le contrôle des changes, dans d'autres par les fonds d'égalisation des changes.

CHAPITRE IV

Aperçu de l'évolution monétaire entre les deux guerres mondiales

I

L'évolution monétaire dans le monde entre les deux guerres mondiales a parcouru deux grandes étapes bien distinctes : d'abord la restauration monétaire, ensuite les crises financières qui aboutirent aux dévaluations consécutives.

Lorsque, en 1918, la première guerre mondiale a pris fin, l'équilibre budgétaire ne s'est rétabli nulle part automatiquement. Bien au contraire, dans beaucoup de pays, le déséquilibre budgétaire et, par conséquent, l'inflation et la dépréciation monétaire devenaient de plus en plus catastrophiques.

C'est pour mettre fin à cet état de choses et pour fixer les conditions du retour à la saine monnaie que, sur l'initiative de la Société des Nations, deux conférences monétaires internationales, l'une le 24 septembre 1920 à Bruxelles, l'autre le 10 avril 1922 à Gênes, se réunirent. Voici en résumé les résolutions monétaires de cette dernière conférence :

Résol. I. — Pour la reconstruction économique de l'Europe la stabilisation des monnaies est indispensable.

Résol. II. — Une Banque centrale, libre de toute influence politique, est nécessaire dans chaque pays.

Résol. III. — Une collaboration étroite entre les Banques centrales peut faciliter la tâche de restauration monétaire.

Résol. IV, V, VI. — Un étalon commun pour tous les pays est désirable et cet étalon ne peut être actuellement que l'or ; alors le but final des restaurations monétaires doit être l'adaptation du « Gold Standard ».

Résol. VII. — Le point de départ de la stabilisation monétaire est l'équilibre budgétaire. La voie la plus convenable qui mène les pays à cet équilibre est la réduction des dépenses.

Résol. VIII. — Dès que l'équilibre budgétaire se rétablit et que les autres conditions y sont favorables, les États doivent fixer la teneur-or de l'unité monétaire. Ils peuvent le faire ou bien à l'ancienne parité (pour les monnaies légèrement dépréciées), ou à une nouvelle parité (pour les monnaies fortement dépréciées).

Résol. IX. — Le remède le plus efficace à la pénurie d'or est la généralisation de la pratique du « Gold Exchange Standard ».

Résol. X. — Ce système se renforcera par le nombre des pratiquants et la collaboration des États-Unis le fortifiera grandement¹.

La conférence de Gênes, par sa résolution IX, recommandait la pratique du « Gold Exchange Standard » comme un remède à la pénurie d'or. Cela pour deux raisons : d'abord, la plupart des pays avaient pendant la guerre dépensé leur stock-or pour couvrir l'excédent de leurs importations par rapport à leurs exportations. Le stock-or mondial s'est concentré ainsi dans quelques rares pays et les États-Unis en ont reçu la plus grande partie. Cette pénurie relative de l'or rendait alors impossible, pour la plupart des pays, le retour au système du « Gold Standard ».

D'autre part « la production mondiale d'or avait diminué d'environ un tiers entre 1915 et 1922 (cf. Annexe I). C'était là un résultat naturel de la baisse générale des prix pendant et après la guerre, hausse qui entraîna une augmentation des frais d'exploitation des compagnies minières et qui ne fut pas accompagnée d'une hausse correspondante du prix de l'or². »

Le système du « Gold Exchange Standard » permet la constitution de réserves par les Banques centrales qui le pratiquent aussi bien en devises-or qu'en or ; elles ont également la liberté de rembourser leurs engagements en l'un ou l'autre. Par devises-or, on entend les avoirs sur les pays dont la monnaie est convertible seulement en or. Pour que le système fonctionne, il faut donc qu'il y ait dans le monde au moins un pays dont la monnaie ne soit convertible qu'en or. C'est principalement, au début tout au moins, la monnaie anglaise qui remplit ce rôle de la devise-or.

¹ Cela parce que les États-Unis détenaient alors la plus grande partie du stock d'or mondial.

² Société des Nations. — *L'expérience monétaire internationale*, p. 30 et 31.

D'ailleurs c'est l'Angleterre qui s'est faite l'apôtre du système à la conférence de Gênes et qui a favorisé son développement dans le monde en accordant des crédits à nombre de pays¹.

Une fois la marche à suivre déterminée à la conférence de Gênes, les États, les uns après les autres, se mirent à stabiliser leur monnaie².

Les restaurations monétaires se firent sous trois formes : dans certains pays à la suite d'une démonétisation, dans d'autres par une revalorisation et dans la plupart par une dévaluation. Afin de donner un exemple de chacune de ces trois sortes de restaurations monétaires, nous exposerons ici brièvement l'histoire de la stabilisation monétaire en Allemagne, en Angleterre et en France. Une autre raison qui nous amène à récapituler l'histoire de la stabilisation monétaire dans ces trois pays est que nous étudierons dans les chapitres suivants la politique d'escompte pratiquée par les Banques centrales de ces mêmes pays ; il nous est utile, alors, d'évoquer ou plus simplement de rappeler les événements monétaires qui s'y sont déroulés.

II

Dès le commencement de la première guerre mondiale, l'Allemagne, comme tous les autres pays, est entrée dans une période d'inflation. Mais, en 1923, l'inflation allemande, qui suivait jusqu'alors une ligne relativement modérée, franchit subitement toutes les limites imaginables et devint réellement catastrophique.

¹ Sur le « Gold Exchange Standard », voir :

Y. L. Branchu. — *Essai sur le Gold Exchange Standard*.

G. Icard. — *Un nouveau régime monétaire : The Gold Exchange Standard*.

F. Mlynarski. — *La réforme de l'étalon change-or*. « *Revue d'Economie Politique* », 1930, p. 54. *La crise de l'étalon de change-or*. « *Revue d'Economie Politique* », 1932, p. 264.

M. Petritzki. — *Le Gold Exchange Standard*.

Zia-Eddine Abozzia. — *L'étalon de change-or*.

² Sur l'histoire de la restauration monétaire des différents pays après la première guerre mondiale, voir entre autres :

Bertrand Nogaro. — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*. Chapitre VII.

René Sedillot. — *Le drame des monnaies*.

Gaëtan Piron. — *Le mécanisme de la vie économique. La monnaie*. Chapitres V, VI, VII.

D. J. Jack. — *The Restoration of European currencies*.

C'était là un fait intentionnel de la part du gouvernement allemand. Celui-ci, grâce à une inflation à outrance, espérait réduire, sinon supprimer entièrement, les dettes de réparation. « Tout ce » qu'un gouvernement fait habituellement pour protéger sa monnaie, écrit René Sédillot¹, le gouvernement allemand résolu de » ne pas le faire ; il laissa grandir le déficit budgétaire à des montants astronomiques, il rendit inefficaces les réformes fiscales, » contracta ses recettes, accrut délibérément ses dépenses. »

Voici quelques chiffres caractéristiques de l'inflation allemande² :

Billets en circulation (en millions de marks)		Indice des prix de gros (1913 = 1)	
6 janv. 1923	1,336,500	Janvier 1923	3,286
15 août 1923	116,402,515	Septembre 1923	36,224
30 nov. 1923	400,267,640,291,750	Novembre 1923	1,423,000,000,000

Le taux d'escompte de la Reichsbank s'éleva parallèlement à l'inflation, soit à 13 % le 18 janvier, à 18 % le 24 avril, à 30 % le 2 août et à 90 % le 15 septembre 1923. Cette hausse inouïe de ce taux n'exerça aucune influence restrictive sur l'accroissement de la circulation monétaire, ni, par conséquent, sur la dépréciation de la valeur intérieure et extérieure du Reichsmark ; car l'Etat ne prenait pas en considération le niveau du taux de l'intérêt pour emprunter à la Reichsbank ; par les avances à l'Etat la circulation monétaire augmentait par milliards chaque jour, chaque heure même, et les prix s'élevaient vertigineusement. Dans ces conditions, emprunter à n'importe quel taux, acheter n'importe quoi et le revendre quelques heures plus tard laissait toujours un bénéfice important³.

¹ *Op. cit.*, p. 27.

² Louis Baudin. — *La monnaie : ce que tout le monde devrait en savoir*, p. 134.

³ A l'occasion de l'élévation du taux d'escompte de la Reichsbank à 30 %, la « Gazette de Francfort » écrivait (nous empruntons ce passage à Pierre Cauboue : *Les variations du taux de l'escompte de 1921 à 1934*, p. 148 et 149) :

« Il ne faut d'ailleurs pas perdre de vue que l'état présent du marché

En décembre 1923, le cours du dollar monta à 4200 milliards de marks. La parité-or étant de 4.20 marks pour un dollar, le gouvernement allemand décida d'arrêter l'inflation à ce niveau. A cette date il fallait donc 1000 milliards de marks-papier pour un mark-or. Par une ordonnance datée du 15 octobre 1923, le gouvernement allemand créa une nouvelle monnaie sous le nom de « Rentenmark », convertible en des obligations-or qui étaient à leur tour gagées par une hypothèque générale sur la fortune nationale (sur les biens fonciers et agricoles, sur l'industrie, le commerce, la banque). Le Rentenmark valait mille milliards de marks-papier et c'est la Rentenbank qui était chargée de son émission.

Le nouveau système commença à fonctionner à partir du 15 novembre 1923. Mais il n'avait qu'un caractère transitoire. Dès que la situation financière du pays se renforça suffisamment, grâce au rétablissement de l'équilibre budgétaire, au rapatriement des capitaux nationaux et à un emprunt international de 800 millions de marks-or connu sous le nom de « l'emprunt Dawes », qui permit d'assurer le paiement des dettes de guerre, une nouvelle législation bancaire et monétaire fut votée le 30 août 1924 et entra en vigueur le 12 octobre 1924.

D'après cette nouvelle législation, l'unité monétaire reprenait le nom de Reichsmark ; la Reichsbank était responsable de son émission ; le taux de couverture des engagements était de 40 %, dont 75 % au minimum en or et le reste en devises-or. La teneur-or du Reichsmark était comme avant la guerre, 0.358425 gr. d'or fin¹.

III

L'Angleterre rattacha sa monnaie à l'or, comme l'Allemagne, à la parité d'avant guerre. Cependant, alors que l'Allemagne, avant d'arriver à cette stabilisation, anéantit d'abord complète-

» monétaire justifierait un taux d'intérêt beaucoup plus élevé encore. On » paye actuellement, sur le marché monétaire et à la Bourse, des taux qui » atteignent jusqu'à 1 1/2 % par jour et qui sont, en moyenne, de 1 %, ce » qui représente par conséquent 360 % par an. Même à 30 %, le taux d'in- » térêt de la Reichsbank demeure encore, dans ces conditions, une véritable » prime pour ceux qui sollicitent des crédits. »

¹ Sur l'histoire de la restauration monétaire allemande, voir : Schacht. — *Die Stabilisierung der Mark*. W. Baumgartner. — *Le Rentenmark*. A. Rivaud. — *Le redressement de l'Allemagne*.

ment sa monnaie par une inflation, l'Angleterre put y arriver par la déflation, parce que sa monnaie ne s'était que peu dépréciée. Et, chose curieuse, l'évolution des événements a porté préjudice à ces deux pays, avec cette différence que l'Allemagne en a souffert avant la stabilisation et l'Angleterre après la stabilisation.

Pourquoi l'Angleterre revalorisa-t-elle sa monnaie ? Et pourquoi en souffrit-elle ¹ ?

Avant la première guerre mondiale, la place de Londres jouait un rôle important dans le financement du commerce international, soit entre l'Angleterre et un pays étranger, soit entre deux pays étrangers ; il se faisait par l'intermédiaire des maisons d'acceptation de Londres². L'Angleterre, fière de ce rôle et aussi pour ne pas laisser échapper l'énorme bénéfice qu'elle en retirait, ne voyait, après la guerre, d'autre solution, pour sa restauration monétaire, que de rendre à la livre sterling sa valeur d'avant guerre. Car c'est ainsi, pensait-on, que la monnaie anglaise, et par conséquent la place de Londres, regagneraient le prestige et la confiance du monde des affaires.

La conjoncture favorisait aussi ce désir. La circulation avait bien augmenté dans une certaine mesure, mais la valeur intérieure et extérieure de la livre sterling ne s'était dépréciée que légèrement. La circulation monétaire, partie de 37.3 millions de livres sterling à la fin de 1913, se chiffrait à 442.2 millions à la fin de 1919. L'indice des prix de gros monta de 100 à 287 entre le 31 juillet 1914 et le 31 décembre 1919. Le cours de la livre sterling par rapport au dollar, la parité étant de 4.886 dollars pour une livre, se chiffrait à 3.803 en moyenne en décembre 1919.

« Le 19 novembre 1919, le gouvernement anglais, par la voix » de M. Chamberlain, Chancelier de l'Échiquier, déclarait que, » suivant les suggestions du 2^e rapport de Cunliffe (déposé en » novembre 1919), il s'efforcerait d'équilibrer le budget sans

¹ Sur l'histoire de la restauration monétaire anglaise, voir : George-Edgar Bonnet. — *La politique monétaire anglaise d'après guerre*. S. J. Catiforis. — *La crise de la monnaie anglaise*. George Lacout. — *Le retour à l'étalon-or*. — *La politique monétaire d'Angleterre (1914-1926)*. Jean-Pierre Lazard. — *La politique monétaire anglaise d'après guerre*. « Revue politique et parlementaire », mai-juin 1926, p. 266 à 279 et 404 à 421.

² Pour le mécanisme de ce financement, voir l'article de H. Pouyanne intitulé : *Le crédit par acceptation à Londres*. « Revue d'Economie Politique » 1930, p. 72.

» emprunter davantage, de consolider la dette flottante le plus
» tôt possible et de réduire le nombre des billets du Trésor¹. »

Grâce aux efforts du gouvernement, le budget de 1920-1921 se solda par un excédent de 231 millions de livres sterling et jusqu'en 1925 tous les budgets firent apparaître un excédent de recettes². Ces excédents successifs permirent de réduire (par remboursement et par consolidation) le montant des dettes flottantes de 1,412 millions de livres en 1919 à 742 millions en 1925.

Dès le commencement de la guerre, il y avait deux sortes de billets en circulation en Angleterre : les billets émis par la Banque d'Angleterre (bank-notes) et ceux émis par le gouvernement (currency-notes). On proposa l'élévation du taux de l'escompte pour restreindre le volume des premiers et l'équilibre budgétaire pour restreindre le volume des seconds. On a créé ces conditions sans réussir cependant à produire une réduction sensible de la circulation monétaire. Les currency-notes fléchirent de 325.6 millions de livres en 1921 (fin décembre) à 296.8 millions en 1925 (fin décembre). Malgré la hausse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre à 7 % le 15 avril 1920, qui resta en vigueur pendant un an, la circulation des bank-notes n'a subi aucune réduction notable jusqu'en 1925. En revanche, les efforts pour le renforcement de l'encaisse métallique donnèrent un résultat très satisfaisant, puisque le pourcentage entre les réserves et les engagements de la Banque d'Angleterre s'éleva de 37.2 % le 25 décembre 1919, à 46.1 % au 30 décembre 1925.

Mais ce sont surtout la réalisation de l'équilibre budgétaire et la réduction de la dette flottante qui eurent un effet heureux sur le redressement de la monnaie anglaise. « En dépit d'une » balance commerciale défavorable, le cours de la livre par rapport au dollar monta graduellement, avec toutefois une rechute en 1923-24, lors de l'arrivée du parti travailliste au pouvoir qui provoqua un exode de capitaux ; mais cette chute ne fut pas durable, le remplacement du ministère travailliste par un gouvernement conservateur y ayant porté remède en 1924³. »

En avril 1925, le cours de la livre sterling par rapport au

¹ J. P. Lazard. — *Op. cit.*, p. 267.

² L'excédent des recettes s'établissait comme suit (en millions de livres sterling) : 1921-1922, 45,693 ; 1922-1923, 101,515 ; 1923-1924, 48,329 ; 1924-1925, 3,659.

³ Gaëtan Pirou. — *Op. cit.*, p. 201.

dollar a presque atteint l'espace limité par les points d'or. Sur l'ordre du gouvernement, la Banque d'Angleterre, à partir du 28 avril 1925, commença à livrer de l'or en échange d'une monnaie légale à la parité d'avant guerre. Ce retour à l'or fut réglementé par une loi votée le 13 mai 1925 (Gold Standard Act). Par cette loi, conformément aux recommandations de la conférence de Gênes et du Comité Cunliffe, l'Angleterre adoptait le système du « Gold Bullion Standard » ; l'or devenait ainsi un moyen de paiement extérieur seulement et non intérieur. Cela se réalisait en pratique ainsi : 1^o la Banque d'Angleterre livrait de l'or en lingots mais non en espèces ; 2^o pour le remboursement des billets, il fallait présenter la contre-valeur de 400 onces d'or au minimum (à peu près 1500 livres sterling). L'échange se faisait au pair d'avant guerre, c'est-à-dire : once d'or = 3 livres 17 shillings 10 1/2 pence ou une livre sterling = 123.27 grains d'or fin.

Le but visé par la revalorisation de la livre sterling était, comme nous l'avons vu, de rendre à la Cité sa suprématie d'avant guerre dans le domaine du financement du commerce international. La revalorisation donna le résultat désiré, tout en exerçant, d'autre part, un effet néfaste sur l'industrie britannique. Celle-ci en a beaucoup souffert du fait que, le relèvement de la valeur intérieure de la livre sterling n'était pas proportionné à celui de la valeur extérieure¹. Par suite des mesures prises, les deux valeurs, intérieure et extérieure, de la livre sterling se redressèrent, mais celle-ci plus vite que celle-là. Ce sont les mouvements spéculatifs des capitaux qui relevèrent rapidement la valeur extérieure par comparaison à la valeur intérieure. En effet, l'intention du gouvernement britannique de revaloriser la livre sterling et ses efforts efficaces entrepris à cette fin furent connus dans le monde entier. C'est ce qui incita les capitalistes à acheter des livres sterling avec leurs disponibilités pour les revendre plus tard à un cours élevé. De là résulta une hausse exagérée et artificielle de la valeur extérieure de la livre sterling par rapport à sa valeur intérieure et par conséquent une supériorité des prix britanniques sur les prix mondiaux. Le gouvernement britannique ne s'en inquiétait cependant pas, car il escomptait une hausse des prix mondiaux, et par cette voie un ajustement des prix. Mais après la revalorisation, contrairement à ce qu'on

¹ Pour connaître les causes plus profondes du malaise de l'industrie britannique, voir André Siegfried. — *La crise britannique au XXe siècle.*

avait prévu, c'est une baisse des prix mondiaux qui s'est produite.

De là résultèrent l'augmentation des importations, la diminution des exportations, le marasme toujours plus prononcé de l'industrie britannique, l'accroissement du chômage et la réapparition des déficits budgétaires. On peut dire en résumé que l'Angleterre, en rattachant la monnaie à l'or à la parité d'avant guerre, commit une lourde faute et c'est en grande partie pour réparer cette faute qu'elle détacha sa monnaie de l'or en 1931.

Une autre erreur grave faite par l'Angleterre après la guerre, et qui fut une des causes de la généralisation de la crise monétaire et financière de 1931, fut l'immobilisation, par les prêts à long terme à l'étranger, des fonds qu'elle empruntait à court terme.

Depuis fort longtemps l'Angleterre avait l'habitude de placer à l'étranger l'excédent de la balance des comptes. Après la guerre, elle a repris cette coutume, mais, comme on peut le constater sur le tableau ci-dessous, elle commença cette fois à prêter à l'étranger plus que l'excédent de la balance des comptes.

Les placements à long terme de l'Angleterre
(en millions de livres) ¹

	Solde de la balance des comptes	Nouvelles émissions pour compte de l'étranger sur la place de Londres	Différences
1924	+ 115	134	— 19
1925	+ 84	88	— 4
1926	+ 1	112	— 111
1927	+ 114	139	— 25
1928	+ 158	143	+ 15
1929	+ 167.5	94	+ 71.5
1930	+ 61	109	— 48
Totaux	+ 700.5	819	— 120.5

L'Angleterre couvrait cette différence par les capitaux étrangers à court terme qu'elle empruntait.

La fragilité de cette politique est évidente. Si, pour une raison ou pour une autre, les créanciers commençaient à retirer leurs

¹ S. J. Catiforis. — *Op. cit.*, p. 96.

avoirs à court terme, l'Angleterre se trouvait dans l'impossibilité de faire face à ses engagements, puisque les fonds empruntés étaient immobilisés ailleurs ; en ce cas une sévère crise financière mondiale était inévitable. C'est en effet ce qui s'est produit en 1931.

Une élévation du taux de l'escompte en temps opportun aurait peut-être freiné les prêts à long terme à l'étranger et la crise qui en découla aurait peut-être été évitée. Mais cette mesure était, à cette époque-là, tout à fait indésirable en raison de son influence défavorable sur l'industrie britannique qui se trouvait déjà dans une situation extrêmement critique.

IV

Quant à la restauration monétaire en France, ce pays n'a pas démonétisé sa monnaie comme l'avait fait l'Allemagne. Elle ne l'a pas revalorisée non plus à l'exemple de l'Angleterre. Elle n'a eu recours ni à l'une ni à l'autre de ces deux opérations, du fait que la valeur de sa monnaie ne tomba jamais aux environs de zéro, mais subit néanmoins une réduction si forte qu'elle ne pouvait plus revenir à son niveau d'avant guerre. C'est pour cette raison que la France rattacha sa monnaie à l'or par une opération intermédiaire qui est la dévaluation.

Pendant les années antérieures à la date du rattachement du franc français à l'or, la situation se présentait comme suit :

	En millions de francs		Cours des changes		Prix de gros 1913 = 100
	Avances de la Banque à l'Etat	Billets en circulation	Dollar	Livre sterling	
Décembre					
1919	27,000	37,275	10.87	41.8	422
1920	27,000	37,902	16.9	59.1	436
1921	27,000	36,484	12.8	53.1	326
1922	23,000	36,359	13.8	63.7	362
1923	23,300	37,905	19.0	82.9	457
1924	22,600	40,603	18.5	86.9	505
1925	35,950	51,085	26.7	129.6	630
1926	38,350	55,006	25.3	122.9	624

Ajoutons encore que le montant des dettes publiques était monté de 151,648 millions de francs à 495,489 millions entre le 1^{er} janvier 1919 et le 1^{er} janvier 1926.

Ces chiffres nous révèlent clairement que la situation financière et monétaire de la France n'était pas brillante après la guerre ; elle avait empiré depuis la cessation des hostilités, car pendant le conflit, grâce aux crédits des alliés, le franc ne perdit que peu de sa valeur. Mais après la guerre, la suspension de ces crédits, la persistance des déficits budgétaires et les désordres politiques intérieurs¹ dépréciaient le franc à une allure inquiétante. L'éventualité d'une démonétisation complète du franc incitait les capitalistes français à envoyer leurs capitaux à l'étranger. A cette évasion s'ajoutaient les sorties des capitaux spéculant sur la baisse du franc. Ces faits accéléraient la chute de la monnaie française, alors que la hausse accentuée du taux de l'escompte restait impuissante à arrêter la fuite des capitaux et, par conséquent, la hausse du cours des changes. Le 20 juillet 1926, la chute du franc atteignait son point culminant ; ce jour-là, à la Bourse de Paris, le dollar et la livre sterling se cotaient respectivement à 49.22 et à 240.25.

A cette date, le gouvernement Poincaré prenait le pouvoir et, suivant son programme, s'efforçait d'équilibrer le budget, de réduire le montant des dettes publiques et celui des avances de la Banque de France à l'Etat. Ces efforts ne tardèrent pas à donner des résultats réjouissants. La livre sterling, qui valait 240 francs le 20 juillet 1926, retomba à 208 le 23, à 190 le 26, à 184 le 2 août, à 162 le 7 août et enfin à 120 en décembre².

Pour l'industrie française, ce redressement rapide du franc n'était cependant pas désirable, car il pouvait rendre les prix français supérieurs aux prix mondiaux ; il comportait ainsi un risque pour la balance commerciale et, en conséquence, pour l'industrie et même pour les budgets futurs. Il devenait alors nécessaire d'arrêter ce redressement du franc, lourd de danger, dont on ne savait jusqu'à qu'elle limite le pousserait un optimisme exagéré. En effet, les capitaux, qui, quelques mois auparavant, désertaient

¹ L'élection du 11 mai 1924 donnait le pouvoir au Cartel des partis de gauche dont le programme n'était pas de nature à restaurer la confiance à l'égard de la monnaie française.

² A partir de 1926 les budgets se soldèrent par un excédent qui atteignit : en 1926 près d'un milliard ; 1927 725 millions ; 1928 4 milliards ; 1929 plus de 5 milliards.

la France en vue de spéculer à la baisse du franc, y affluaient maintenant en vue de spéculer à la hausse, cela malgré la baisse continue du taux d'escompte de la Banque de France.

A partir du 23 décembre 1926, sur l'ordre du gouvernement, la Banque de France se déclara prête, afin d'enrayer un redressement plus poussé encore du franc, à vendre et à acheter des devises étrangères à un taux fixé par elle. Pour la livre sterling, il s'établit, pendant le mois de janvier 1927, à 124.02 comme cours d'achat et à 124.10 comme cours de vente.

« La France vécut ainsi pendant environ dix-huit mois sous le régime de la stabilité de fait : stabilité, puisque la valeur du franc en fonction des monnaies étrangères n'a pour ainsi dire pas varié ; stabilité de fait et non de droit : car la Banque de France n'avait pris aucun engagement pour l'avenir, et rien ne garantissait aux producteurs et aux spéculateurs qu'elle ne modifierait pas, d'un jour à l'autre, sa politique et le taux de ses opérations¹. »

Grâce à l'augmentation rapide des réserves en devises et en or de la Banque de France et à la réduction des dettes flottantes de l'Etat, le pays trouva la possibilité de passer de la stabilité de fait à la stabilité de droit en 1928. La loi du 25 juin 1928, qui remplaçait la loi du 17 germinal an XI, réglait le nouveau système monétaire français, en résumé comme suit :

1° La France abandonnait le bimétallisme et adoptait le monométallisme-or.

2° Le nouveau franc représentait 65.5 mmgr. d'or au titre de 0.900².

3° La loi du 25 juin 1928 établissait en pratique le système du gold bullion standard ; nous disons en pratique, car bien qu'elle prévienne la convertibilité des billets aussi bien en pièces d'or qu'en lingots, la Banque de France n'a jamais mis en circulation de pièces d'or. La convertibilité se faisait donc effectivement en lingots.

De plus, elle ne pouvait être exigée qu'à partir d'une certaine quantité minimum, fixée par un accord entre le Ministre des Finances et la Banque de France³.

¹ Gaëtan Pirou. — *Op. cit.*, p. 226.

² L'ancien franc représentait 322.58 mmgr. d'or au même titre, ce qui revient à dire qu'un ancien franc valait cinq nouveaux francs.

³ Le premier accord fixa le montant minimum à 215,000 francs qui correspondait à environ 12 kg. d'or.

4° La nouvelle loi supprimait le système du « plafond » pour les émissions et le remplaçait par le système de « proportion » ; le montant des réserves devait être égal à 35 % des engagements de la Banque de France et l'or était la seule couverture légale¹.

Durant les quelques années qui suivirent cette opération, le franc français fut considéré comme la monnaie la plus solide du monde ; de ce fait, malgré la modicité du taux de l'escompte, la France attira une quantité énorme de capitaux cherchant un refuge contre les dépréciations monétaires qui sévissaient dans les autres pays.

V

La période des restaurations monétaires prit pratiquement fin en 1929 ; mais la stabilité des monnaies ne dura pas longtemps ; en 1931, une crise financière et monétaire mondiale éclata et entraîna, pendant les années suivantes, l'effondrement successif des monnaies. La responsabilité du déclenchement et surtout de la généralisation de cette crise incombe en grande partie aux capitaux que l'on a qualifié de « errants », « migrants », « fugitifs », « brûlants ».

Avant la guerre, le facteur dirigeant des mouvements internationaux des capitaux était le taux de l'intérêt. Les capitaux s'acheminaient vers les places où ils étaient le mieux appréciés, c'est-à-dire où le taux de l'intérêt était le plus élevé. Mais, après le conflit, en raison des instabilités monétaires, le taux de l'intérêt a perdu beaucoup de son importance dans ce domaine. Les capitaux furent influencés beaucoup plus par la question de sécurité que par le taux de l'intérêt. Ils ne recherchaient plus guère le taux le plus élevé, mais allaient vers les places dont la monnaie était relativement stable. Les pays dont la monnaie était

¹ La nouvelle loi n'acceptait donc pas les devises étrangères comme couverture, « cela parce que, au cours de la stabilité de fait qui s'était écoulée » dans les 18 mois précédant la stabilisation légale, on s'était aperçu que » les devises étrangères ne valent pas l'or, qu'elles prêtent à des abus et à » des doubles emplois qui peuvent être générateurs d'inflation, alors qu'une » réserve métallique échappe à ces inconvénients. » Gaëtan Piron. — *Op. cit.*, p. 243.

en voie de se déprécier, ou, selon les indices, appelée à perdre de sa valeur dans un plus ou moins proche avenir, si même le taux d'intérêt y était considérablement supérieur, ne les attireraient plus. Car la dépréciation monétaire pouvait absorber non seulement l'intérêt acquis mais une partie ou la totalité du capital.

Notons encore que ces capitaux fugitifs évitaient tout placement à long terme; ils préféraient ne pas s'immobiliser afin d'être prêts à s'évader à tout instant. Car rien ne garantissait que la monnaie des places de refuge ne se déprécierait pas à son tour d'un moment à l'autre. C'est ainsi qu'après la guerre on a vu se former une énorme masse de capitaux qui, au moindre indice d'insécurité, quittait un pays pour un autre. Ces mouvements subits ébranlaient fortement les assises de l'économie, aussi bien du pays déserté que du pays envahi¹.

De plus, les banques de certains pays comme l'Angleterre et les États-Unis ont eu l'audace d'immobiliser ces capitaux réfugiés chez eux pour un certain temps, en les plaçant ailleurs à long terme. « On les prêtait, écrit Francis Delaisi², à 2 % aux banques anglaises, qui les prêtaient à 5 ou 6 % aux banques allemandes, lesquelles les employaient en crédits à 8 ou 9 % à Vienne, qui les reprétait à Budapest ou à Bucarest à 12 % ».

Pendant que ces prêts et reprêts entre les banques s'enchaînaient, la solvabilité de ces dernières s'affaiblissait à mesure que la chute des prix depuis 1929 mettait les producteurs dans l'impossibilité de rembourser leurs dettes bancaires. Dans ces conditions la crise financière était inévitable et imminente.

En effet, le 14 mai 1931, la crise éclata en Autriche par la faillite du Kreditaustalt. Déjà avant la déconfiture de cette banque, l'effondrement économique et budgétaire, la publication, en fin mars 1931, du plan d'union douanière entre l'Allemagne et l'Autriche avaient ébranlé fortement la confiance dans la monnaie autrichienne. Mais la véritable panique ne se produisit que lorsque la situation critique du Kreditaustalt fut de notoriété publique. Les Autrichiens, comme les étrangers commencèrent

¹ Voir à ce sujet : Henri Blumenfeld. — *Les capitaux migrants*. Giuseppe Bianchini. — *Les mouvements internationaux de capitaux après la guerre*. « L'Europe Nouvelle », 18 avril 1931, p. 540. Kindleberger. — *International short term capital movements*. George Royot. — *Les mouvements internationaux des capitaux*, Journal de la Société Statistique de Paris, avril 1933, p. 123.

² Francis Delaisi. — *La bataille de l'or*, p. 39.

à retirer en masse leurs capitaux de ce pays. Ni les crédits de la Banque de Règlements Internationaux et de la Banque d'Angleterre, ni la hausse considérable du taux de l'escompte¹ n'arrivèrent à arrêter la fuite des capitaux.

L'Allemagne, où régnaient des conditions semblables, subit à son tour, surtout par suite de la faillite de la Danatbank, le 13 juillet 1931, les retraits massifs des capitaux. Ici non plus, ni les crédits étrangers, ni l'ajournement à un an du paiement des dettes de guerre par le moratoire Hoover, ni la hausse du taux de l'escompte de 4 à 15 % n'arrêtèrent la fuite des capitaux. L'Allemagne, comme l'Autriche, n'a pu remédier à la situation que par la restauration du contrôle des échanges.

La crise financière, partie d'Autriche, n'a pris un véritable caractère mondial que lorsqu'elle a touché l'Angleterre. « La crise » de Berlin ne pouvait manquer d'avoir de graves répercussions » à Londres. Les banquiers de cette place, mettant à profit » l'énorme volume de fonds internationaux à court terme dont » ils disposaient, avaient libéralement consenti des avances aux » banques et à l'industrie allemande. Contrairement aux insti- » tutions américaines et françaises, elles n'avaient dénoncé que » lentement ces crédits au moment où le run s'était intensifié. » Eu conséquence les actifs qu'elles possédaient en Allemagne » furent gelés dès que survint la catastrophe et que les banques » de Berlin eurent fermé leurs portes. Des maisons importantes » auraient été sérieusement engagées. Les créanciers étrangers » de Londres éprouvèrent de l'inquiétude au sujet de leurs avoirs » en livres. Un assaut fut déclenché contre la devise britannique². »

Cette offensive contre la livre sterling fut si violente que la Banque d'Angleterre, pendant les deux dernières semaines de juillet seulement, perdit 30 millions de livres sterling d'or et son encaisse tomba à 133 millions de livres. « Au début, la Banque » d'Angleterre espéra que ce drainage serait vite arrêté et elle » s'était contentée d'élever son taux d'escompte à 3 1/2 % le » 23 juillet, et puis à 4 1/2 % le 30 juillet³. » Cette hausse du taux de l'escompte resta cependant complètement inopérante ; bien

¹ Le taux de l'escompte s'éleva par trois paliers, de 5 à 10 % en juin et juillet 1931.

² Lionel Robbins. — *Op. cit.*, p. 117.

³ S. J. Catiforis. — *Op. cit.*, p. 139.

au contraire, l'exode des capitaux s'accéléra par la participation des Anglais eux-mêmes à la fuite devant la livre sterling¹.

La Banque d'Angleterre, devant l'inefficacité de la hausse de son taux d'escompte, fut obligée de demander du secours aux banques étrangères. Le 31 juillet, un crédit de 50 millions de livres (en francs et en dollars) lui fut accordé par la Banque de France et la Federal Reserve Bank de New-York. Non seulement ce prêt, mais un second encore, l'équivalent de 80 millions de livres sterling, s'épuisèrent vite. « Le 16 septembre, la sortie des » capitaux s'éleva à 5 millions de livres, le 17 à 10 millions, le » 18 à 18 millions et le samedi 19, pour une demi-journée seulement, à 9 millions². »

L'Angleterre, n'ayant pas pu obtenir un troisième crédit, dut alors, pour la défense de sa monnaie, détacher la livre de l'or, le 21 septembre 1931. Tout de suite après cet acte, la valeur extérieure de la livre se déprécia de plus de 30%, alors que sa valeur intérieure, c'est-à-dire le niveau général des prix, resta stable. Cela revient à dire que les prix britanniques, avec la dévaluation, tombèrent au-dessous des prix mondiaux ; il en résulta, pendant les années suivantes, une amélioration considérable de la balance commerciale britannique dont la répercussion sur l'industrie britannique et sur l'état du chômage ne pouvait être que réjouissante. C'est ainsi que, grâce à la dévaluation de la livre, l'industrie britannique a pu sortir de la situation lamentable où l'avait plongée la revalorisation de 1925.

Le jour même du détachement de la livre de l'or, la Banque d'Angleterre porta son taux d'escompte à 6% pour donner l'impression qu'elle lutterait contre toute inflation. D'autre part, le rétablissement de l'équilibre budgétaire, à la fin de 1931 déjà, raffermi la confiance dans la devise anglaise ; les capitaux commencent à rentrer en Angleterre en dépit de la baisse rapide du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre pendant ce premier semestre de 1932.

La dévaluation de la livre sterling a exercé une répercussion

¹ Les Anglais commencèrent à exporter leurs capitaux lorsque des rumeurs inquiétantes sur la marine anglaise parcoururent le pays — la marine s'opposait à toute compression des dépenses et une révolte dans la flotte était probable — et lorsque le déséquilibre budgétaire fut connu par le public après la publication, en juillet 1931, du rapport du comité May (Comity on National Expenditure).

² S. J. Catiferis. — Op. cit., p. 140.

immédiate sur la monnaie de nombreux pays. En effet, les Banques centrales des pays qui avaient introduit le « Gold Exchange Standard » chez eux détenaient en livres sterling une partie importante de leurs réserves, et la valeur de celles-ci, du fait de la dépréciation de la livre sterling, subit une considérable réduction. De ce fait, et en outre en présence du danger de déséquilibre de leur balance commerciale en faveur de l'Angleterre, ces pays se virent obligés, à leur tour, de dévaluer leurs monnaies respectives. La Norvège abandonna l'étalon-or le 28 septembre 1931, la Suède et le Danemark le 29 septembre, la Finlande le 12 octobre ; le Portugal, l'Égypte, le Siam, les Dominions et les Colonies britanniques en firent autant.

En 1933, les États-Unis d'Amérique dévaluaient le dollar. Cependant ils obéissaient à un autre motif. Les pays qui avaient dévalué précédemment leurs monnaies respectives cherchaient, par cette opération, à enrayer la fuite des capitaux, à rendre favorable la balance commerciale, ou à l'empêcher de devenir défavorable. Pour atteindre ce but, il était dès lors nécessaire que, dans ces pays, la valeur intérieure de la monnaie ne se déprécie pas, c'est-à-dire que les prix ne haussent pas concurrentiellement à la dépréciation de la valeur extérieure. Alors que ces pays, après la dévaluation, luttaient coûte que coûte contre la hausse des prix nationaux, les États-Unis, au contraire, attendaient de la dévaluation du dollar la hausse des prix, qui étaient continuellement en baisse depuis la crise de 1929. Les répercussions de cette baisse sur l'économie américaine furent si pernicieuses que, lorsque Roosevelt prit le pouvoir, il n'hésita pas, afin d'y mettre fin, à détacher, le 19 avril 1933, le dollar de l'or¹. Cette opération ne tarda pas à donner le résultat désiré ; les prix cessèrent de fléchir et accusèrent même une tendance à la hausse. Sur quoi, par la loi du « Gold Reserve Act » du 30 janvier 1934, le dollar fut rattaché de nouveau à l'or, mais à un nouveau pair, à savoir 15 grains 5/21 d'or (avant 25.8) au titre de 9/10 pour un dollar, ce qui fait 35 dollars pour une once d'or².

Cette nouvelle définition du dollar avait cependant un caracté-

¹ La loi (Thomas Amendment Act) qui autorisa la dévaluation la prévoyait jusqu'à 50 %.

² Le nouveau dollar valait ainsi 59.06 % de l'ancien, soit une dévaluation de 40 %.

tère provisoire, car le Président conservait le droit de dévaluer jusqu'à 50 %, si les circonstances l'exigeaient.

Après la dévaluation du dollar, les pays se divisèrent en deux groupes :

1° Les pays qui renoncèrent à l'étalon-or ;

2° Les pays qui restèrent fidèles à l'étalon-or. Ces derniers, soit la France, la Suisse, la Belgique, la Hollande, la Pologne et l'Italie formèrent le groupe dit du bloc-or. Malgré leur déclaration unanime, le 3 juillet 1933, de ne jamais abandonner l'étalon-or et la lutte acharnée qu'ils menèrent à cette fin, les pays du bloc-or ne purent résister longtemps à l'avalanche des dévaluations et, les uns après les autres, durent céder.

Les dévaluations précédentes avaient en effet élevé les prix des pays du bloc-or au-dessus de ceux des pays à la monnaie dévaluée. De ce fait, l'activité économique des membres du bloc-or souffrit énormément ; de plus en plus leur balance commerciale devint défavorable, leur industrie mal en point et le nombre des chômeurs élevé. Pour remédier à cette situation déplorable, ils essayèrent d'abord de faire baisser les prix chez eux, par une politique de déflation. Mais l'écart entre leurs prix et ceux des pays à monnaie dévaluée était si grand qu'il ne pouvait être comblé qu'au moyen d'une forte déflation. Une baisse de cette envergure aurait, en réalité, porté un coup plus direct et décisif à leur économie ; cette politique pouvait leur infliger un préjudice plus grave que les dévaluations faites par les autres pays.

Il ne s'offrait d'autre remède à cette situation pénible que de faire baisser les prix pour l'extérieur, tout en les gardant stables à l'intérieur. Mais cela n'était possible qu'en dévaluant la monnaie. La lutte désespérée des pays du bloc-or n'aboutit, en effet, en fin de compte, qu'à la dévaluation. L'Italie, en mars 1934, la Pologne, en avril 1936, abandonnèrent implicitement l'étalon-or, en instaurant chez elles le contrôle des changes. La Belgique dévalua sa monnaie de 28 %, le 30 mars 1935, alors que les trois autres membres du bloc-or en faisaient autant le 26 septembre 1936.

La nouvelle teneur-or du franc français pouvait varier entre 49 et 43 mmgr. d'or au titre 9/10, ce qui représentait une dévaluation oscillant entre 25.19 et 34.35 %, puisque précédemment

le franc contenait 65 mmgr. d'or. Pourtant cette dévaluation ne suffit pas à arrêter la fuite de l'or, et la France dut, en juin 1937, rompre tout à fait le lien entre le franc et l'or.

La Suisse fixa aussi une limite maxima (215 mmgr.) et une limite minima (190 mmgr.) pour la nouvelle teneur-or de son franc. L'ancienne parité étant de 290 mmgr., la dévaluation du franc suisse était de 25.94 % à 34.55 ou de 30 % en moyenne.

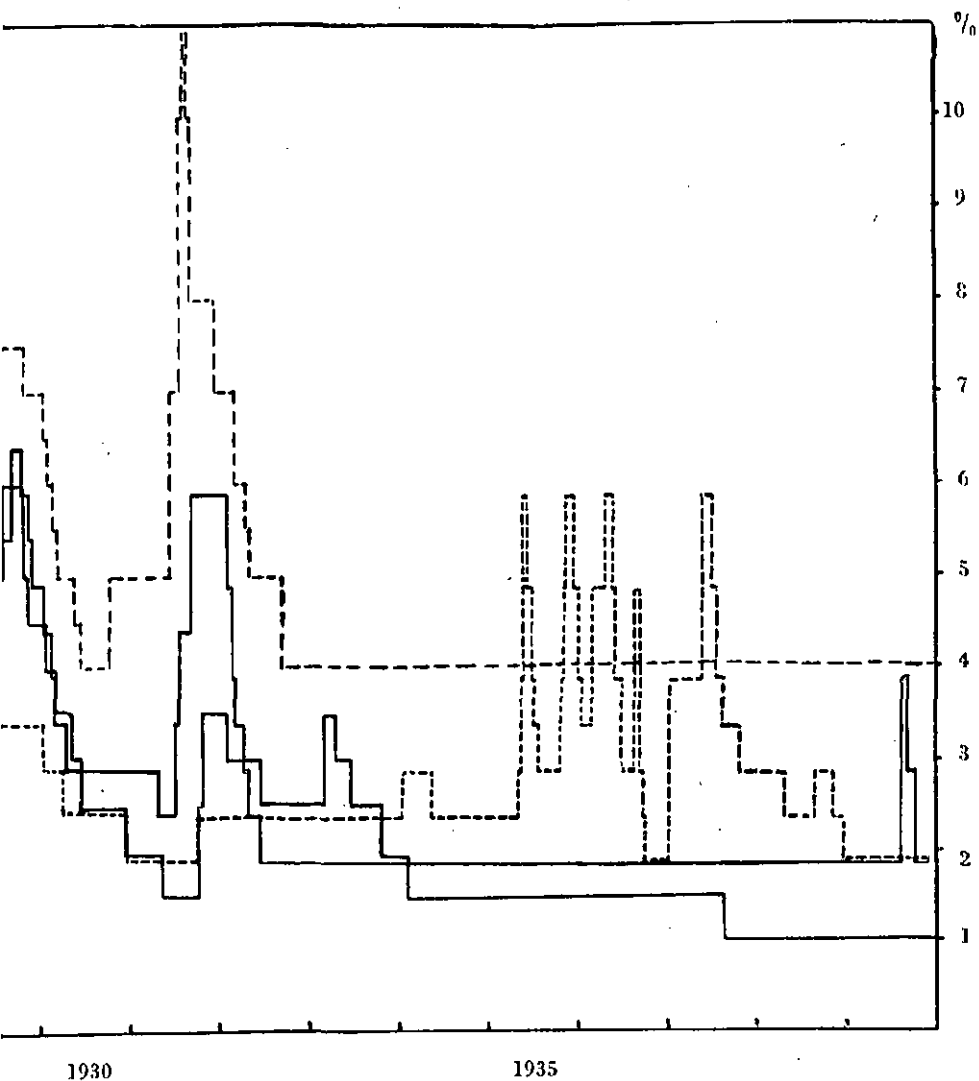
Quant à la Hollande, elle détacha complètement le florin de l'or et cette monnaie perdit immédiatement 20 % de sa valeur¹.

Répétons encore que, après les dévaluations, toutes les Banques centrales tour à tour réduisirent leurs taux d'escompte respectifs à des niveaux extrêmement bas. Depuis lors elles se refusent à toute élévation de ce taux. Car on admit dès lors, à la lumière de l'expérience, que l'élévation du taux de l'escompte n'est pas un remède infailible à la dépréciation de la valeur extérieure de la monnaie, que, de plus, elle porte préjudice à la production nationale et que, par là, elle accroît le chômage.

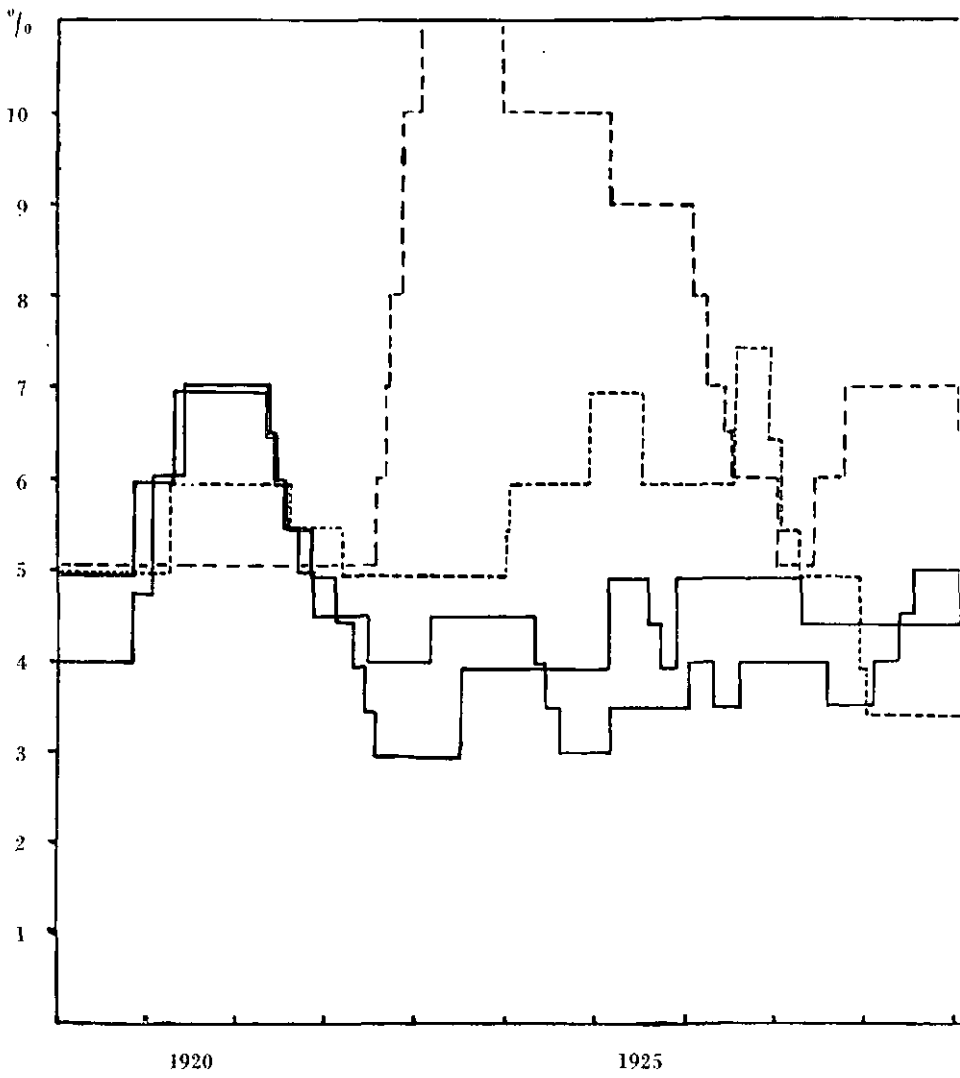
Si aujourd'hui on n'a plus recours au taux de l'escompte pour stabiliser la valeur extérieure de la monnaie, on dispose, en revanche, à cette fin, d'autres moyens, d'autres institutions : dans certains pays, le contrôle des changes, dans d'autres, le fonds d'égalisation des changes. Tandis que le système du contrôle des changes se propose de maintenir la stabilité de la valeur extérieure de la monnaie en rationnant la demande de devises, le fonds d'égalisation des changes prétend atteindre le même but en achetant des devises lorsque l'offre dépasse la demande et en en vendant lorsque la situation inverse se présente. Le système du fonds d'égalisation, contrairement au système du contrôle des changes, « ne modifie en rien la liberté des particuliers dans leurs transactions sur devises et le cours du change lui-même dépend uniquement des offres et des demandes en présence². » Le fonds d'égalisation des changes ne vise pas seulement à stabiliser la valeur extérieure de la monnaie, mais encore « à protéger le système de crédit intérieur contre les perturbations résultant de

¹ Après la dévaluation du franc français, l'Angleterre, les Etats-Unis et la France conclurent, en septembre 1936, un accord tripartite pour maintenir la stabilité de leurs changes respectifs. La Suisse, la Hollande et la Belgique y adhérèrent en novembre 1936.

² Roger Traub. — *Le contrôle des changes*, p. 1.



Federal Reserve Bank de New-York.
Banque d'Angleterre.
Banque de France.
Reichsbank.



- Le taux d'escompte de la
- Le taux d'escompte de la
- - - Le taux d'escompte de la
- · · Le taux d'escompte de la

» l'afflux et du reflux des capitaux étrangers à court terme¹ ».

Après avoir décrit les grandes lignes de l'évolution économique et monétaire mondiale entre les deux grandes guerres, nous examinerons maintenant de plus près les répercussions des variations des taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, de la Banque de France, de la Reichsbank et de la Federal Reserve Bank de New-York sur le cours des changes et sur l'encaisse-or d'une part, et sur le niveau général des prix, d'autre part.

Pour rendre plus objective, plus aisée cette étude, nous avons établi quelques graphiques dont les courbes sont tracées d'après les chiffres contenus dans les tableaux joints à la fin de cette étude².

¹ Paula Horwitz. — *Les fonds d'égalisation des changes*, p. 30.

a. Sur les fonds d'égalisation des changes, qui occupent aujourd'hui dans les systèmes monétaires une place prépondérante, voir : N. Argenti. — *The British Exchange Equalisation Fund*. Bankers Magazine, janvier-février 1938. A. Comstock. — *British Exchange Equalisation Account*. American Economic Review, décembre 1933. M. Crump. — *The development of Exchange Funds*. Lloyds Bank Monthly Review, janvier 1937. Paul Einzig. — *The Exchange Equalisation Accounts New Tactics*. The Banker, mai 1936. P. Horwitz. — *Op. cit.* V. Polejina. — *Les fonds d'égalisation des changes*. Charles Rist. — *Les fonds d'égalisation des changes et leur action sur les prix et sur l'activité économique*. Revue d'Economie Politique, novembre-décembre 1938. L. Waight. — *The History and Mechanisme of the Exchange Equalisation Account*. R. Wolff. — *Fonds d'égalisation des changes et la stérilisation de l'or*. Revue d'Economie Politique, juillet-août 1937.

² Pour pouvoir, en cas de nécessité, rapprocher les différentes courbes les unes des autres sur le même graphique, nous n'avons pas pris les chiffres absolus, tels qu'ils figurent sur les tableaux, mais les chiffres relatifs ; ceux-ci ayant été calculés sur la base de ceux-là.

CHAPITRE V

Les résultats de la politique d'escompte extérieure

Il découle des discussions théoriques que ce ne sont pas les modifications absolues du taux de l'escompte, mais plutôt ses modifications relatives, c'est-à-dire celles créant des écarts entre ce taux et les taux courants à l'étranger, qui peuvent influencer le cours des changes et l'encaisse-or. Il n'est pas certain, en effet, que chaque élévation du taux de l'escompte entraîne nécessairement une importation des capitaux et arrête, par là, la dépréciation de la valeur extérieure de la monnaie, et chaque réduction de ce taux provoque inévitablement une sortie des capitaux et, par là, déprécie la valeur extérieure de la monnaie. Ces résultats ne se produiront pas si, dans le premier cas, les taux courants à l'étranger s'élèvent plus vite et, dans le second cas, s'ils baissent de même.

Nous voulons dire qu'il serait prématuré et faux de juger le degré d'efficacité d'une modification du taux de l'escompte, sans d'abord prendre en considération le niveau des taux courants à l'étranger, du moins le niveau des taux les plus influents. Pour obtenir un jugement pertinent, la comparaison des niveaux des taux d'escompte est indispensable. Pour en faciliter l'étude, au cours du présent chapitre, nous avons dressé le graphique I, sur lequel figurent quatre courbes, chacune représentant les modifications du taux d'escompte de l'une des quatre Banques centrales mentionnées ci-dessus ¹.

¹ Pour le présent chapitre, voir entre autres : B. H. Beckhart. — *Discount Policy of the Federal Reserve System*. Pierre Cauboue. — *Les variations du taux de l'escompte de 1921 à 1934*. Christian Emanoil. — *Les variations du taux de l'escompte en France*. R. G. Hawtrey. — *A Century of Bank Rate*. Fritz-Ernest-Carl Peter. — *Die Diskont- und Kreditpolitik*

I

Nous avons parlé d'examiner la politique d'escompte pratiquée par quatre Banques centrales pendant la période qui s'est écoulée entre les deux guerres mondiales. Toutefois, avant de nous engager dans cette voie, il ne nous semble pas inutile de jeter un rapide coup d'œil sur une des politiques d'escompte pratiquées avant la première guerre mondiale et les résultats obtenus par elle. A titre d'exemple, nous avons relevé, sur le graphique II, les modifications du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre entre 1881-1891 et les mouvements de l'encaisse-or de la même Banque. Nous nous arrêtons à ce cas, car c'est la Banque d'Angleterre qui, jusqu'à la première guerre mondiale, s'est servie le plus fréquemment, sans hésitation et le plus habilement, de son taux d'escompte pour défendre son encaisse-or.

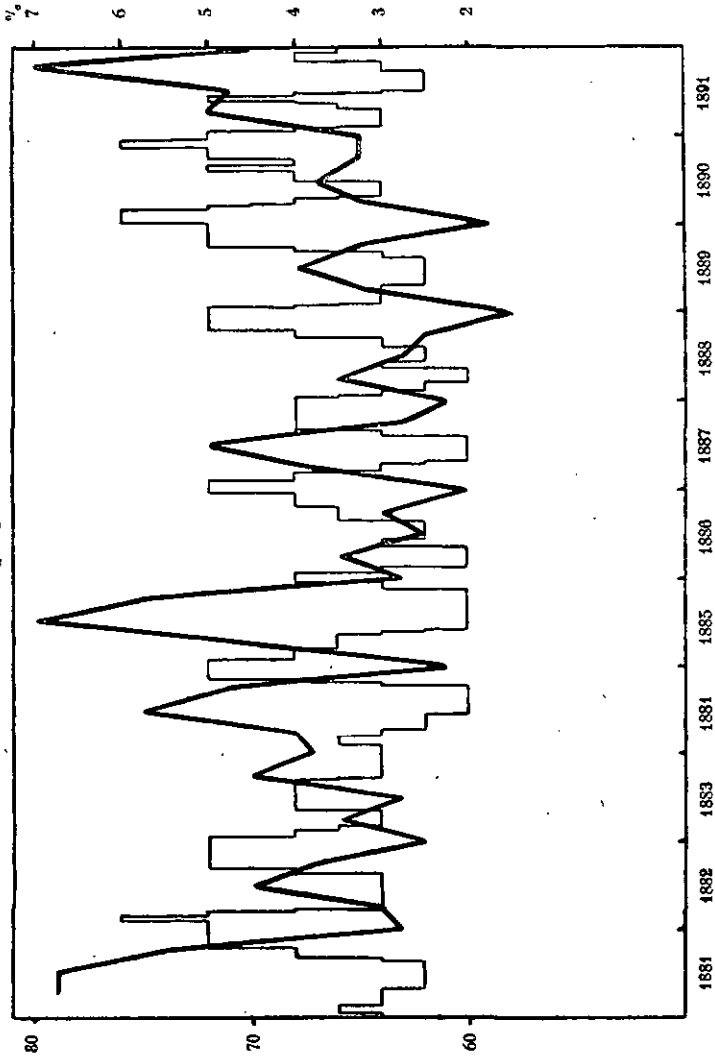
Un coup d'œil sur le graphique II révèle, en effet, quelles fréquentes et souvent amples modifications subissait le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, afin de renverser les mouvements exagérés de la courbe de l'encaisse-or, aussi bien à la hausse qu'à la baisse. D'après le tracé des courbes, l'efficacité des variations du taux de l'escompte sur l'encaisse-or est indéniable. Chaque fois que l'encaisse-or subit une chute, le taux de l'escompte s'élève et, aussitôt après, l'encaisse-or enregistre un relèvement et vice-versa¹.

Avant la première guerre mondiale, l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre était très sensible aux variations du taux de l'escompte ; tout d'abord parce que le système du « Gold Specie Standard », qui était en vigueur alors, augmentait cette sensibilité. A cette époque les pièces d'or circulaient à l'intérieur du pays et, lorsque la Banque d'Angleterre élevait son taux d'escompte,

des Bundesreservesystems der Vereinigten Staaten von Amerika. Paul Reinhard. — *Die Diskontpolitik der Deutschen Reichsbank seit 1914.* Narcisse Rosenthal. — *La politique d'escompte de la Banque de France depuis 1914.* J. Stehelin. — *La politique de l'escompte de la Banque d'Angleterre.* Willy Elmendorff. — *Die Diskont politik der Bank von England während des Krieges 1914-1919.* G. F. D. Zimmermann. — *Bankrate and the money market in England, France, Germany, Holland and Belgium 1900-1931.*

¹ Pour les commentaires sur les variations du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, voir : R. G. Hawtrey. — *A Century of Bank Rate*, p. 102 à 110. W. Edwards Beach. — *British International Gold Movements and Banking Policy. 1881-1913*, p. 105 à 121.

Graphique II



— Le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre.
- - - - - Les réserves-or (bullion) de la Banque d'Angleterre (moyennes trimestrielles).

si même ce renchérissement du loyer de l'argent n'attirait pas de l'or de l'étranger, il contractait en tout cas la demande intérieure et faisait en outre rentrer une partie de l'or en circulation dans les coffres-forts de la Banque.

Après la première guerre mondiale, lorsque les pays restaurèrent le « Gold Standard », ce n'était plus le système du « Gold Specie Standard » qui prédominait, mais le système du « Gold Bullion Standard ». Dès lors, les pièces d'or ne jouent plus à l'intérieur d'aucun pays le rôle de moyen de paiement. De ce fait, actuellement, il est hors question de modifier l'encaisse métallique en agissant, par les modifications du taux de l'escompte, sur la demande intérieure d'or. Dans les conditions présentes, les modifications du taux de l'escompte ne peuvent avoir des répercussions sur l'encaisse-or que si elles arrivent à influencer les mouvements internationaux de ce métal.

Le rôle capital que jouait la place de Londres comme centre financier du commerce international renforçait aussi l'efficacité de la politique d'escompte de la Banque d'Angleterre. Certaines maisons londoniennes spécialisées accordaient des crédits d'acceptation aux commerçants du monde entier. Les effets acceptés par ces maisons étaient considérés partout comme une matière de placement à court terme des plus sûres. Lorsque la Banque d'Angleterre élevait son taux d'escompte, il en résultait immédiatement un accroissement des demandes pour les effets commerciaux en question ; en conséquence, la devise anglaise était recherchée et la Banque d'Angleterre ne tardait pas à recevoir de l'or. En cas de réduction du taux de l'escompte, les effets acceptés par les maisons londoniennes se présentaient à l'escompte en plus grand nombre ; l'offre de la devise anglaise augmentait et, finalement, la Banque d'Angleterre perdait de l'or¹.

Depuis la première guerre mondiale, les choses se présentent sous un autre aspect. Les maisons d'acceptation anglaises, qui

1 « La hausse du taux de l'escompte, écrit Louis Pommery, rend davantageuse, en effet, la mise en portefeuille de traites tirées sur ce pays. Bien entendu, l'étranger n'achète que du papier portant des signatures indiscutées et autant que possible connues de lui. C'est donc sur l'acceptation de banque que ses préférences se portent tout naturellement et il est important qu'un marché en soit bien approvisionné. »

« Il en est ainsi à Londres et ce fait donne beaucoup d'efficacité à la politique de l'escompte de la Banque d'Angleterre. Quand le taux de l'escompte est bas à Londres, la plupart des acceptations anglaises en circulation y sont escomptées. Quand le taux s'élève, elles sont, au contraire, recher-

étaient sans concurrentes jusqu'alors, doivent maintenant lutter contre la concurrence des maisons d'acceptation new-yorkaises. Celles-ci, non sans difficultés, réussirent à détourner en leur faveur une partie importante des clients de Londres. Aujourd'hui, les sollicitateurs de crédits d'acceptation ne sont pas obligés de s'adresser aux maisons londoniennes ; ils ont le choix et ils préfèrent la place qui leur offre les crédits les meilleurs marché. Si donc le taux de l'escompte à Londres s'élève au-dessus du taux de New-York, les maisons londoniennes perdront leurs clients au profit des maisons new-yorkaises. C'est là une des raisons de la réduction, en nombre et en amplitude, des variations du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre après la première guerre mondiale. Cette dernière, qui avait modifié son taux d'escompte 86 fois entre 1881 et 1891, ne l'a fait que 35 fois entre 1919 et 1939.

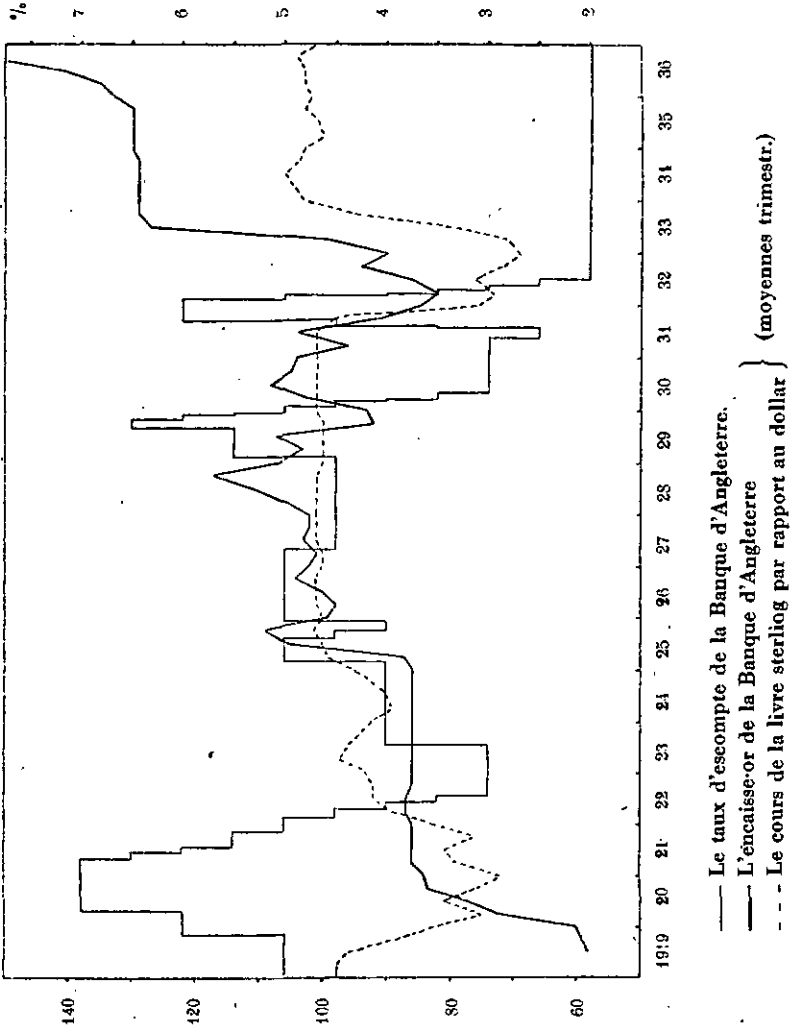
Pour démontrer l'action de ces dernières trente-cinq modifications sur la valeur extérieure de la livre sterling, nous avons établi les graphiques III et IV.

Depuis 1920, l'intention du gouvernement anglais de revaloriser la livre sterling et le succès des mesures prises à cette fin, n'avaient passé inaperçus nulle part ; le cours de la devise anglaise tendait constamment à monter, ce qui offrait aux capitalistes une occasion de réaliser des bénéfices sans grands risques. Les opérations spéculatives à la hausse de la livre sterling ne tardèrent pas à accélérer le redressement de cette monnaie. Jusqu'en mai 1925, date où la livre sterling fut légalement rattachée à l'or, à la parité d'avant guerre, les capitaux affluaient à Londres moins pour profiter d'un taux d'intérêt avantageux que pour spéculer sur la hausse de la livre sterling.

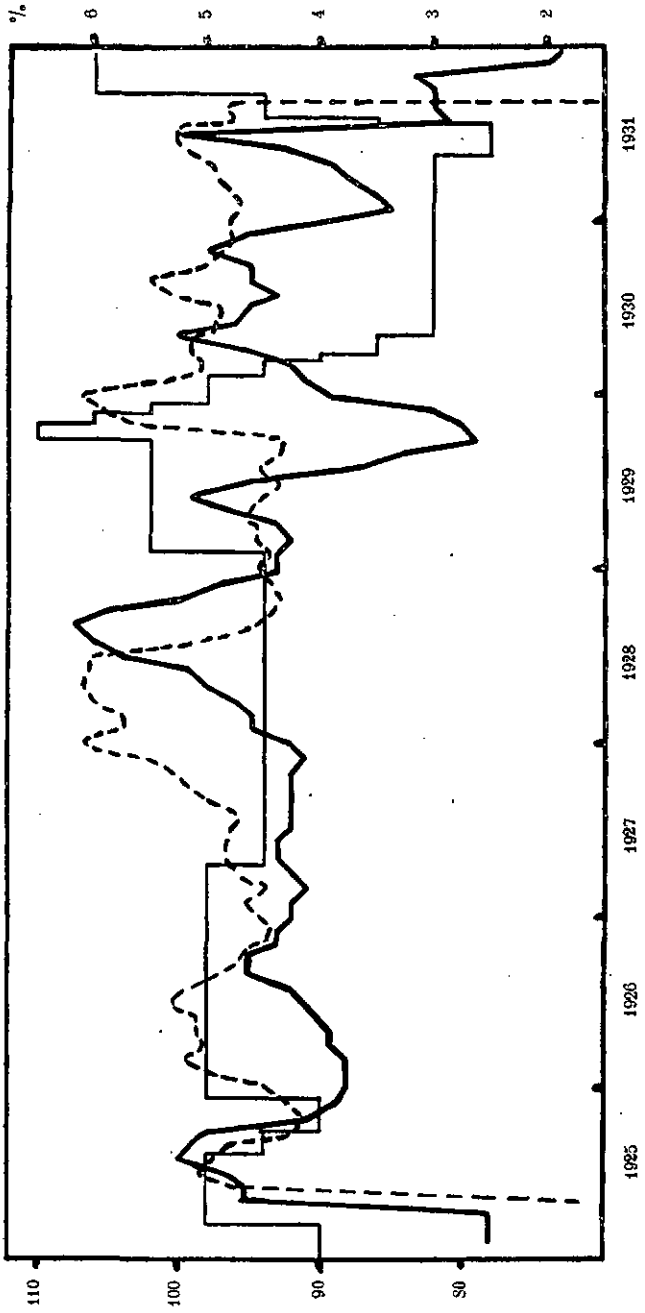
Toutefois, nous reconnaissons que pendant cette période les variations du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre ont eu aussi une certaine influence sur le cours des changes. Après la crise économique mondiale de 1921, les taux d'escompte des Banques centrales commencèrent à baisser. Celui de la Banque d'Angleterre prit bientôt la tête de cette course à la baisse. Lorsqu'il atteignit trois pour cent, celui de la Federal Reserve Bank de New-York

» chées par les banques du monde entier et il en résulte une vive demande de » sterling qui vient, au moment voulu, redresser le change. La souplesse de » ce mécanisme explique comment l'Angleterre a pu se contenter d'une encaisse- » or relativement faible. » *Le marché de Paris et les acceptations de banque.* « Revue d'Economie Politique » 1929, p. 290.

Graphique III



Graphique IV



- Le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre.
- L'encaisse-or de la Banque d'Angleterre.
- - - Le cours de la livre sterling par rapport au dollar.

s'arrêta à 4 % ; ce qui créa un écart de 1 % entre les deux taux. Lorsque, quelques mois plus tard, l'écart passa à 1 1/2 %, par suite du relèvement à 4 1/2 % du taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York — 23 février 1923 — la courbe du cours de la devise anglaise par rapport au dollar commença à fléchir. C'est grâce à l'élévation à 4 % du taux de la Banque d'Angleterre, le 5 juillet 1923, que la différence tomba à 1/2 % et que la chute de la livre sterling s'arrêta. Celle-ci ne reprit sa course à la hausse que lorsque la Federal Reserve Bank de New-York réduisit, en 1924, son taux d'escompte à 3 %.

Quelques mois plus tard, le 27 février 1925, cette dernière élevait son taux d'escompte à 3 1/2 % et obligeait ainsi la Banque d'Angleterre à porter le sien à 5 % le 5 mars 1925. La Banque d'Angleterre « craignait évidemment que, si un écart suffisant » entre le taux de l'argent à Londres et le taux à New-York » n'était pas maintenu, les capitaux étrangers, notamment les » capitaux américains déposés dans les banques anglaises, aient la » tentation de passer à New-York... Ces retraits de capitaux eus- » sent nui à la revalorisation de la livre que le gouvernement bri- » tannique et les grandes banques de la Cité opéraient peu à » peu¹ ».

Après le rattachement de la livre sterling à l'or, le mouvement ascendant des courbes de l'encaisse-or et du cours de la livre sterling par rapport au dollar se poursuivirent encore quelque temps, ce qui permit à la Banque d'Angleterre d'abaisser son taux d'escompte, en août 1925, à 4 1/2 % et le 1er octobre à 4 %. Pendant ces mêmes mois, le taux de la Federal Reserve Bank de New-York était de 3 1/2 % ; malgré la supériorité du taux de la Banque d'Angleterre sur ce dernier, les répercussions de la réduction à 4 % furent nettement défavorables ; la livre sterling commença immédiatement après à se déprécier et la Banque d'Angleterre à perdre de l'or. Afin d'enrayer la chute des deux courbes, la Banque d'Angleterre releva son taux à 5 % en décembre 1925 ; aussitôt la hausse remplaça la baisse.

Dans le deuxième semestre de 1926, les courbes subirent une nouvelle chute à laquelle le taux de l'escompte resta insensible, alors que, lorsqu'elles reprirent au début de 1927 leur course ascendante, le taux de l'escompte fut réduit à 4 1/2 % le 21 avril 1927 et y demeura jusqu'en février 1929.

¹ Pierre Cauboue. — *Op. cit.*, p. 94 et 95.

A partir de 1928, en vue de freiner les opérations spéculatives à la Bourse de New-York, la Federal Reserve Bank de New-York commença à élever son taux d'escompte. Celui-ci atteignait, en avril, le niveau du taux de la Banque d'Angleterre et, en juillet, le dépassait de $\frac{1}{2}$ 0/0. Il en résulta alors une fuite des capitaux de Londres vers New-York, une dépréciation de la devise anglaise et une perte d'or pour Londres. Si la hausse du taux d'escompte de cette dernière place à $5\frac{1}{2}$ 0/0, le 7 février 1929, remédia tant soit peu à la situation, l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre se remit à diminuer de plus belle, par suite de la hausse à 6 0/0, en août 1929, du taux de la Federal Reserve Bank de New-York.

Ce n'est pas, à vrai dire, l'élévation à $6\frac{1}{2}$ 0/0 du taux de l'escompte, le 26 septembre 1929, qui fut la cause du redressement des courbes ; les capitaux retournèrent à Londres non pas sous l'attrait du taux d'escompte de cette place, mais en vue d'échapper aux conséquences fâcheuses du krach boursier à New-York.

Avec la crise financière et la crise économique qui se développèrent simultanément, le monde se trouva dans une aisance monétaire sans précédent. De là résulta la baisse profonde des taux d'escompte dans tous les pays. Dès que le taux de la Banque d'Angleterre toucha 3 0/0, en mai 1930, la devise anglaise subit une nouvelle dépréciation et cette fois surtout par rapport au franc français. Cette dépréciation dépassant le point de sortie de l'or, une quantité considérable d'or s'achemina de la Banque d'Angleterre vers les caves de la Banque de France, et cela malgré la supériorité de $\frac{1}{2}$ 0/0 du taux de Londres sur celui de Paris.

La Banque d'Angleterre, pour ne pas porter un nouveau préjudice à l'industrie britannique, dont la situation pénible s'aggravait de plus en plus depuis et en raison de la revalorisation de la livre, préféra arrêter la fuite d'or par d'autres moyens que l'élévation du taux de l'escompte¹. Si donc il y a eu par la suite un

¹ Elle réduisit, par exemple, le point de sortie d'or en ne délivrant plus que des lingots d'or au titre standard de 0.916 2/3.

« Réduite, écrit William Oualid, à n'avoir plus en stock que l'or standard » à 0.916 2/3, la Banque d'Angleterre s'est vue contrainte de le livrer à sa » clientèle. Or, comme la Banque de France jusqu'en janvier 1931 n'acceptait » que l'or à 0.995, il en résultait pour les exportateurs ou importateurs d'or » anglais la nécessité de le faire affiner à ce titre pour le servir aux règle- » ments en France. Cette mesure eut pu enrayer l'exode du métal, si le besoin » n'en avait pas été intense. Et le seul effet en fut la baisse de la livre » sterling dont le point de sortie tomba au-dessous du niveau auquel anté-

redressement de la livre par rapport au franc français et de l'encaisse-or, le taux de l'escompte n'y a apporté aucune aide. Ce sont surtout, par un geste de solidarité internationale, les achats des devises britanniques par la Banque de France qui furent la cause de cette amélioration et qui permirent même à la Banque d'Angleterre de réduire son taux d'escompte à 2 1/2 0/0, le 14 mai 1931¹.

Lorsque la crise financière, partant d'Autriche et d'Allemagne, a touché l'Angleterre, l'élévation du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre à 4 1/2 0/0 et, après la dévaluation, à 6 0/0, n'a pas épargné à l'encaisse-or de cette banque une perte subite et importante. On a prétendu que l'inefficacité de cette mesure provenait de ce qu'elle fut prise trop tard et qu'elle ne fut pas suffisamment accentuée².

» rieurément il avait intérêt à substituer l'envoi de métal à l'échange de
» livrés contre des francs. Mais, par un choc en retour fréquent, cette chute
» du Gold point de sortie de la devise anglaise qui le ramena de 123 fr. 89
» à 123 fr. 76 puis à 123 fr. 54 ébranla la confiance des banques ou des
» capitalistes français dans la stabilité de la livre et la fixité de son point
» d'or de sortie. Elle les a incités à rapatrier leurs capitaux, ajoutant une
» nouvelle cause d'envoi d'or à celle que constituaient leurs propres besoins. »
Op. cit., p. 551 et 552.

¹ La Banque de France porta son taux à 2 0/0, le 3 janvier 1931. Roger Nathan, en commentant cet abaissement écrivait : « Ainsi l'action de la Banque de France est-elle surtout de courtoisie internationale. Elle marque, non seulement sa bonne volonté, mais sa volonté d'aider, dans la mesure où elle peut, la Banque d'Angleterre. A celle-ci maintenant de ne pas baisser son taux pour laisser à la mesure l'efficacité qu'elle peut avoir. » *L'or, la France et l'Angleterre*. « L'Europe Nouvelle », 10 janvier 1931, p. 37.

² « L'Economist admet, écrit Louis Baudin, que les taux à Londres sont demeurés factices et ont été hâtivement haussés au dernier moment. M. Goodenough lui-même, le 23 novembre dernier, examinant la situation de son pays en 1929, explique que les taux sont restés « indûment bas », à cause du désir du gouvernement de financer la dette flottante à des conditions aussi avantageuses que possible, et il fait remarquer à juste titre que le refus de hausser le taux officiel, lorsque la nécessité s'en fait sentir, détermine une situation malsaine. »

» Plusieurs banquiers s'efforcent dans leurs discours de justifier l'inertie de la Banque d'Angleterre. »

« Le seul péché d'omission dont on nous ait accusés a été le maintien du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre à 4 1/2 0/0. Mais il est incontestable qu'étant donné l'état de nervosité de l'étranger une hausse de ce taux aurait été interprétée seulement comme un signe de faiblesse et aurait augmenté les alarmes de nos créanciers. » (Harry Goschen)...

« Ces mêmes arguments figurent dans le discours prononcé par Sir Josiah Stamp à la Fédération des Industries britanniques et à la Chambre de commerce de Birmingham, et certes ils sont valables si nous nous en tenons à la dernière heure. Une fois la confiance partie, la panique déclenchée, ce

A notre avis, dans les conditions existant alors en Angleterre, il était peu probable qu'une élévation plus prononcée du taux de l'escompte ait pu remédier à la situation. En Autriche et en Allemagne, la hausse beaucoup plus forte des taux d'escompte n'a donné aucun résultat satisfaisant ; une telle mesure ne pouvait fort probablement pas avoir plus de chances de réussite en Angleterre. D'ailleurs, si on avait élevé plus tôt et plus fortement le dit taux et si cela avait réussi à enrayer la fuite d'or, le redressement ainsi réalisé n'aurait pas été viable. Car le renchérissement du loyer de l'argent aurait nui davantage encore à l'industrie britannique ; le déficit de la balance commerciale se serait élargi, ce qui aurait déprécié plus tard, une fois de plus, la devise anglaise.

Pour sortir définitivement de l'impasse dans laquelle se trouvait l'Angleterre, il était nécessaire de réparer la faute commise en 1925 par la revalorisation de la livre sterling. Une élévation accentuée du taux de l'escompte était impuissante à opérer cette correction, ou elle ne pouvait le faire qu'au prix de la destruction, pour ainsi dire complète, de l'industrie britannique. Le seul salut résidait dans la dévaluation. C'est en effet ce que l'Angleterre fit en 1931, et c'est grâce à cette mesure que son économie entra, dans une nouvelle ère de prospérité ; la devise anglaise se redressa et le stock-or de ce pays s'accrut considérablement.

Après la dévaluation, la Banque d'Angleterre réduisit son taux d'escompte à 2 % et depuis lors elle ne s'en écarta plus, sauf une fois en 1939 pour une courte durée. Malgré cette immobilité et cette extrême modicité du taux de l'escompte, la devise anglaise ne subit aucune chute notable et la Banque d'Angleterre ne perdit pas la moindre quantité d'or. Bien au contraire, ses réserves métalliques augmentèrent régulièrement. Cet état de choses est inexplicable par les théories relatives à l'action du taux de l'escompte sur la valeur extérieure de la monnaie ; il contredit en quelque sorte les thèses en question. L'expérience de la Banque d'Angleterre a prouvé que la modicité du taux de l'escompte ne déprécie pas la valeur extérieure de la monnaie — au contraire, elle la redresse — et que la réduction de ce taux est un remède mieux

» n'est pas l'attrait d'une rémunération supplémentaire qui aurait retenu les capitaux. »

Louis Baudin. — *L'Angleterre nouvelle d'après les discours de ses banquiers : Protectionnisme et monnaie dirigée.* « Revue d'Economie Politique » 1932, p. 414 et 415.

approprié que son élévation pour arrêter la dépréciation de la devise nationale et la fuite de l'or.

La modicité et la stagnation du taux de l'escompte redressent la devise nationale, parce qu'elles favorisent la production. L'accroissement de cette dernière permet d'augmenter les exportations ; la balance commerciale devient favorable et, en conséquence, la devise nationale devient plus forte. De plus, parallèlement au redressement de la valeur extérieure de la monnaie, le niveau de vie de la communauté s'élève et le chômage diminue ; tout cela, répétons-le, grâce à la modicité et à l'immobilité du taux de l'escompte.

Vu la réussite de la politique de l'argent à bon marché de la Banque d'Angleterre, les autres institutions centrales ne tardèrent pas, à leur tour, à mettre en pratique la même politique dans leur pays. Les Banques centrales refusent actuellement d'élever leur taux d'escompte, parce qu'elles ont compris, après de longues et douloureuses expériences, que la hausse du taux de l'escompte n'est pas un remède efficient à la dépréciation de la valeur extérieure de la monnaie et que, de plus, elle contrarie la production nationale et augmente le chômage.

Afin de démontrer l'importance croissante du mouvement en faveur de la politique de l'argent à bon marché, nous transcrivons ici quelques passages de ce qui a été écrit sur l'expérience de la Banque d'Angleterre :

« Sous l'influence de cette théorie erronée, écrit Keynes¹, la
» Cité de Londres inventa peu à peu, pour assurer l'équilibre
» économique, la technique la plus dangereuse qui se puisse ima-
» giner, consistant à faire varier le taux de l'escompte tout en
» maintenant le change à une parité fixe... Les banquiers de la
» Cité ont beaucoup appris au cours des années dernières, et il
» semble permis d'espérer que, sous prétexte de défendre la ba-
» lance commerciale, on n'emploiera plus jamais la technique du
» taux de l'escompte d'une manière qui, à l'intérieur du pays,
» puisse créer du chômage. »

« Les dirigeants des grandes banques anglaises sont unanimes
» à louer les avantages de la monnaie dirigée et aucun d'eux ne
» demande le retour à l'étalon-or. Tous sont d'accord pour recon-
» naître que le Trésor et la Banque d'Angleterre ont géré la mon-
» naie anglaise avec une parfaite maîtrise, au mieux des intérêts

¹ J. M. Keynes. — *La théorie générale*, p. 352.

» du pays ; tous sont également d'accord pour se féliciter des résultats obtenus par la politique de l'argent à bon marché¹. »

« Et c'est une raison fondamentale pour laquelle la Grande-Bretagne est délibérément hostile à un retour à l'étalon-or classique, car le principe du système est de régler les mouvements d'or au moyen de changements parfois brusques et simples du taux d'escompte officiel. On peut donc dire, sans crainte d'erreur, que l'argent bon marché est, à l'heure actuelle, un des piliers de l'édifice financier anglais ; ce sont les circonstances qui l'ont créé, mais il a été utilisé de telle façon, dans toute l'économie du pays, qu'il est devenu vital de le maintenir, et c'est sans doute à quoi s'emploieront de tout leur pouvoir les dirigeants du Royaume-Uni². »

« Ainsi, grâce à l'argent bon marché, on a pu convertir et amortir la dette à longue échéance de l'État ; on a pu ainsi alléger les impôts, on a vu la reprise de l'activité industrielle, l'augmentation des constructions d'immuables, la diminution des chômeurs³. »

II

Afin de démontrer les répercussions de la politique d'escompte du Federal Reserve System sur la valeur extérieure du dollar, nous avons établi le graphique V⁴.

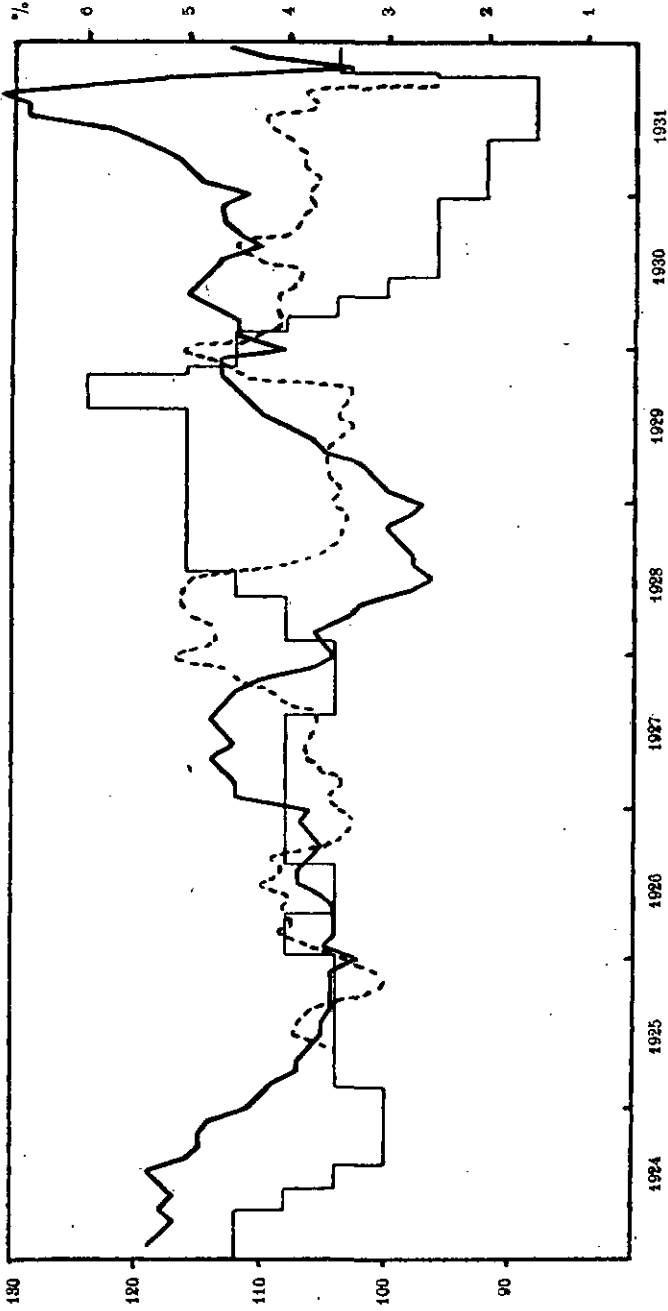
¹ R. J. Truhtil. — *Les banques anglaises en 1936*. « Revue d'Economie Politique » 1937, p. 408 et 409.

² H. Pouyanne. — *La vie économique en Grande-Bretagne*. « Revue d'Economie Politique » 1936, p. 205.

³ Alfred Redouin. — *Les problèmes économiques et la politique de crédit en Grande-Bretagne*. « Revue Politique et Parlementaire », avril 1937, p. 35.

⁴ Il est à noter qu'aux Etats-Unis d'Amérique il n'existe pas un seul taux officiel d'escompte ; chacune des douze Federal Reserve Banks a son propre taux, qui n'est pas nécessairement au même niveau que les autres. Il existe en général un écart entre la plupart d'entre eux. Cependant les douze Federal Reserve Banks, sous la direction du Federal Reserve Board, pratiquent une politique d'escompte unifiée, c'est-à-dire qu'elles modifient leurs taux d'escompte respectifs, sinon dans les mêmes proportions et simultanément, en tout cas dans le même sens. Il s'ensuit que la prise en considération des variations de l'un des douze taux officiels seulement suffit à donner une idée juste de l'évolution de la politique d'escompte du Federal Reserve System dans son ensemble. Nous ne relèverons au cours de cette étude que les modifications du taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York. D'ailleurs, c'est ce taux, parmi les taux officiels, qui exerce le plus d'influence sur la valeur extérieure de la monnaie américaine.

Graphique V



— Le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York.
- - - L'encaisse-or des Federal Reserve Banks.
- - - Le cours de la livre sterling à New-York.

Grâce aux énormes exportations de marchandises des États-Unis pendant et après la guerre, et à l'afflux des capitaux cherchant un refuge dans ce pays, les Federal Reserve Banks détenaient la plus grande partie du stock d'or mondial. Ainsi libérées du souci de défendre leur encaisse métallique, les Federal Reserve Banks, depuis la première guerre mondiale, modifiaient leurs taux d'escompte en vue de diriger les conditions économiques intérieures¹. De ce fait, si aux États-Unis les variations des taux d'escompte ont exercé une action quelconque sur le cours des changes et sur l'encaisse-or, c'était involontaire et tout à fait fortuit.

En 1924, en vue de stimuler l'activité économique, qui commençait à se ralentir, et de renverser le fléchissement de l'indice des prix, la Federal Reserve Bank de New-York réduisit son taux d'escompte, à trois reprises, de 4,5 à 3 %. La courbe de l'encaisse-or, qui suivait jusqu'alors un mouvement ascendant, subit une chute. Si le relèvement à 3 1/2 % du taux de l'escompte, le 27 février 1925, n'arriva pas à renverser le mouvement fléchissant de la courbe de l'encaisse-or, la hausse à 4 %, le 8 janvier 1926, parvint à ce résultat, sans cependant enrayer le mouvement ascendant du cours de la devise anglaise ; c'est ce qui devait d'ailleurs se produire en principe, puisque le taux de la Banque d'Angleterre se situait, en ce temps-là, au-dessus de celui de la Federal Reserve Bank de New-York. La baisse à 3 1/2 %, le 23 avril 1926, arrêta l'accroissement de l'encaisse-or. Mais cet arrêt ne dura pas longtemps ; après le relèvement à 4 % du taux de l'escompte, le 13 août 1926, la courbe de l'encaisse-or reprit son mouvement ascendant, tandis que la courbe du cours de la livre sterling subit une chute, ce qui était anormal en théorie, puisque le taux de Londres maintenait en sa faveur un écart de 1 %, et même, à un certain moment, de 1 1/2 %. Dans ces conditions, le renversement des mouvements des courbes devait, en principe, se produire dans un proche avenir. En effet, le redressement du cours de la devise

¹ R. Burgess écrit à ce propos ce qui suit : « Ensuite comme l'or affluait dans le pays en 1921 et en 1922, l'encaisse métallique s'accrût par sauts et par bonds et perdit toute signification en tant que guide de la politique du crédit. Dès lors, les taux de l'escompte ont été élevés ou abaissés sans égard des mouvements de l'encaisse métallique (reserve ratio) sauf à une ou deux occasions pendant les crises bancaires... Au lieu de chercher à attirer l'or, il fallut se préoccuper de le refouler pour échapper à son influence inflationniste. » W. Randolph Burgess. — *The Reserve Banks and the Money Markets*. Revised edition, p. 224. Trad. de l'auteur.

anglaise ne tarda pas à intervenir, et lorsque, en août 1927, le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York fut réduit à $3\frac{1}{2}\%$, ce redressement s'accéléra et l'encaisse-or accusa une baisse assez importante.

Afin de mettre fin au boom boursier à New-York, la Federal Reserve Bank de cette place porta son taux d'escompte à 4% le 3 février 1928, à $4\frac{1}{2}\%$ le 18 mai, à 5% le 13 juillet et à 6% une année plus tard. Cette hausse s'ajoutant à l'attrait de la spéculation, provoqua un courant de capitaux venant de toutes les parties du monde vers New-York, où, par conséquent, le cours des changes baissa fortement et l'encaisse-or des Federal Reserve Banks enregistra une augmentation considérable.

Après le krach à la Bourse de New-York, la Federal Reserve Bank de New-York entreprit lentement de réduire son taux d'escompte qui toucha le niveau de $1\frac{1}{2}\%$ en mai 1931. Pourtant, malgré l'infériorité de ce taux par rapport à ceux des autres pays, l'encaisse-or des Federal Reserve Banks ne subit pas une diminution notable; bien au contraire, elle accusa, pendant la première moitié de 1931, une forte augmentation.

C'est seulement au moment de la dévaluation de la livre sterling que les Federal Reserve Banks perdirent une quantité notable de leur stock-or. Cependant, cette perte fut vite couverte, lorsque New-York ramena son taux d'escompte, par deux paliers, à $3\frac{1}{2}\%$, en octobre 1931.

En 1932, ce taux tomba à $2\frac{1}{2}\%$, tandis qu'au début de 1932, pour une courte durée, il fut de nouveau élevé à $3\frac{1}{2}\%$; ensuite il baissa graduellement. Le premier février 1934, il était à $1\frac{1}{2}\%$, niveau auquel il resta sans changement pendant plus de trois ans et demi, pour être réduit enfin, le 27 août 1937, à 1% , taux qui était encore en vigueur au début de la deuxième guerre mondiale. Malgré cette modicité, inconnue jusqu'alors, du taux de l'escompte, la courbe de l'encaisse-or, à part deux chutes sans importance, suivit, pendant cette période, une ligne ascendante fort accentuée, ce qui était en contradiction complète avec les théories relatives à l'action du taux de l'escompte sur la valeur extérieure de la monnaie.

III

Les graphiques VI et VII nous révèlent quelle fut l'action des variations du taux d'escompte de la Banque de France sur la valeur extérieure du franc¹. Les mouvements des courbes sur ces graphiques sont tels qu'ils ébranlent jusqu'à la base des théories relatives à la politique d'escompte extérieure.

Dès la fin de la première guerre mondiale, les cours des changes à Paris présentèrent une tendance à la hausse. Si l'élévation à 6 % du taux de l'escompte, le 8 avril 1920, produisit une certaine baisse des cours², après la réduction de ce taux à 5 1/2 %, le 28 juillet 1921, et à 5 %, le 11 mars 1922, ils reprenaient leur mouvement ascendant.

La hausse du taux à 5 1/2 %, le 10 janvier 1924, et à 6 %, une semaine plus tard, provoqua un certain recul des cours, tandis que la hausse à 7 %, le 11 décembre de la même année, ne réussissait pas à les empêcher de remonter. Lorsque le taux s'abaisa à 6 %, le 9 juillet 1925, la hausse des cours des changes devint à peu près perpendiculaire. Ne perdons pas de vue que, depuis septembre-novembre 1921, il existait un écart considérable entre les taux d'escompte de la Banque d'Angleterre et de la Federal Reserve Bank de New-York, d'une part, et celui de la Banque de France, d'autre part, en faveur de ce dernier³.

Ce n'est pas, à vrai dire, la hausse à 7 1/2 % du taux de l'escompte, le 31 juillet 1926, qui redressa rapidement la devise française. Les vraies causes en sont : l'apaisement des troubles politiques intérieurs, le rétablissement de l'équilibre budgétaire et, un peu plus tard, la spéculation à la hausse du franc.

Dès après la stabilisation légale du franc français (juin 1928), la courbe de l'encaisse-or, qui restait immobile jusqu'alors, commença à progresser rapidement⁴. On remarqua surtout que les

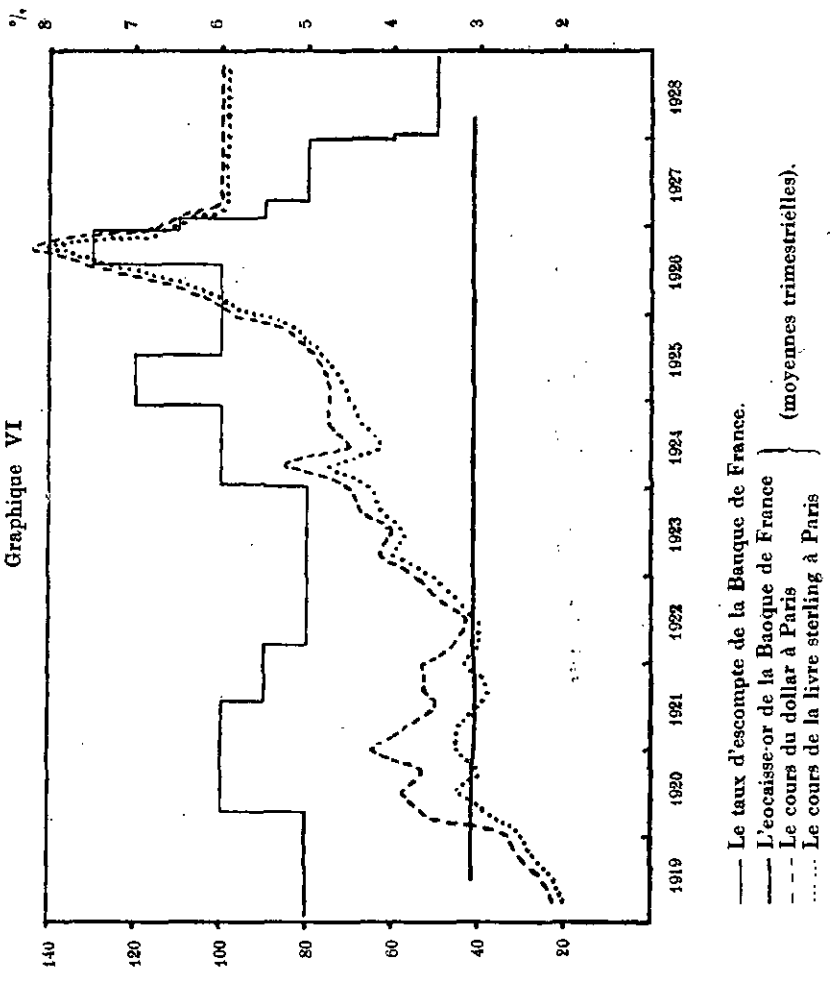
¹ Nous nous sommes abstenus d'ajouter, sur le graphique VII, les courbes du cours de la devise anglaise et de celui de la devise américaine; car pendant la période prise en considération, la forte dépréciation de ces devises, causée par leur dévaluation, pouvait nous induire en erreur et fausser nos comparaisons.

² Remarquons toutefois que pendant les mois où le taux d'escompte de la Banque de France était à 6 %, ceux de la Banque d'Angleterre et de la Federal Reserve Bank de New-York étaient à 7 %.

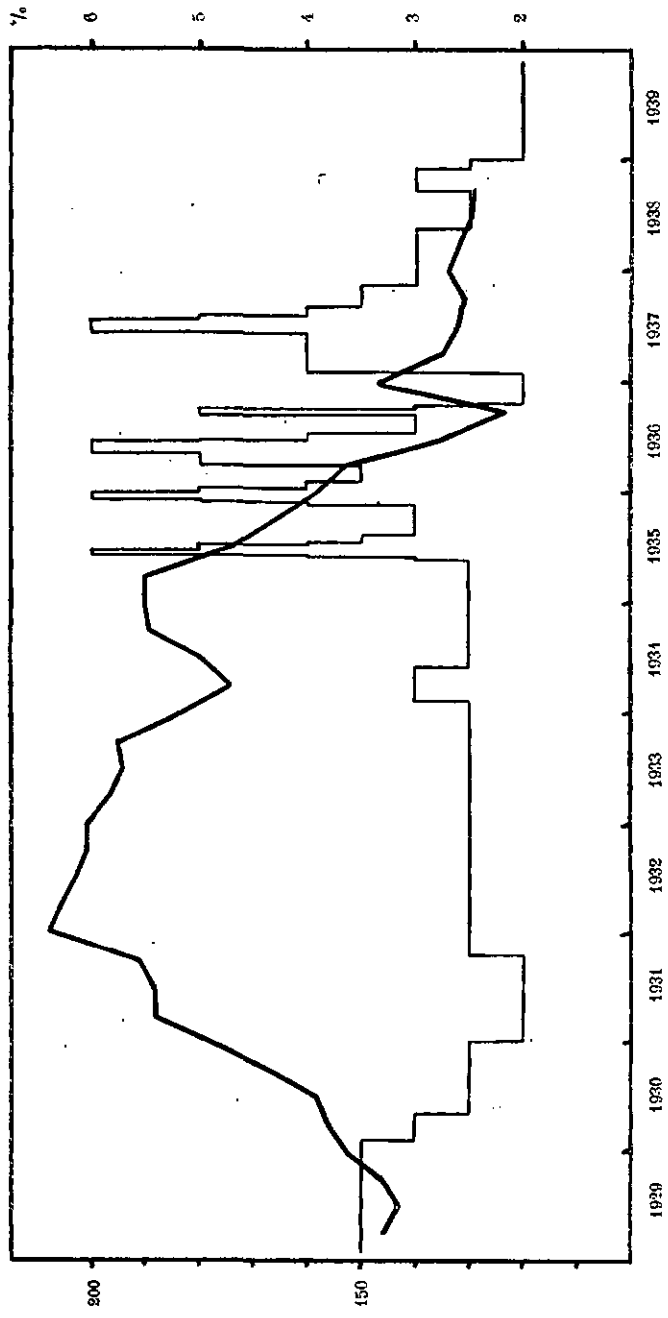
³ L'écart maximum est de 4 % : voir le graphique I.

⁴ A partir d'août 1925, le montant des avoirs étrangers de la Banque de France est compris dans les chiffres qui nous ont servi à tracer la courbe de l'encaisse-or.

Graphique VI



Graphique VII



— Le taux d'escompte de la Banque de France.
— L'encaisse-or et les avoirs étrangers de la Banque de France (moyennes trimestrielles).

réserves-or de la Banque de France s'accroissaient malgré la baisse, pour ainsi dire continue, du taux d'escompte de cette Banque, d'une part, et la hausse des taux d'escompte à l'étranger, d'autre part¹.

Ce n'est qu'à partir de décembre 1931, plus précisément après le détachement de la livre sterling de l'or, que la courbe de l'encaisse-or s'orienta vers la baisse². A partir de 1935, la chute de cette courbe prit une allure alarmante.

En juin 1932, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre et, en octobre 1933, celui de la Federal Reserve Bank de New-York tombèrent au-dessous du taux de la Banque de France, et depuis lors ils ne le dépassèrent plus, sauf le premier, en 1939, pour une courte durée. En 1935-1937, dans l'espoir de mettre fin à la fuite de l'or, la Banque de France porta son taux d'escompte plusieurs fois à 6 0/0, et l'écart s'éleva ainsi fréquemment à 4 1/2 0/0 par rapport au taux de la Federal Reserve Bank de New-York et à 4 0/0 par rapport à celui de la Banque d'Angleterre. La grandeur de l'écart ne joua cependant aucun rôle. La courbe de l'encaisse-or continua à fléchir.

C'est après les dévaluations du franc français, en 1936-1937, que le drainage du métal précieux s'arrêta et que la Banque de France trouva la possibilité de réduire son taux d'escompte et de mettre ainsi en pratique, à l'exemple des autres Banques centrales, la politique de l'argent bon marché.

Nous pouvons dire, en résumé, qu'entre les deux guerres mondiales les variations du taux d'escompte de la Banque de France ne dirigèrent guère les mouvements de l'encaisse-or ; ceux-ci dépendirent plutôt de la courbe de la confiance.

IV

Quant à l'action des variations du taux d'escompte de la Reichsbank sur la valeur extérieure de la monnaie allemande, nous l'exposons dans les graphiques VIII et IX.

Nous voyons clairement, sur le graphique VIII, que la politi-

¹ Voir p. 98.

² Notons toutefois que l'inclinaison de la courbe en question provenait, au début, de la dépréciation des avoirs en livres sterling de la Banque de France, mais non pas d'une perte d'or. Les réserves-or de la Banque de France continuèrent encore quelque temps à augmenter.

que d'escompte de la Reichsbank resta deux fois complètement inefficace. Une fois en 1922-1923, pendant la période d'inflation, où le taux d'escompte de la Reichsbank fut porté jusqu'à 90 %. Malgré cette hauteur inouïe, les cours des changes en Allemagne s'élevèrent à une vitesse foudroyante et, à son tour, l'encaisse-or de la Reichsbank subit une perte considérable¹.

C'est grâce à la création, en octobre 1923, d'une nouvelle monnaie (rentenmark qui prit un peu plus tard de nouveau le nom de reichsmark), et aux efforts efficaces du gouvernement en vue de soutenir la stabilité de cette nouvelle monnaie, que la confiance se rétablit, que les capitaux évadés furent rapatriés et que, par conséquent, l'encaisse-or de la Reichsbank commença à augmenter.

Pour les raisons citées dans le précédent chapitre, la confiance dans la monnaie allemande s'affaiblit notablement, une fois de plus, en 1931. La hausse du taux de l'escompte jusqu'à 15 % n'ayant pas réussi à compenser le défaitisme, les capitaux nationaux aussi bien que les capitaux étrangers commencèrent à s'évader d'Allemagne. Cela provoqua, comme le graphique VIII le met en relief, la chute presque perpendiculaire de la courbe de l'encaisse-or de la Reichsbank jusqu'à près de zéro.

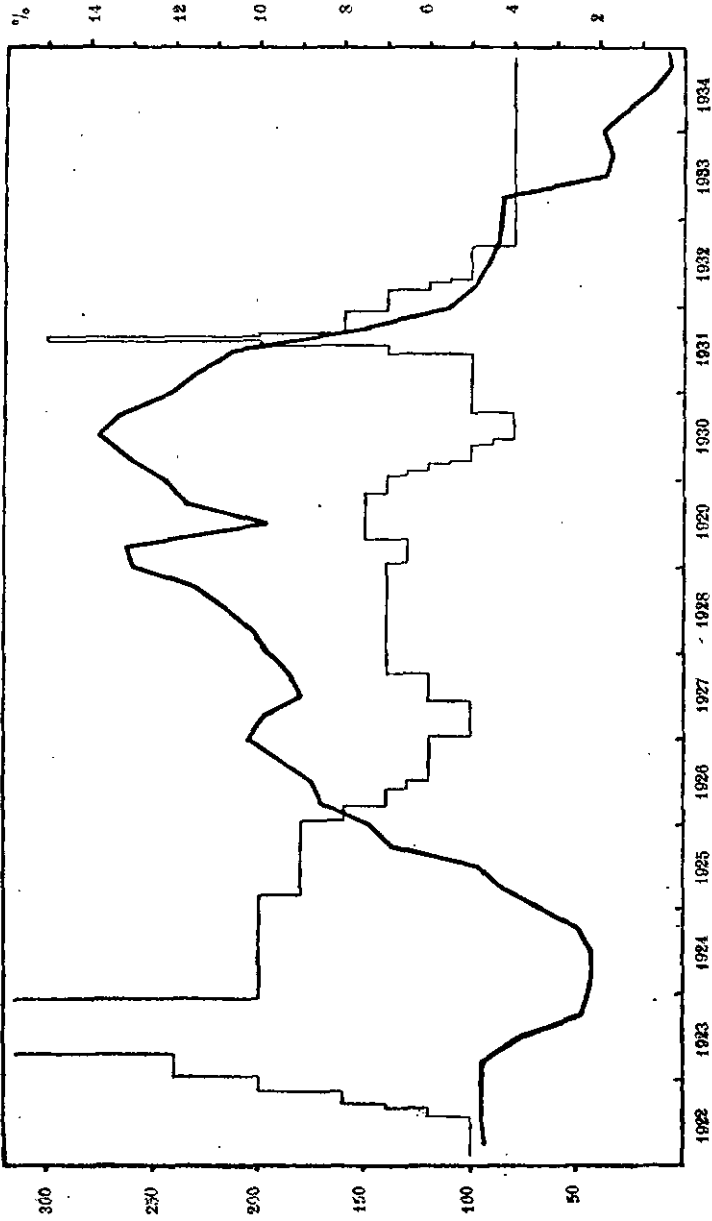
Devant l'inefficacité de la hausse du taux de l'escompte, l'Allemagne ne trouva d'autre issue que de restaurer chez elle le système du contrôle des changes, afin de pouvoir maintenir la valeur extérieure de sa monnaie. Après quoi, la Reichsbank baissa son taux d'escompte, par plusieurs paliers, de 15 à 4 %. Ce dernier niveau fut atteint le 21 septembre 1932. Le taux de 4 % resta en vigueur, sans changement, pendant les années suivantes.

Si on excepte les deux cas d'inefficacité de la politique d'escompte de la Reichsbank, on remarque qu'elle obtint une réussite notable pendant la période allant de 1925 à 1930, ainsi qu'il ressort du graphique IX.

L'accroissement de l'encaisse-or de la Reichsbank commença après la création de la nouvelle monnaie et se poursuivit malgré la baisse du taux de l'escompte. D'où il ne faut pas conclure à l'inefficacité de la politique d'escompte, car, en dépit de la baisse, le taux d'escompte de la Reichsbank resta toujours de beaucoup

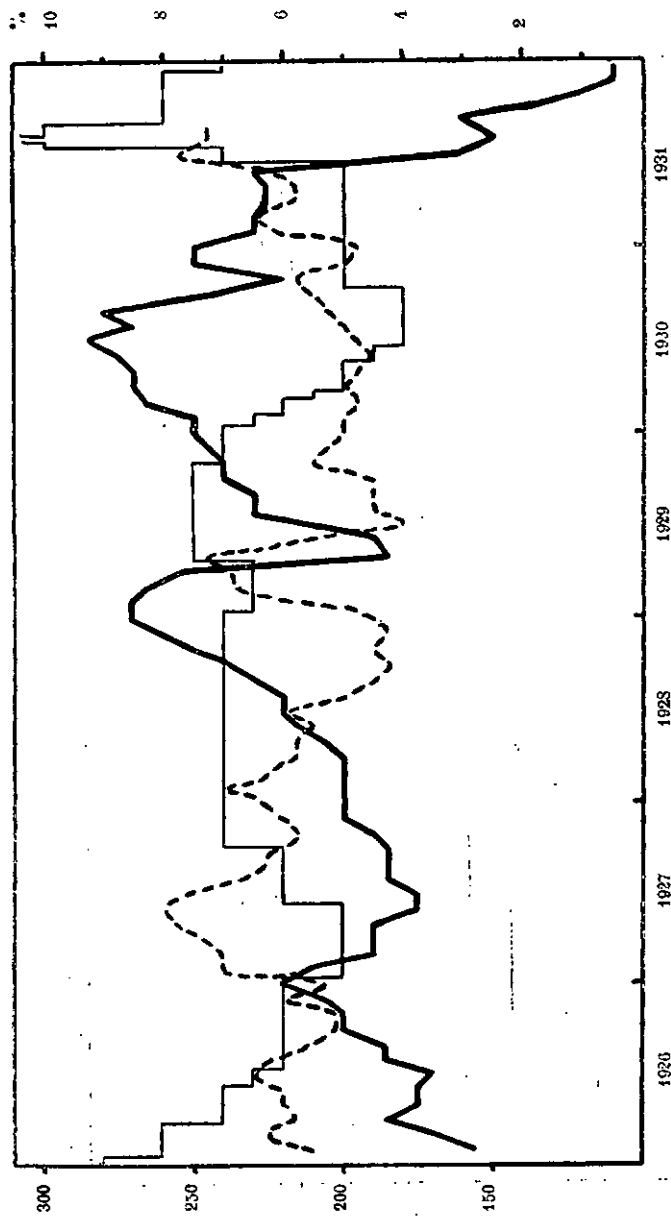
¹ A partir de juillet 1925, le montant des avoirs étrangers de la Reichsbank est compris dans les chiffres qui nous ont servi à tracer la courbe de l'encaisse-or.

Graphique VIII



— Le taux d'escompte de la Reichsbank.
- - - L'encaisse-or et les avoirs étrangers de la Reichsbank (moyennes trimestrielles).

Graphique IX



— Le taux d'escompte de la Reichsbank.
— L'encisse-or et les avoirs étrangers de la Reichsbank.
- - - Le cours de la livre sterling à Berlin.

supérieur aux taux de la Banque d'Angleterre et de la Federal Reserve Bank de New-York.

Le 11 janvier 1927, le taux de la Reichsbank toucha le niveau du taux de la Banque d'Angleterre (5 %); le cours de la livre sterling à Berlin se redressa alors et la Reichsbank perdit de l'or. En vue d'éviter la dépréciation du reichsmark par rapport à la monnaie anglaise, Berlin porta son taux d'escompte à 6 % le 10 juin 1927 et à 7 % le 4 octobre 1927. La mesure se révéla efficace; le cours de la livre sterling fléchit, et l'encaisse-or allemand accusa une augmentation.

La Reichsbank, après avoir maintenu son taux pendant plus d'une année à 7 %, le ramena à 6 1/2 %, le 11 janvier 1929. Cette baisse coïncida avec la hausse des taux d'escompte de la Banque d'Angleterre et de la Federal Reserve Bank de New-York; d'où la hausse des cours des changes à Berlin et nouvelle perte d'or de la Reichsbank. La situation se rétablit lorsque le taux d'escompte fut relevé à 7 1/2 % le 25 avril 1929.

Après le krach boursier à New-York, la Reichsbank, comme les autres Banques centrales, réduisit son taux d'escompte par des petits sauts de 7,5 à 4 %. A partir du deuxième semestre de 1930, les avant-gardes de la débâcle financière de 1931 commencèrent à entrer en jeu, poussant les cours des changes au delà du point de sortie de l'or. La fuite du métal jaune s'accéléra de plus en plus jusqu'à l'épuisement des réserves-or de la Reichsbank, malgré la hausse du taux de l'escompte jusqu'à 15 %.

Les faits exposés dans la présente partie amènent les déductions suivantes :

Si quelques-unes des hausses des taux d'escompte qui se produisirent entre les crises de 1921 et de 1929 se révélèrent inefficaces, les autres se montrèrent, au contraire, efficaces, de sorte que certains faits semblent confirmer les théories relatives à la politique d'escompte extérieure. Cependant si, au lieu de prendre en considération les faits séparément, on les examine dans leur ensemble, et en suivant l'évolution ultérieure des événements, on doit conclure que les faits ne confirment pas en réalité les théories.

En effet, ce sont les mêmes hausses des taux d'escompte — aussi bien celles qui réussirent que celles qui n'arrivèrent pas à remédier aux déséquilibres des moments où elles se produisirent — qui déclenchèrent la baisse des prix vers la fin de 1929. De

là résultèrent consécutivement la diminution de la production et des exportations, l'impossibilité pour les hommes d'affaires de rembourser leurs dettes aux banques, la faillite des banques, la réapparition des déséquilibres budgétaires, la perte de la confiance dans la stabilité des monnaies, la fuite en masse des capitaux, et, pour achever, la dépréciation de la valeur extérieure des monnaies à partir de 1931. Ce sont ainsi les élévations des taux d'escompte antérieures à la crise de 1929, qui causèrent l'écroulement des monnaies à partir de 1931.

En résumé, la plupart des élévations des taux d'escompte réussirent peut-être à rétablir l'équilibre aux moments où elles intervinrent, mais leur efficacité resta momentanée, de courte durée ou, dirons-nous, trompeuse. En réalité elles se révélèrent inefficaces puisque, par leurs répercussions lointaines, elles créèrent plus tard des déséquilibres beaucoup plus profonds, auxquels les élévations ultérieures des taux d'escompte restèrent complètement impuissantes à remédier, même momentanément.

CHAPITRE VI

Les résultats de la politique d'escompte intérieure

A proprement parler, la politique d'escompte intérieure ne fut pratiquée qu'aux Etats-Unis d'Amérique par le Federal Reserve System, du début de 1923 jusqu'à la fin de 1927. Pour cette raison, c'est notamment l'examen des résultats obtenus par la pratique de la politique d'escompte aux Etats-Unis d'Amérique qui fait l'objet du chapitre présent. Cependant, il nous semble qu'il n'est pas inutile, auparavant, de jeter un coup d'œil sur l'action qu'exercèrent les variations des taux d'escompte de la Banque d'Angleterre et de la Banque de France sur le niveau général des prix dans ces pays.

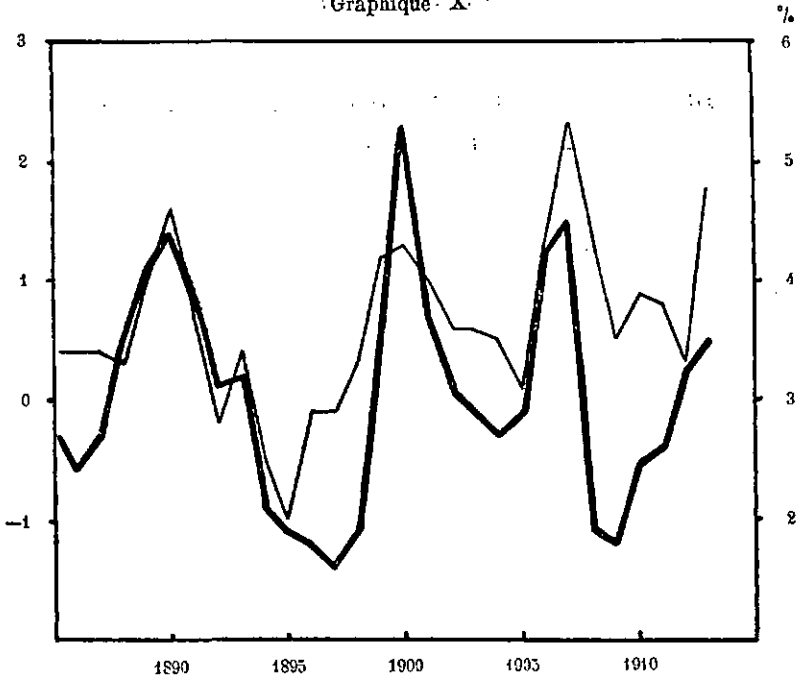
I

Comme nous le mettons en relief sur le graphique X, entre 1885 et 1913, il existait un lien de cause à effet extrêmement étroit entre l'évolution du niveau général des prix anglais et celle du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre. Laquelle était la cause et laquelle était l'effet ? L'état des courbes ne nous permet pas de porter un jugement définitif à ce sujet. Le moins que l'on puisse dire est qu'il existait une influence réciproque. Il est certain, en tout cas, que la politique d'escompte de la Banque d'Angleterre n'eut jamais pour résultat la stabilité du niveau général des prix.

Il est à préciser d'ailleurs que la Banque d'Angleterre n'a jamais eu l'ambition d'atteindre ce but par la politique d'escompte. Le but qu'elle assignait à celle-ci était de défendre les réserves-or. Dans cet ordre, elle n'essayait d'influencer les mouvements des prix par les modifications du taux de l'escompte

que si ces mouvements avaient une influence sur son encaisse-or. Or, ils n'ont pas toujours des répercussions sur l'encaisse métallique, surtout lorsque le métal jaune ne circule pas comme moyen de paiement. Ils ne commencent à exercer une action sur l'en-

Graphique - X



— Le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre } (moyennes annuelles).
— L'indice des prix anglais (Saurbeck)

caisse-or qu'à partir du moment où les prix nationaux s'écartent des prix étrangers, car c'est seulement dans ce cas que le montant des importations dépasse celui des exportations ou vice versa, et que, par conséquent, la Banque centrale perd ou reçoit de l'or. Remarquons qu'à certaines occasions, pour pouvoir neutraliser l'action des mouvements des prix sur l'encaisse-or, il est nécessaire, non pas de les enrayer mais de les amplifier. En d'autres termes, les modifications du taux de l'escompte qui se produisent en vue de l'encaisse-or ne sont pas nécessairement de nature à contracter les mouvements des prix.

Par exemple si, pendant une période de baisse des prix

anglais, les prix étrangers fléchissaient plus vite que ceux-là, la balance commerciale britannique deviendrait défavorable et, en conséquence, la valeur extérieure de la livre sterling se déprécierait et la Banque d'Angleterre perdrait de l'or. Si Londres élevait alors son taux d'escompte en vue d'enrayer la perte d'or, cette hausse accélérerait la baisse des prix britanniques.

De même il peut arriver que, pendant une période de hausse des prix anglais, les prix étrangers haussent plus vite qu'eux. Dans ce cas, la balance commerciale britannique deviendrait favorable et la Banque d'Angleterre recevrait de l'or. Si elle réduisait son taux en raison de l'accroissement de ses réserves-or, la hausse des prix britanniques s'accélérerait.

En résumé, la Banque d'Angleterre, aussi longtemps qu'elle modifiait son taux d'escompte selon l'état de ses réserves-or, ne pouvait pas stabiliser le niveau général des prix britanniques; au contraire, en agissant ainsi, elle en amplifiait fréquemment les mouvements.

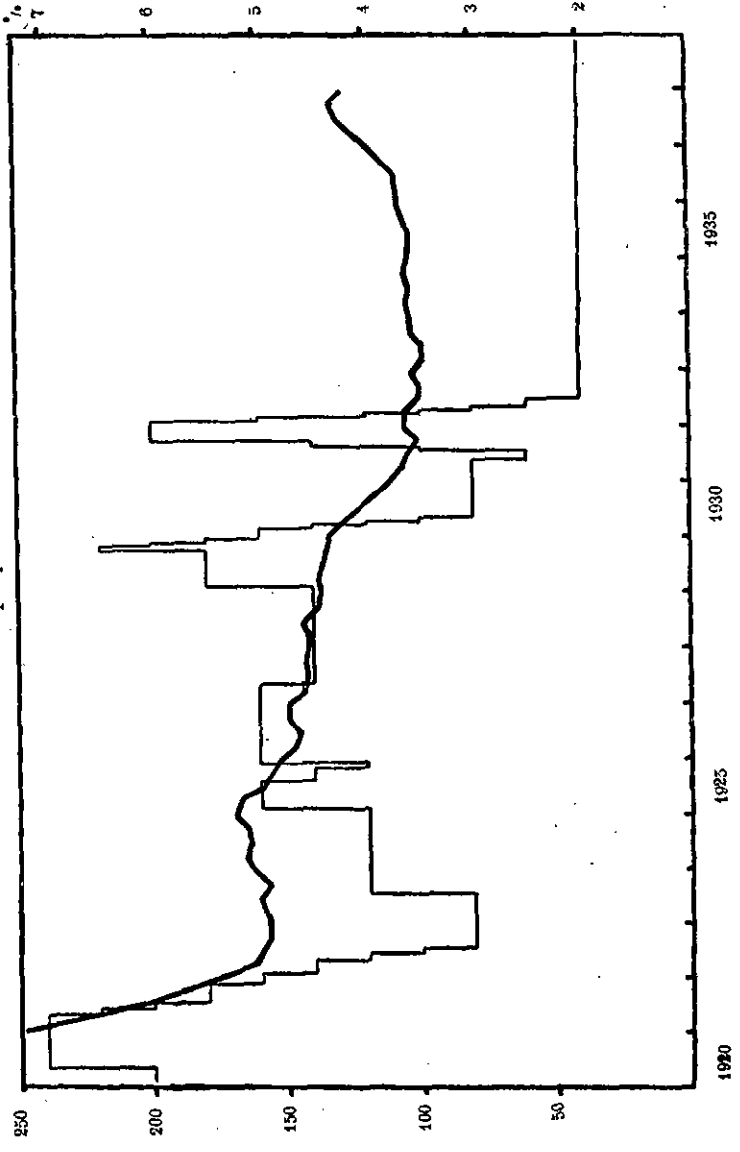
Il découle de cette analyse que, la valeur intérieure et la valeur extérieure de la monnaie, bien que formant les deux parties intégrantes d'une même chose, ne se meuvent pas toujours dans les mêmes sens, et moins encore dans les mêmes proportions¹. C'est pour cette raison que la stabilisation de ces deux valeurs exige, dans certains cas, des modifications opposées du taux de l'escompte. Si on modifie le taux de l'escompte suivant l'état de la valeur extérieure, on peut susciter l'instabilité de la valeur intérieure. Si, au contraire, le taux d'escompte varie en vue de la valeur intérieure, on peut susciter l'instabilité de la valeur extérieure.

Sur le graphique XI, nous voyons quelle fut l'action des variations du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, entre les deux guerres mondiales, sur le niveau général des prix britanniques.

En 1920, non pas en vue de créer un état de déflation, mais afin d'enrayer l'expansion inflationniste, la Banque d'Angleterre, comme la Federal Reserve Bank de New-York, éleva son taux

¹ Les événements qui se produisirent entre les deux guerres mondiales confirment catégoriquement cette conclusion. N'avons-nous pas vu, en effet, fréquemment que, en raison de la fuite des capitaux, la valeur extérieure de la monnaie se dépréciait pendant une période où les prix baissaient, c'est-à-dire où la valeur intérieure de la monnaie haussait ?

Graphique XI



— Le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre.
— Le niveau général des prix britanniques (moyennes trimestrielles).

d'escompte de 6 à 7 %. La mesure se révéla efficace à l'extrême, puisque, non seulement elle mit fin à l'inflation, mais qu'elle déclencha encore la crise de 1921, tout aussi indésirable. La Banque d'Angleterre qui luttait, quelques mois auparavant, contre la hausse des prix s'est vue obligée de lutter cette fois contre la baisse des prix et, à cette fin, elle commença de réduire son taux d'escompte dès avril 1921.

Relevons à ce propos que l'élévation du taux de l'escompte d'un point avait suffi à arrêter immédiatement la hausse des prix et même à déclencher en même temps la baisse ; mais la réduction beaucoup plus accentuée de ce taux, loin d'avoir provoqué une nouvelle hausse, n'arriva à atténuer la sévérité de la crise qu'après de longs mois. Le résultat obtenu par la réduction du taux de l'escompte, pas plus que celui auquel avait abouti la hausse précédente de ce taux, n'était en somme pas brillant, puisque cette réduction n'endigua la crise qu'après que celle-ci eut causé des ravages considérables. Il n'est même pas certain, d'ailleurs, que ce soit vraiment la réduction du taux de l'escompte qui ait finalement dénoué la crise.

Certains économistes avancèrent que la crise de 1921 aurait pu être évitée si la Banque d'Angleterre avait réduit son taux d'escompte plus énergiquement, c'est-à-dire plus rapidement et plus fortement. Nous ne sommes pas de cet avis, pour la bonne raison déjà que la crise de 1921 avait un caractère mondial, et qu'il n'est pas possible de fixer les prix nationaux à un certain niveau lorsque les prix mondiaux sont en baisse.

A partir de 1923, la courbe des prix accusa une légère tendance à la hausse. Mais lorsque la Banque d'Angleterre éleva son taux d'escompte à 5 %, en mars 1925, afin de soutenir l'appréciation de la valeur extérieure de la livre sterling, la courbe des prix subit un nouveau fléchissement.

En 1929, à un moment où les prix gardaient encore leur tendance à la baisse, la Banque d'Angleterre élevait son taux d'escompte à 6,5 %, en vue de mettre fin au drainage d'or qui provenait de la fuite des capitaux vers New-York. La Banque d'Angleterre, cette année-ci, n'était pas la seule à recourir à cette mesure ; pour les mêmes motifs, les autres Banques centrales en faisaient autant. Une déflation générale dans le monde entier y fit suite et la crise économique mondiale de 1929 éclata. Pas plus en Angleterre qu'ailleurs les réductions ultérieures du

taux de l'escompte ne réussirent à parer à la dépression, ni aux catastrophes qui en découlèrent.

La Banque d'Angleterre, pour les raisons citées dans les chapitres précédents, éleva son taux d'escompte à 6 % en 1931. Si cette hausse ne déclencha pas une nouvelle baisse des prix, ce fut grâce à la dévaluation de la livre sterling en septembre 1931.

En 1932, en l'espace de quelques mois, le taux d'escompte anglais tomba de 6 à 2 % et, depuis lors, ne s'écarta plus de ce dernier niveau, sauf une fois, en 1939. D'après les théories relatives à l'action du taux de l'escompte sur le niveau général des prix, cette immobilisation du taux de l'escompte à un chiffre modique aurait dû faire hausser les prix en Angleterre. En réalité, aucun résultat semblable ne se produisit, aucune hausse notable des prix qui puisse confirmer les théories en question ne se dessina.

La politique de l'argent bon marché de la Banque d'Angleterre, sans entraîner une hausse des prix, eut des répercussions des plus heureuses sur l'économie britannique. C'est grâce à elle que l'activité économique se ranima et que le chômage diminua.

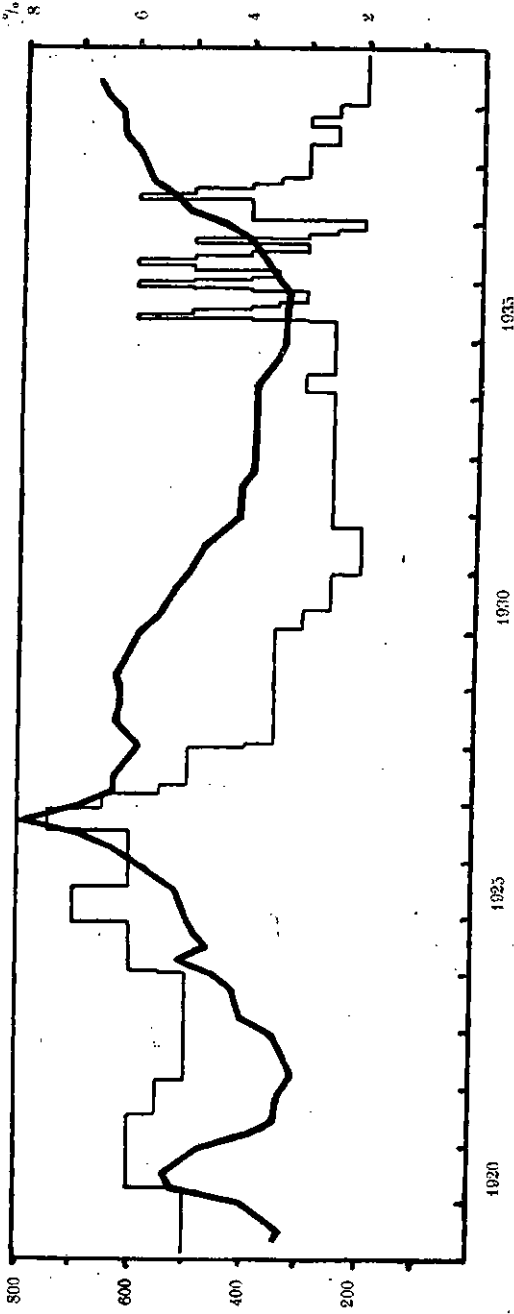
II

Ainsi qu'il ressort du graphique XII, l'action des variations du taux d'escompte de la Banque de France sur le niveau général des prix français ne s'exerça pas dans le sens indiqué par les théories.

Ce pays n'échappa pas à la crise économique de 1921. La hausse des prix qui commençait à se dessiner peu après n'est pas due à la réduction du taux de l'escompte à 5 $\frac{1}{2}$ % le 28 juillet 1921 et à 5 % le 11 mars 1922. La rapidité de la hausse des prix, comme sa continuité, malgré l'élévation, à trois reprises, du taux de l'escompte de 5 à 6,5 % en 1924 et 1925, confirme en quelque sorte ce point de vue. Nous connaissons les raisons de cette hausse des prix français, ainsi que celles qui déclenchèrent la baisse en 1926. L'élévation du taux de l'escompte de 6 à 7,5 %, le 31 juillet 1926, ne joua pas non plus un rôle déterminant dans le fléchissement des prix¹.

¹ Voir p. 95 à 97.

Graphique XII



— Le taux d'escompte de la Banque de France.
 — Le niveau général des prix français (moyennes trimestrielles).

Avant la première guerre mondiale, la politique monétaire française consistait à maintenir, aussi longtemps que ses réserves-or le permettaient, un taux d'escompte bas, afin de ne pas handicaper l'activité productive de la France¹. Désireuse de remettre en pratique cette politique heureuse, la Banque de France commença, à partir de décembre 1926, à réduire son taux d'escompte, qui atteignit son niveau le plus bas (2 %) le 2 janvier 1931. L'accroissement rapide des réserves-or, dû aux entrées des capitaux, favorisait la mise en œuvre de la politique de l'argent bon marché.

La modicité du taux de l'escompte, contrairement aux théories, ne déclencha pas une hausse des prix en France. Au contraire, les prix français, entraînés par les prix mondiaux, subirent une certaine chute après la crise de 1929.

Les événements de 1935-1937 sont aussi en contradiction avec les théories, puisque le taux de l'escompte, pendant ces trois années, s'éleva plusieurs fois jusqu'à 6 % sans pouvoir enrayer la hausse des prix.

III

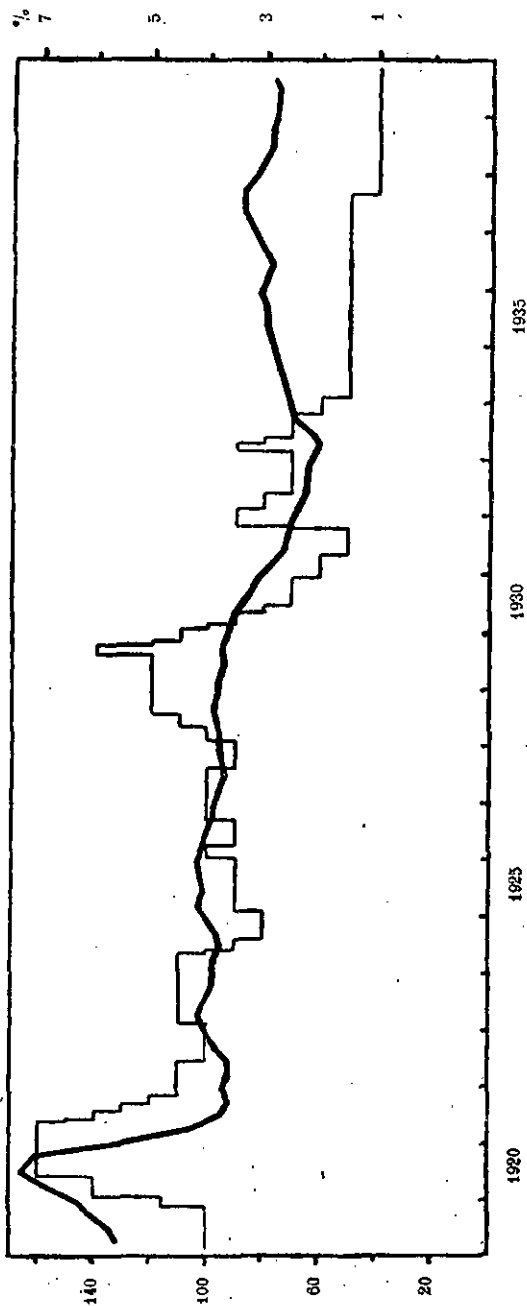
L'action des variations des taux d'escompte aux Etats-Unis sur le niveau général des prix est visible sur le graphique XIII.

Nous y relevons deux chutes des prix accentuées, l'une en 1920-1921 et l'autre à partir de 1930, accompagnées d'un fléchissement léger, mais progressif, du taux de l'escompte. Examinons d'abord ces deux cas dont le second, plus spécialement, heurte les théories relatives à l'action du taux de l'escompte sur le niveau général des prix.

En 1919, l'inflation du crédit et la hausse des prix prenaient une allure de plus en plus inquiétante aux Etats-Unis. Il s'imposait de prendre immédiatement des mesures énergiques, capables de mettre fin à cette expansion dangereuse. Bien que l'élévation du taux de l'escompte fût considérée en ce temps-là comme la mesure la plus efficace, le Federal Reserve System

¹ Entre 1870 et 1913, la Banque d'Angleterre modifia son taux d'escompte 304 fois, alors que la Banque de France ne modifia le sien que 48 fois.

Graphique XIII



— Le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New York.
— Le niveau général des prix américains (moyennes trimestrielles).

s'abstint délibérément, pendant des mois, d'y recourir, pour ne pas renchérisser le coût des emprunts gouvernementaux¹.

C'est seulement en novembre 1919 que la première élévation des taux d'escompte intervint. La Federal Reserve Bank de New-York, qui avait haussé son taux d'escompte à 4 ³/₄ % le 3 novembre 1919, le porta à 6 % le 23 janvier 1920 et à 7 % le 1^{er} juin de la même année.

Dans une lettre adressée au président du Sénat, le 25 mai 1920, le Federal Reserve Board expliquait en ces termes le but de ces élévations des taux d'escompte² :

« ... Il a été recommandé aux banques, néanmoins, de ne pas » prendre des mesures trop sévères et de procéder méthodique- » ment, car la liquidation, si elle s'opère graduellement, conduira » à une amélioration permanente; tandis qu'une déflation trop ra- » pide serait nocive et doit donc être évitée... Le système bancaire » du pays se trouve devant le problème suivant : enrayer toute » nouvelle expansion et opérer une liquidation normale et saine, » sans comprimer la production essentielle, sans frapper l'in- » dustrie et sans contrecarrer non plus, autant que possible, ni » le commerce ni les affaires de bon aloi. »

Le Federal Reserve Board a parfaitement défini sous cette forme la politique à suivre ; il s'est bien rendu compte aussi de la difficulté du problème et de la prudence qu'il fallait apporter à le résoudre. Pourtant — les mesures prises furent-elles trop sévères ? — après la hausse des taux de l'escompte à 7 %, tout ce qu'on voulait éviter s'est produit. Les prix fléchirent rapidement, l'indice de la production industrielle tomba de 95, en janvier 1920, à 64, en juillet 1921, alors que l'indice du nombre des employés recula, entre les mêmes dates, de 117 à 80³.

¹ E. A. Goldenweiser écrit à ce propos ce qui suit : « Pendant que nous » participions au conflit et que le Gouvernement émettait ses emprunts de » guerre, et, après l'armistice, environ un an encore, lorsque le financement » de la guerre continuait à être le principal facteur du marché du crédit, la » politique d'escompte des Federal Reserve Banks fut dominée par le souci » de soutenir le Trésor. Le niveau des taux de l'escompte était maintenu bas » et des taux préférentiels étaient accordés aux emprunts garantis par des » fonds d'Etat... Le taux d'escompte n'était donc pas considéré comme un moyen » de contrôler le crédit, mais comme une aide apportée au Gouvernement pour » rassembler les fonds nécessaires à la poursuite de la guerre. » E. A. Goldenweiser. — *Federal Reserve System in operation*, p. 40. Trad. de l'auteur.

² *Federal Reserve Bulletin*, juin 1920, p. 582. Trad. de l'auteur.

³ Voir le graphique XVII, p. 196.

Malgré ces conséquences si fâcheuses, les Federal Reserve Banks maintinrent leurs taux d'escompte à 7 % pendant près d'une année et ne commencèrent à les réduire que lorsque la dépréciation prit fin. Ainsi, aux Etats-Unis d'Amérique, les taux d'escompte ne jouèrent aucun rôle dans l'interruption de la dépréciation. Il faut admettre, néanmoins, qu'une fois la baisse terminée, la réduction des taux en question contribua à la reprise.

Comme nous l'avons fait remarquer à plusieurs reprises, les Federal Reserve Banks élevèrent leurs taux d'escompte respectifs, en 1928-1929, afin d'enrayer les opérations spéculatives sur titres à la Bourse de New-York. Le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York, partant de 3 1/2 % le 3 février 1928, se fixa à 6 % le 9 août 1929. Cette hausse, renforcée par d'autres mesures, réussit, en fin de compte, à mettre un terme aux opérations spéculatives boursières ; mais elle engendra, d'autre part, des résultats déplorables. Les prix accusèrent une nouvelle baisse, l'indice de la production et celui du nombre des employés fléchirent rapidement. Une belle période de prospérité prit fin et les Etats-Unis durent vivre, par la suite, des années de pauvreté dont la responsabilité, répétons-le encore, incombe au renchérissement du loyer de l'argent¹.

Lorsque la crise économique, la plus destructive de l'histoire, éclata en 1929, les Federal Reserve Banks entreprirent de réduire les taux d'escompte, en espérant que cette mesure rétablirait la situation. Le taux de la Federal Reserve Bank de New-York, parti de 6 % le 1^{er} novembre 1929, s'arrêta à 1 1/2 % le 8 mai 1931².

Il ne nous semble pas nécessaire de nous attacher longuement à démontrer par les chiffres l'inefficacité de la réduction à l'extrême des taux d'escompte ; le graphique XIII reflète clairement cette constatation. L'élévation des taux en 1928-1929 avait abouti

¹ Avant le déclenchement de la crise, le Federal Reserve Board était conscient de la déféctuosité de sa politique ; pour l'éviter il reconrut à d'autres mesures, sans cependant réussir à éviter une élévation des taux d'escompte jusqu'à 6 %.

« Le Federal Reserve Board, écrit Charles O. Hardy, était peu disposé » à autoriser de nouvelles hausses des taux de réescompte, mais les taux des » avances furent élevés au-dessus des taux de réescompte. En outre on » instaura une nouvelle politique, dite de *pression directe*, qui consistait à » refuser de prêter aux banques qui accordaient des crédits à court terme » sur titres. » Charles O. Hardy. — *Credit Policies of the Federal Reserve System*, p. 51. Trad. de l'auteur.

² Ce fut la première fois dans l'histoire qu'un taux officiel d'escompte descendit à un niveau si bas.

à déchaîner la crise. Mais la réduction, en 1929-1931, relativement beaucoup plus forte de ces taux, loin de ramener la prospérité, ne réussit même pas à arrêter la dépression.

Ces faits permettent de formuler la conclusion suivante :

La hausse du taux de l'escompte à titre de remède contre l'expansion est plus efficace que sa réduction pour remédier à la contraction. En d'autres termes, la hausse du taux de l'escompte réussit plus facilement à enrayer l'expansion que sa réduction ne réussit à couper court à la dépression.

Si on excepte la hausse des taux d'escompte en 1931, destinée à lutter contre la fuite d'or qui se produisit au moment où la livre sterling se détachait de l'or, et celle qui a eu lieu au début de 1933, pendant la crise bancaire, on constate que les Federal Reserve Banks pratiquent, depuis la déhâcle de 1929, la politique de l'argent bon marché.

Si la dévaluation du dollar et d'autres mesures furent les causes initiales du redressement économique américain qui commença à se dessiner à partir de 1933, la modicité et la stabilité des taux d'escompte y contribuèrent largement par la suite. Depuis lors, les Federal Reserve Banks ne songèrent plus à freiner l'expansion excessive à l'aide de la hausse des taux d'escompte. A cette fin, elles se servirent d'autres procédés nouveaux, tout en maintenant les taux d'escompte à leur niveau bas. Au sujet de ces nouveaux procédés, nous lisons ce qui suit dans les rapports annuels du Federal Reserve Board :

« ... La capacité du Reserve System, de restreindre l'expansion » du crédit lorsqu'elle dépasse la limite normale, repose surtout » sur les nouveaux pouvoirs qui lui ont été conférés par la légis- » lation récente. Citons, parmi ceux-ci, le pouvoir, accordé par » la loi du 12 mai 1933, d'élever, en cas d'urgence et avec l'ap- » probation du Président, le montant obligatoire des réserves » des banques associées (member banks) ; le pouvoir, prévu dans » différentes dispositions de la loi bancaire de 1933, de réprimer » l'activité spéculative des banques associées ; et le contrôle, prévu » dans la Security Exchange Act de 1934, du montant des garan- » ties réclamées pour les crédits sur titres par les courtiers et » par les banques¹. »

« Pendant l'année 1937, la politique du Federal Reserve Sys-

¹ 21st. *Annual Report of the Federal Reserve Board*, 1934, p. 1 et 2. Trad. de l'auteur.

» tem visait principalement à mettre constamment le crédit bancaire, à un taux modique, au service des besoins courants du monde des affaires et à contrôler, en même temps, le volume des réserves disponibles des banques associées, afin d'éviter toute expansion nuisible éventuelle du crédit à l'avenir¹. »

Sur le graphique XIII, nous voyons que le niveau général des prix américains conserva, entre 1922 et 1928, une stabilité remarquable. C'est justement pendant cette période que le Federal Reserve System mit sérieusement en pratique la politique d'escompte intérieure, renforcée par les « open market operations »².

La stabilité des prix obtenue pendant une période où la politique d'escompte du Federal Reserve System cherchait à la réaliser doit-elle être attribuée à une coïncidence ou est-elle le résultat de la politique en question ?

Les opinions se divisent à ce sujet ; certains répondent affirmativement à la première supposition et d'autres à la deuxième³. A notre avis, ceux qui n'y voient qu'un basard exagèrent. Même la plupart de ceux qui n'ont pas foi en la « monnaie dirigée » n'osèrent pas nier le succès de l'expérience américaine de 1923

¹ 24th. *Annual Report of the Federal Reserve Board*, 1937, p. 1. Trad. de l'auteur.

² La littérature traitant l'expérience du Federal Reserve System est fort riche. Nous ne citons ici que quelques-uns de ces ouvrages : Jean Filippi. — *La stabilisation des prix. — L'expérience des Etats-Unis*. E. A. Goldenweiser. — *Op. cit.* Charles-O. Hardy. — *Op. cit.* S. E. Harris. — *Twenty Years of Federal Reserve Policy* (2 vol.). J. S. Lawrence. — *Stabilisation of Prices. — A critical study of the various plans proposed for stabilisation*. Germain Martin. — *La stabilisation des prix. — La monnaie dirigée*. « Journal des Economistes », décembre 1927, p. 363 à 385. Harold L. Reed. — *Federal Reserve Policy, 1921-1930*. W. E. Spahr. — *The Federal Reserve System and the Control of Credit*.

³ « L'habile maniement du dollar par le Federal Reserve Board, de 1923 à 1928, écrit Keynes, a valu un triomphe, assombri cependant par les événements de 1929 et de 1930, à ceux qui soutiennent qu'il est possible de diriger la monnaie dans des circonstances qui sont virtuellement indépendantes des fluctuations de l'or. » J. M. Keynes. — *A Treatise on Money*, vol. II, p. 258 et 259. Trad. de l'auteur.

« Néanmoins, écrit à son tour Robertson, on ne peut guère mettre en doute qu'une politique monétaire, qui se propose consciencieusement de maintenir une stabilité approximative du niveau général des prix, pourrait contribuer largement à amortir la rigueur des cycles économiques ; et c'est, semble-t-il, une politique de l'espèce qu'a pratiquée, non sans succès, le Federal Reserve Board, aux Etats-Unis, depuis 1922. » D. H. Robertson. — *The Trade Cycle*, Encyclopedia Britannica, 14 th. ed., vol. 22, p. 354. Trad. de l'auteur.

à 1928. Ils objectèrent cependant, et nous partageons leur avis, que cette réussite ne pouvait se prolonger, du fait que le niveau général des prix dépend d'une multitude de facteurs, dont la plupart échappent à la direction humaine, et qui peuvent surgir d'un moment à l'autre et annuler le résultat obtenu jusqu'alors.

Il est remarquable que ce sont surtout les dirigeants du Federal Reserve System qui défendirent cette dernière thèse, c'est-à-dire qu'ils ne crurent pas à la possibilité de stabiliser le niveau général des prix pour une durée appréciable¹. Pourtant ce sont eux qui avaient la haute main sur la politique stabilisatrice; ce sont eux qui dirigèrent cette politique. Donc ils se livraient ainsi, peut-être à contre-cœur, à une politique dont l'insuccès, à la longue, ne faisait pas de doute à leur avis².

Sans nous arrêter davantage aux discussions théoriques, retournons aux faits, que nous passerons en revue à l'aide du graphique XIV sur lequel les mouvements des courbes sont intentionnellement amplifiés, afin de rendre plus frappante la relation entre l'évolution du niveau général des prix et celle du taux de l'escompte³.

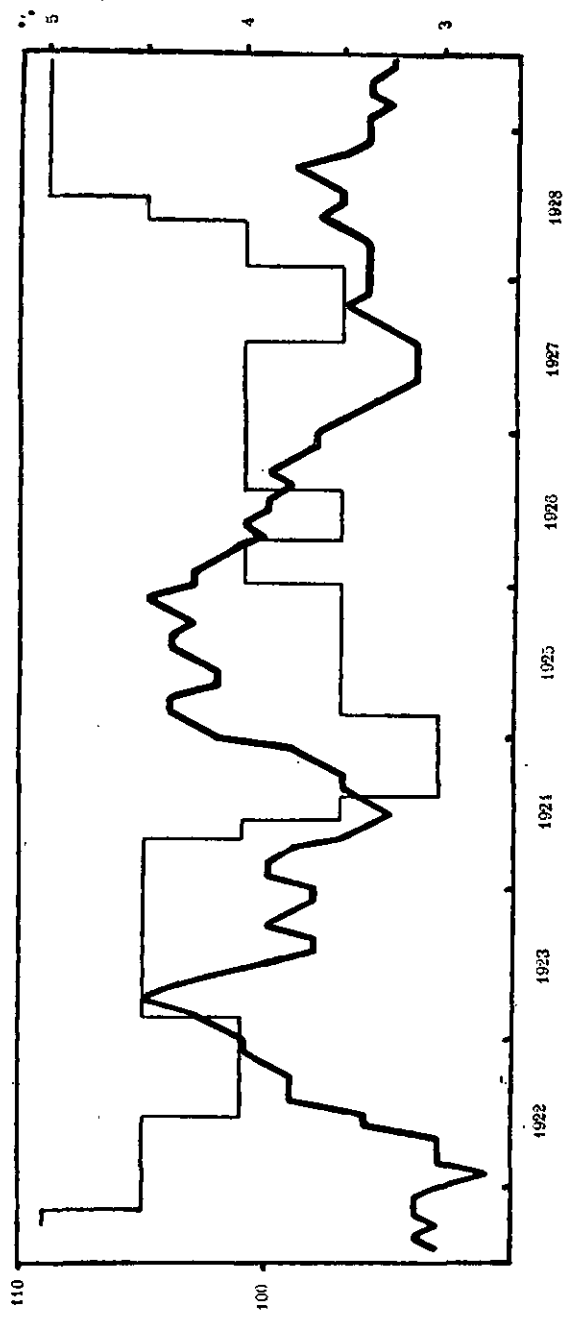
Comme nous l'avons dit, la politique d'escompte intérieure, sous le nom de la « monnaie dirigée », fut sérieusement mise en pratique aux Etats-Unis de 1923 à 1928. Pendant cette période, les conditions existantes étaient favorables à cette politique. Tout d'abord, l'accroissement, à peu de chose près discontinu, des réserves-or permettait au Federal Reserve System de ne modifier les taux d'escompte que suivant l'évolution des conditions économiques intérieures. De plus, l'ampleur « de l'encaisse-or rendait possible,

¹ Voir le rapport annuel du Federal Reserve Board pour l'année 1923, p. 29 à 39.

² Lors de la présentation d'un projet de loi corrigeant le paragraphe d) de la section 14 du Federal Reserve Act dans le sens que le Federal Reserve System serait légalement tenu d'employer tout son pouvoir à maintenir la stabilité des prix, le Comité *on Banking and Currency* de la Chambre des Représentants a questionné plusieurs personnalités compétentes, parmi lesquelles les dirigeants du Federal Reserve System. Ceux qui furent interrogés exposèrent longuement leur point de vue sur la possibilité de stabiliser le niveau général des prix par une politique de « monnaie dirigée ». Tandis que la plupart soutenaient la thèse de l'impossibilité de stabiliser le niveau général des prix, certains défendirent la thèse opposée; alors que d'autres restèrent plus ou moins sceptiques. Ces débats ont été publiés *in extenso* sous le titre : *Hearings before the Committee on Banking and Currency; House of Representatives, sixty-ninth congress, first session, on H. R. 7895; United States Government Printing Office, Washington, 1927.*

³ Suivre aussi l'évolution des courbes sur le graphique XVII, p. 196.

Graphique XIV



— Le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York.
— Le niveau général des prix américains (moyennes mensuelles).

» si cela était nécessaire, un très large développement des moyens
» de paiement. L'indépendance vis-à-vis des prix étrangers était
» presque parfaite d'une économie pour ainsi dire fermée : la
» protection douanière était forte, le commerce extérieur ne re-
» présentait que 5 % environ de la production nationale et la
» solidarité financière avec les grandes places étrangères se trou-
» vait presque abolie par suite des difficultés monétaires que tra-
» versait l'Europe¹. »

La courbe des prix, qui fléchissait depuis juillet 1920, com-
mença à se redresser à partir de 1922. Au début de 1923, la
hausse des prix et, parallèlement, la reprise de l'activité écono-
mique s'accrochèrent encore. « Le rythme de cette prospérité est
» assez rapide et l'on croit généralement qu'elle durera encore
» longtemps. Le service économique de Harvard prédit, le 17
» janvier, une hausse pour toute l'année, et le 26 mars répète
» ses prédictions². »

Cependant, les faits ne confirmèrent pas ces prévisions puis-
que, à partir d'avril 1923 déjà, la courbe des prix accusa une nou-
velle chute. Si celle-ci se produisit au moment même où on
escomptait la continuation de la hausse, la cause ne peut en être
trouvée que dans la tactique dirigiste du Federal Reserve System.
En effet, et d'abord pour neutraliser l'effet inflationniste des
entrées d'or sur le niveau général des prix, les Federal Reserve
Banks, sous la direction de l'*Open Market Committee*, entrepri-
rent la vente des obligations gouvernementales³ ; ensuite les
Federal Reserve Banks de New-York, de Boston et de San Fran-
cisco élevèrent leurs taux d'escompte de 4 à 4 1/2 %, au cours
des mois de février et mars.

¹ Jean Filippi. — *Op. cit.*, p. 85.

² Jean Filippi. — *Op. cit.*, p. 104.

³ « Pendant le premier semestre de l'année (1922), écrit C. O. Hardy,
» dans les pages 38 à 40 de son ouvrage précité, les opérations sur le marché
» libre ont été exécutées séparément par les Federal Reserve Banks, sur leur
» propre initiative, et surtout afin de défendre l'assiette de leurs revenus.
» Cette pratique a soulevé des objections chez les partisans du contrôle cen-
» tralisé du crédit et aussi de la part du Département du Trésor, qui consi-
» dérait que les achats opérés sans unité de méthode par les douze Federal
» Banks introduisaient un élément perturbateur sur le marché monétaire et
» dérangeaient les combinaisons de la Trésorerie. Sur l'initiative du départe-
» tement en question, un nouveau comité dit *Open Market Committee* fut
» formé ; il comprenait les gouverneurs des Federal Reserve Banks et avait
» pour tâche de coordonner les opérations d'achat du système. Ce comité
» entra en fonctions en juin 1922... En avril 1923... il fut dissous et un nouvel
» organe fut désigné par le Federal Reserve Board en vue de contrôler les

On voit clairement démontré, sur le graphique XIV, que, tout de suite après la hausse à 4 1/2 % des taux d'escompte, la courbe des prix commença à fléchir.

Dans la première moitié de 1924, le Federal Reserve System se vit obligé de reprendre la lutte, et cette fois contre la baisse des prix et le ralentissement de l'activité économique qui étaient sur le point de dépasser les limites considérées comme normales. L'*Open Market Committee* fit racheter des obligations gouvernementales pour 500 millions de dollars. La Federal Reserve Bank de New-York réduisit, en trois étapes, son taux d'escompte de 4,5 à 3 %¹.

C'est après ces mesures qu'un nouveau redressement, aussi bien des prix que de l'activité économique, commença à se dessiner. Cependant la généralité des commentateurs, y compris le Federal Reserve Board, expliquèrent autrement la raison de cette amélioration. Une bonne récolte aux Etats-Unis, dit-on, coïncida avec une mauvaise récolte à l'étranger, d'où la hausse des prix agricoles, l'augmentation des revenus des cultivateurs, l'accroissement de la demande de produits industriels et la hausse de leurs prix.

Cette façon d'interpréter les faits est correcte ; cependant, il faut admettre aussi que l'élargissement du volume de la circulation monétaire, par suite des mesures prises par le Federal Reserve System, contribua beaucoup à ce résultat favorable. Si le Federal Reserve System, au lieu de prendre des mesures destinées à élargir la circulation monétaire, avait pris des dispositions inverses, c'est-à-dire avait réduit la circulation monétaire, les prix auraient-ils haussé tout de même ? Il est difficile d'y donner une solution ; une réponse négative se justifie mieux que la réponse affirmative.

Au début de 1925, l'indice des prix continua encore à hausser et, après avoir accusé une légère baisse, par suite du relèvement du taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York, de 3 à 3 1/2 %, le 27 février 1925, et de la vente des valeurs gou-

» opérations sur le marché libre. Il se composait, en réalité, des mêmes membres que le comité précédent et avait également pour président Benjamin Strong, Gouverneur de la Federal Reserve Bank de New-York. » Trad. de l'auteur.

a. Le montant des « United States Government Securities », en possession des Federal Reserve Banks, tomba de 603 millions de dollars en mai 1922, à 83 millions en novembre 1923.

¹ Des autres onze Federal Reserve Banks, trois réduisirent leurs taux respectifs à 3 1/2 %, alors que les huit autres réduisirent les leurs à 4 %.

veroementales pour 260 millions de dollars, il remonta à son niveau antérieur, auquel il s'immobilisa jusqu'à la fin de l'année.

Vu la persistance des prix élevés et en présence de la reprise des opérations spéculatives au Stock Exchange, les trois Federal Reserve Banks, qui avaient réduit précédemment leurs taux à 3 1/2 %, les portèrent à 4 % en novembre 1925. La Federal Reserve Bank de New-York ne prit la même mesure que le 8 janvier 1926. Elle tarda jusqu'à cette date à élever son taux, d'abord pour ne pas gêner le commerce et l'industrie au moment où ils avaient grand besoin de crédit, et ensuite pour ne pas attirer de plus grandes quantités d'or vers les Etats-Unis¹.

Tout de suite après la hausse des taux d'escompte à 4 %, l'indice des prix subit une chute qui se prolongea jusqu'au milieu de 1927.

Mais, une fois de plus, on chercha ailleurs la cause de cette dépréciation. Le Federal Reserve Board interpréta les choses comme suit² : « La récolte de coton de 1926 dépassa 18,000,000 » de balles et battit ainsi tous les records. Cette énorme récolte, » à laquelle s'ajoutait le stock considérable provenant de celle » de l'année précédente, fit tomber le prix du coton à un niveau » auquel la forte production de 1926 représentait une valeur » sensiblement inférieure à celle des maigres années antérieures. » En raison de la diminution des revenus des cultivateurs du district cotonnier et des Etats producteurs de froment de printemps, le pouvoir d'achat de la population agricole de ces régions s'amointrit ; cette réduction joua son rôle dans la contraction relative du volume des affaires au cours des derniers mois de l'année. »

A notre avis, l'interprétation des faits sous cette forme n'est pas tout à fait correcte. En effet, ces conjonctures, que l'on nous présente comme les vraies causes de la dépréciation de 1926, ne pouvaient commencer à avoir des répercussions sur l'indice des prix qu'à partir du moment où les prévisions, plus ou moins justes, sur la prochaine récolte, commencent à être émises. Ces prévisions ne peuvent vraiment s'énoncer qu'au cours des mois de printemps et d'été. La récolte abondante de coton en 1926 aux Etats-Unis ne pouvait donc influencer l'indice des prix dans le sens de la baisse qu'à partir du printemps de la même année au

¹ Le rapport annuel du Federal Reserve Board pour l'année 1925, p. 6 et 7.

² Le rapport annuel pour l'année 1926, p. 1. Trad. de l'auteur.

plus tôt. Or, le graphique XIV nous montre que la baisse des prix américains ne débuta pas au printemps de 1926, mais déjà à la fin de 1925, c'est-à-dire au moment où certaines des Federal Reserve Banks élevèrent leurs taux respectifs à 4 %. Il faut admettre, par conséquent, que la cause initiale de cette baisse des prix fut la hausse des taux d'escompte en question. La récolte abondante de coton de 1926 ne fit que l'accentuer plus tard.

En 1926, la Federal Reserve Bank de New-York modifia son taux d'escompte deux fois encore, alors que les autres onze Federal Reserve Banks maintinrent toujours les leurs à 4 %. « Le » 23 avril, baisse à 3,5 %, à un moment de large liquidation des » prêts des banques et devant une apparence de déclin dans l'ac- » tivité industrielle. Cette baisse a été accompagnée par l'achat » de 65,000,000 d'United States Securities. Le 23 août, retour au » taux de 4 %, à cause d'un accroissement des prêts sur titres » et du Federal Reserve Credit, et aussi pour ne pas être trop en » deçà du taux du marché libre, en légère avance. Vente corré- » lative de 75,000,000 d'United States Securities¹. »

En 1927, la persistance de la baisse des prix, du ralentissement de l'activité économique, la multiplication des faillites, et, à partir de juin, les exportations d'or obligèrent le Federal Reserve System à prendre des contre-mesures. Tout d'abord, pour combler les vides que les exportations d'or creusèrent dans la circulation monétaire, il procéda à des achats de fonds d'Etat², ensuite toutes les Federal Reserve Banks réduisirent, aux mois d'août et septembre, leurs taux d'escompte respectifs de 4 à 3,5 %.

Ces décisions ne tardèrent pas à donner les résultats souhaités : l'activité économique se ranima, l'indice des prix tendit à s'élever.

En 1928, la spéculation à la Bourse de New-York, profitant également du crédit offert relativement à bon marché, prit une expansion de plus en plus alarmante. On pensa alors que le moyen le plus efficace de mettre fin à cette spéculation déraisonnable et lourde de dangers était d'en tarir la source, c'est-à-dire de réduire le volume du crédit. Mais à ce moment précisément l'activité économique et l'indice des prix, qui venaient à peine de s'engager dans la voie du redressement, exigeaient la continuation de l'extension du volume du crédit.

¹ Jean Filippi. — *Op. cit.*, p. 113.

² Le montant des United States Securities en possession des Federal Reserve Banks monta de 310 millions de dollars, en janvier 1927, à 606 millions, en décembre de la même année.

Placé entre deux feux, et faute d'un système de contrôle à double tranchant, le Federal Reserve Board se décida alors, non sans amertume, à employer les moyens dont il disposait, de façon à parer au péril le plus menaçant. On assista d'abord à une rapide liquidation des United States Securities¹ en possession des Federal Reserve Banks, ensuite aux élévations successives des taux d'escompte de ces Banques.

Nous connaissons la suite de l'histoire. Les mesures prises réussirent, non sans difficultés d'ailleurs, à écarter le danger le plus imminent. Mais elles favorisèrent, d'autre part, celui qui paraissait antérieurement moins pressant. Répétons-le encore, la crise de 1929 et la dépression économique la plus douloureuse de l'histoire qui l'a suivie furent la conséquence de ces dispositions.

En résumé, il faut bien admettre que la politique de la « monnaie dirigée » du Federal Reserve System, entre 1923 et 1928, fut couronnée de succès. En reconnaissant cette réussite de l'expérience du Federal Reserve System, nous n'irons cependant pas jusqu'à soutenir la thèse selon laquelle un pays, grâce à la politique d'escompte, peut stabiliser indéfiniment le niveau général des prix. Il existe trop de causes qui peuvent saper à tout moment l'efficacité de cette politique. La politique d'escompte ne peut pas assurer la continuité de la stabilité des prix ; son efficacité ne peut être que momentanée ou de courte durée, du fait que les circonstances ne s'y prêtent pas toujours. D'ailleurs, et c'est là le point sur lequel nous insisterons le plus dans la partie suivante, la politique d'escompte, étant donné qu'elle se fonde sur des théories en grande partie erronées, porte en elle-même les germes de son inefficacité.

¹ Le montant de celles-ci tomba de 606 millions de dollars en décembre 1928, à 155 millions, en août 1929.

TROISIÈME PARTIE

LES CRITIQUES

TROISIÈME PARTIE

LES CRITIQUES

Au cours de la présente partie, nous expliquons, avec preuves à l'appui et dans la mesure du possible, pourquoi la politique d'escompte¹ est inefficace à la longue et aussi pourquoi elle est nocive à maints égards.

Nous précisons, dès à présent, les arguments fondamentaux de notre thèse, afin de donner une vue générale du contenu des chapitres qui suivent et d'en faciliter ainsi la compréhension.

Une hausse du taux de l'escompte — et inversement une baisse de ce taux — exerce une double action sur la valeur de la monnaie². L'une de ces deux actions est relativement immédiate et s'exerce dans le sens qu'indiquent les théories, c'est-à-dire qu'elle bonifie la valeur de la monnaie. Quant à la seconde, elle s'exerce en sens contraire; elle déprécie la valeur de la monnaie. Cette action, cependant, se développe relativement lentement et, de ce fait, elle se fait sentir avec un certain retard. De prime abord, cette affirmation peut paraître paradoxale, mais les faits la confirment.

C'est en nous fondant sur cette donnée que nous sommes arrivé à la conception qu'une modification du taux de l'escompte, ou, à généralement parler, la politique d'escompte possède une *efficacité immédiate et temporaire*, mais aussi une *inefficacité à retardement* que l'on peut qualifier plus simplement d'*inefficacité retardée* ou encore *lointaine*.

La politique d'escompte n'est douée en somme que d'une effi-

¹ Nous entendons par ce terme les deux politiques d'escompte, la politique d'escompte extérieure et la politique d'escompte intérieure. La première sera traitée dans le premier chapitre et la deuxième dans le second chapitre de la présente partie.

² Il s'agit aussi bien de la valeur intérieure que de la valeur extérieure.

cacité de courte durée, apparente et, peut-on même dire, trompeuse. Car l'action immédiate d'une modification du taux de l'escompte ne fait qu'endormir pour un certain temps le mal ; celui-ci se réveille plus tard, avec plus d'acuité encore, sous l'effet lointain de la même modification. Le remède ne fait donc en réalité et en fin de compte qu'aggraver le déséquilibre.

De plus, l'action immédiate ne peut se développer que si certaines conditions sont remplies ou si les circonstances s'y prêtent. Au cas où, faute de ces conditions l'action immédiate ne peut pas s'exercer, il n'est pas dit que l'action retardée ne s'exerce pas également. Il est donc possible qu'une modification du taux de l'escompte, sans même guérir le mal temporairement, l'empire directement.

Il est vrai que si, par exemple, on élève le taux seulement pour une durée relativement courte, cette mesure, sous la réserve faite ci-dessus, exercera son action immédiate, alors que son action retardée ne trouvera pas le temps nécessaire à son développement. En ce cas, la mesure prise ne sera pas un simple calmant, mais une véritable panacée, à une condition préalable : il faut que le déséquilibre soit passager, tout à fait accidentel, car c'est seulement dans cette conjoncture qu'il suffira de maintenir le taux de l'escompte à un niveau élevé pour une courte durée. Si le déséquilibre est profond, il faudra élever le taux de l'escompte fortement et le maintenir à ce niveau assez longtemps pour que l'action immédiate elle-même puisse s'exercer. En pareil cas, l'action retardée trouvera aussi le temps nécessaire à son développement et, par conséquent, le déséquilibre ne sera pas corrigé. Telles sont les raisons pour lesquelles, à notre avis, la politique d'escompte est efficace lorsqu'il s'agit de lutter contre les maux passagers, mais dépourvue de toute efficacité lorsqu'il est question de remédier aux déséquilibres profonds.

Il convient de remarquer encore que si les déséquilibres passagers se succèdent à de courts intervalles, la politique d'escompte ne donnera probablement pas un meilleur résultat que s'il s'agit de déséquilibres profonds. Car les hausses fréquemment répétées du taux de l'escompte auront eu moyennant les mêmes répercussions qu'une seule élévation de longue durée.

Quant à la nocivité de la politique d'escompte, elle tombe sous le sens du moment déjà où on admet qu'elle ne fait le plus souvent qu'accentuer le déséquilibre. Mais elle exerce surtout des effets pernicieux du fait qu'elle se pratique sous forme de

fréquentes et habituellement fortes élévations du taux de l'es-compte. Or, le renchérissement du loyer de l'argent est en contradiction avec le développement de la production, soit avec l'enrichissement de la communauté. Il provoque fréquemment une réduction de l'activité productive, un accroissement du chômage. Bref, il engendre un état d'appauvrissement général.

CHAPITRE VII

L'inefficacité et la nocivité de la politique d'escompte extérieure

L'élévation du taux de l'escompte ne remédierait pas mieux à une crise profonde, s'étendant sur un grand nombre d'années, qu'à un appauvrissement chronique et sans espoir.

Max Hermant ¹.

I

Nous entamerons ce chapitre par un examen plus approfondi de la question de la nocivité de la politique d'escompte.

L'homme, pour pouvoir subsister, doit satisfaire ses multiples besoins. Et plus exactement ses besoins matériels et moraux sont satisfaits, plus le niveau de vie s'élève. En langage économique, on appelle biens « les choses qui servent à satisfaire quelque besoin » ². La satisfaction des besoins et, par conséquent, l'amélioration de l'existence de l'être humain s'accroissent proportionnellement à l'augmentation des biens.

Si on excepte quelques rares biens, comme l'air et la lumière du soleil, la nature n'offre pas les biens prêts à l'usage. Elle met à la disposition de l'homme, séparément, les éléments qui composent ces biens. Il reste alors à la force des bras et à l'intelligence de l'homme à assembler ces éléments de manière à créer les biens. Nous appelons cela la production. La quantité des biens

¹ Max Hermant. — *Causes et effets des variations du taux de l'escompte*. Revue Politique et Parlementaire, juillet 1925, p. 88.

² Bertrand Nogaro. — *Cours d'Economie Politique*, 3^{me} édition, tome I, p. 12 et 13.

en notre possession, c'est-à-dire la richesse, dépend donc de la production ; plus l'on produit, plus l'on acquiert de richesse.

Il convient de remarquer encore que la multiplication de la production, à elle seule, n'augmente que la richesse de l'humanité dans son ensemble, et non pas celle d'un individu, pas plus que celle d'une nation. Il est évident qu'un individu, pas plus qu'une nation, ne peut produire que l'un ou quelques-uns de ces biens, et en une quantité dépassant de très loin les besoins satisfaisables par ce produit ou par ces produits. Au point de vue du producteur, la quantité de ses propres produits, qu'il ne peut pas consommer lui-même, ne doit être qualifiée de « bien » puisqu'elle ne peut satisfaire aucun de ses besoins. Pour mieux illustrer ce que nous disons, supposons qu'un agriculteur produit dix tonnes de blé par an, et qu'il ne puisse en consommer pendant la même période qu'une tonne. C'est cette tonne qui représente vraiment pour lui un bien ; les autres neuf tonnes, puisqu'elles ne peuvent contenter aucun de ses besoins, ne doivent pas être rangées dans les biens, du point de vue de cet agriculteur.

Mais si, par la voie d'échange, il peut obtenir à d'autres sources des produits avec lesquels il peut satisfaire ses autres besoins, les neuf tonnes de blé pourront, dans ce cas seulement, être qualifiées de « biens » et la richesse de cet agriculteur augmentera.

Nous voulons dire par là que la richesse ne peut pas s'accroître par la simple augmentation de la production. Il faut encore que la circulation des biens, autrement dit les échanges de marchandises, non seulement entre nationaux, mais aussi entre nations, augmentent proportionnellement.

Nous insistons, par cette brève introduction, sur le fait que chaque entrave à la production et à la circulation des biens porte préjudice à la richesse, ou à l'enrichissement de la communauté, et qu'elle est indésirable et nocive. La hausse du taux de l'intérêt contrecarre aussi bien la production que la circulation. C'est pour cette raison que la politique d'escompte qui se pratique sous la forme d'élévations chroniques du taux de l'intérêt est nocive.

Cette nocivité de la politique d'escompte nous semble trop évidente pour ne pas appeler de longs commentaires. Comme il s'agit cependant du point essentiel de notre étude, nous en dirons encore quelques mots.

La production est l'œuvre de trois facteurs : la nature, le travail et le capital. C'est l'entrepreneur qui assemble et qui harmonise ces trois éléments pour les adapter à ce but. Il importe avant

tout que l'entrepreneur dispose du capital, sinon il ne peut tirer parti des possibilités que lui offrent la nature et le travail. Comment trouve-t-il, le cas échéant, les fonds nécessaires ?

A côté de l'entrepreneur, il y a un autre individu qui détient du capital, mais qui peut n'avoir ni le loisir, ni l'aptitude de le faire fructifier. Si cet individu prête son capital à l'entrepreneur, celui-ci se trouvera ainsi à même d'élargir le volume de la production, soit la richesse de la communauté. Le « capitaliste »¹ étant lui-même membre de cette communauté, percevra sa part de cette augmentation de la richesse. Il recevra d'abord, sous le nom d'« intérêt », une compensation au renoncement, pour un certain temps, de la libre disposition de son capital. De plus, s'il était inoccupé jusqu'alors, il trouvera fort probablement du travail grâce à l'expansion de l'activité économique par la mise en valeur du capital entre les mains de l'entrepreneur.

Il en ira tout autrement si le capitaliste n'accepte pas de louer son capital, ou ne veut le louer qu'à un taux d'intérêt élevé. L'entrepreneur n'empruntera le capital et ne l'engagera dans la production que si le rendement escompté de ce capital dépasse l'intérêt réclamé. Ainsi, chaque hausse du taux de l'intérêt, toutes choses restant égales, tend à désavantager la production. En généralisant, on peut dire que le volume de la production, dans une conjoncture normale, se rétrécit proportionnellement à la hausse du taux de l'intérêt.

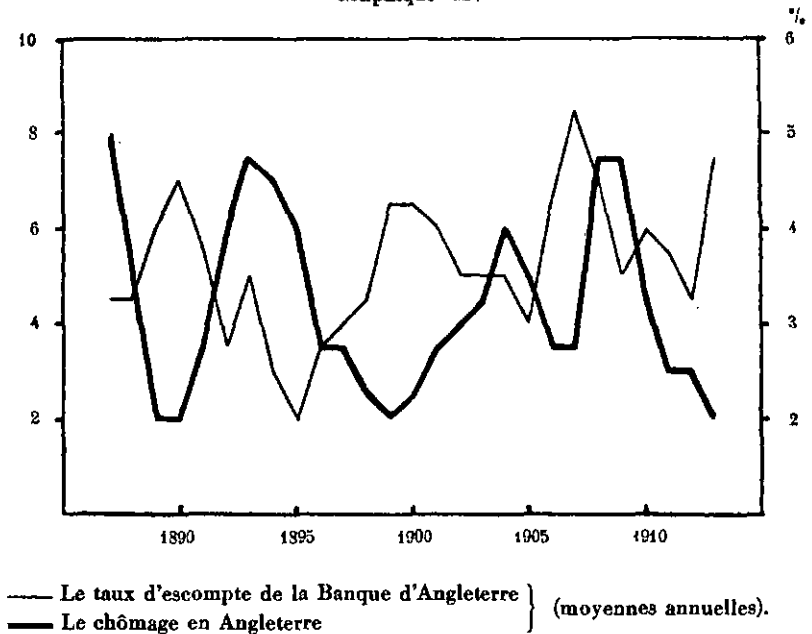
La hausse du taux de l'intérêt, dont le capitaliste se félicite prématurément, lui est au contraire préjudiciable, en le privant indirectement des occasions de travail par suite du ralentissement de l'activité économique consécutif au renchérissement du loyer du capital. Si son revenu s'accroît quelque peu à cause de la hausse du taux de l'intérêt, son salaire subit une forte réduction et peut même toucher à zéro si l'emploi est supprimé. En d'autres termes, son revenu diminue plus qu'il ne s'accroît après l'élévation du taux de l'intérêt. Si on multiplie le phénomène, il devient évident que la société, dans son ensemble, s'appauvrit par le renchérissement du loyer du capital. Les épargnants qui souhaitent la hausse du taux de l'intérêt font erreur ; ils n'en profiteront pas, mais au contraire ils en souffriront. En réclamant la hausse de ce taux ils ne font que « couper la branche d'arbre sur laquelle

¹ Par ce terme nous entendons tous ceux qui possèdent un capital, petit ou grand, ou tous les épargnants.

ils sont assis¹ ». Espérer un bénéfice de la hausse du taux de l'intérêt n'est qu'un mirage.

En conclusion nous joignons ici les graphiques XV et XVI². Les graphiques sont parfois plus éloquents que de longs commentaires.

Graphique XV



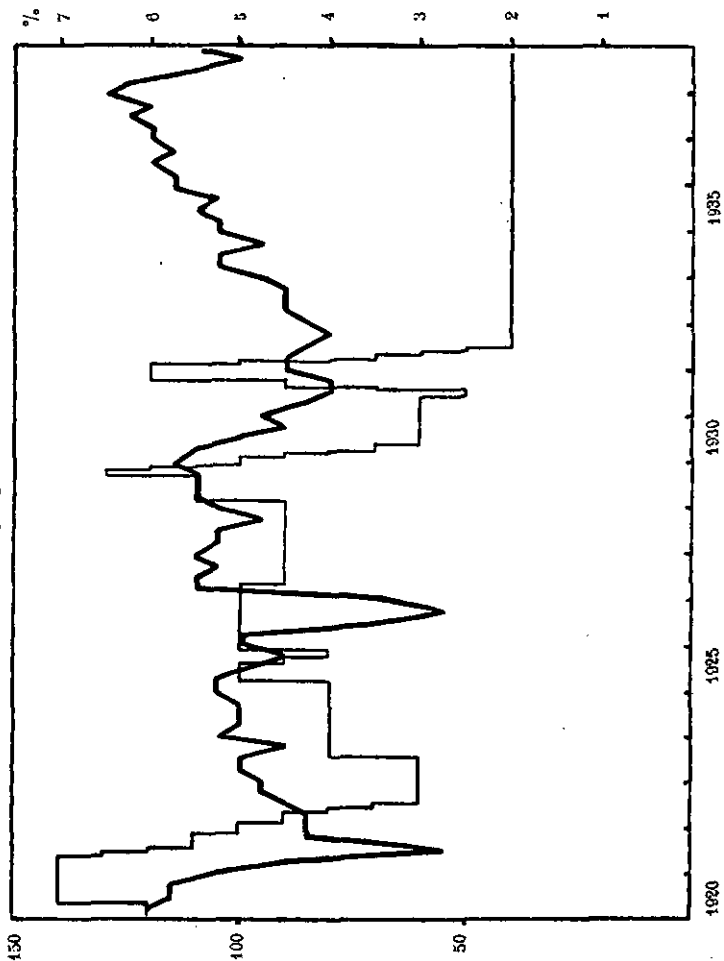
II

La politique d'escompte, qui se traduit par le renchérissement fréquent du loyer du capital, paralyse la production et accroît le chômage. Si au moins elle réussissait à stabiliser la valeur extérieure de la monnaie, on aurait un motif pour la défendre. Mais, en vérité, elle ne revêt même pas, dans ce domaine, une efficacité appréciable. Elle ne parvient à remédier qu'aux instabilités passagères, qui peuvent d'ailleurs être rajustées par d'autres moyens.

¹ Proverbe turc.

² Voir aussi graphique XVII, p. 196.

Graphique XVI



— Le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre.
— La production en Angleterre (moyennes trimestrielles).

par d'autres politiques qui ne touchent pas le taux de l'intérêt ni, par conséquent, la production. Quant aux déséquilibres profonds, ils ne peuvent être corrigés par la politique d'escompte. Ce sont pourtant ces déséquilibres qu'il importe surtout d'éviter. Nous ne trouvons pas d'excuse à une politique qui se révèle d'une part inefficace et d'autre part nocive.

Dans la deuxième partie de cette étude, nous avons vu que la politique d'escompte resta, maintes fois, complètement impuissante à redresser la situation. Nous allons maintenant en expliquer les raisons, en examinant quelques cas caractéristiques.

1^o Supposons que, grâce à une rationalisation poussée très loin et à une technique perfectionnée, certains pays arrivent à fabriquer à meilleur marché, et de meilleure qualité que nous-mêmes, les produits pour lesquels ils sont en concurrence avec nous sur le marché mondial. Il est évident que, dans ce cas, nous perdrons nos clients et que nos exportations diminueront par rapport à nos importations ; la valeur extérieure de la monnaie commencera à se déprécier et la Banque centrale perdra de l'or.

Une élévation du taux de l'escompte peut-elle, en pareille situation, rétablir l'équilibre ? La réponse est négative. Elle peut même aggraver encore le déséquilibre. Il est possible que la hausse du taux de l'escompte provoque une importation de capitaux, qu'elle déprécie les prix nationaux et qu'elle produise ainsi une certaine augmentation des exportations. C'est-à-dire que, grâce à son action immédiate, elle peut entraîner un certain redressement de la valeur extérieure de la monnaie. Mais cette consolidation ne saurait avoir un caractère durable, pour les raisons suivantes :

La hausse du taux de l'intérêt et la baisse des prix qui en résulte entraîneront une diminution de la production. Ce fait implique le rétrécissement de la capacité d'exporter. La hausse du taux d'intérêt entraînera donc, en fin de compte, une diminution des exportations.

De plus, les capitaux attirés par l'élévation du taux de l'intérêt, et surtout les intérêts acquis par ces capitaux, commenceront à être rapatriés dans un plus ou moins proche avenir. Un nouvel élément déficitaire s'ajoutera de ce chef à la Balance des paiements.

Ainsi, la hausse du taux de l'intérêt qui, grâce à ses répercussions immédiates, produit un certain redressement, finit par em-

pirer la situation, en raison des conséquences lointaines qui se font sentir plus lourdement.

Dans le cas que nous examinons, le mal provient de l'infériorité de la qualité et de la supériorité des prix de revient des produits nationaux par comparaison aux produits étrangers. Pour le rétablissement définitif de l'équilibre, il faut donc améliorer la qualité et réduire les prix de revient des produits indigènes, et, pour cela, pousser plus loin la rationalisation et moderniser l'équipement industriel. C'est la modicité et non la cherté du taux de l'intérêt qui permettra aux entrepreneurs de s'adapter aux progrès techniques. Plus le taux de l'intérêt sera bas, plus le renouvellement des procédés de production s'effectuera rapidement ; ou inversement, plus le taux sera élevé, plus difficilement il se réalisera.

La hausse du taux de l'intérêt comme remède à un malaise provenant d'un équipement désuet apparaît en somme comme un poison introduit dans l'organisme économique national ; elle ne peut que reculer, sinon rendre impossible le rétablissement définitif de l'équilibre.

2° On ne peut et on ne doit pas non plus parer par l'élévation du taux de l'escompte au désarroi provenant d'une revalorisation injustifiée de la devise nationale. Une hausse du taux de l'escompte, en provoquant une importation de capitaux, peut très bien rétablir l'équilibre. Mais celui-ci ne saurait être que superficiel. Ici le mal procède de la supériorité des prix nationaux sur les prix mondiaux. Le rétablissement définitif de l'équilibre n'est alors possible que par la suppression de l'écart entre les deux catégories de prix. La hausse du taux de l'escompte, en faisant baisser les prix indigènes, arrive peut-être à éliminer la différence. Mais répétons, à cette occasion, que la hausse du taux de l'intérêt et la baisse des prix qui en découle auront des répercussions des plus fâcheuses sur la production nationale et pourront empêcher le rétablissement définitif de l'équilibre. Il ne se réalisera éventuellement qu'au prix de l'appauvrissement général, c'est-à-dire de la suppression d'une partie importante de la production.

La juste solution du problème ne consiste pas à élever le taux de l'escompte, mais à corriger, par une opération inverse, c'est-à-dire par une dévaluation, la faute commise. C'est seulement ainsi que l'écart entre les prix nationaux et les prix mondiaux se résor-

bera opportunément. Dans ce cas, les prix indigènes baisseront, non pas intérieurement, mais extérieurement seulement. En d'autres termes, ils resteront stables dans le pays, tandis qu'ils seront réduits pour l'étranger. La production nationale échappera ainsi aux répercussions néfastes d'une hausse du taux de l'escompte et d'une chute absolue des prix nationaux, alors que la valeur extérieure de la monnaie s'affirmera.

Comme nous l'avons vu dans la deuxième partie de cette étude, l'Angleterre, qui avait revalorisé sa monnaie à tort en 1925, n'a pu sortir de l'impasse qu'en dévaluant en 1931.

3° La dévaluation de la plupart des monnaies étrangères peut rendre les prix nationaux supérieurs aux prix des pays à monnaie dévaluée. La situation, dans ce cas, se présente comme si on avait revalorisé la monnaie nationale. Les réflexions que nous avons émises ci-dessus sur la situation créée par une revalorisation de la devise nationale s'appliquent donc exactement à cette dernière situation. Ici aussi, la supériorité des prix nationaux sur les prix mondiaux rendra défavorable la Balance commerciale et, par conséquent, la devise nationale se dépréciera.

Si l'écart entre les prix nationaux et les prix étrangers est minime, une légère élévation du taux de l'escompte pourra le faire disparaître en provoquant une baisse des prix indigènes et remédier ainsi à la situation sans handicaper notablement la production du pays. Mais si, au contraire, l'écart en question est important, il faudra élever le taux de l'escompte fortement et pour une durée relativement longue pour pouvoir le résorber. Dans ce cas, la production nationale sera durement frappée. Un rétablissement, incertain encore, de l'équilibre à l'aide de l'élévation du taux de l'escompte coûtera ainsi trop cher au pays.

Le mal provient ici de la dévaluation des monnaies de certains pays étrangers. Ceux-ci dévalent leurs monnaies afin de redresser leur situation en nous mettant dans une position défavorable, c'est-à-dire qu'ils cherchent à s'enrichir à notre détriment. En élevant le taux de l'escompte, nous ne faisons que favoriser l'injuste dommage qui nous est infligé. Pour neutraliser ce préjudice, nous devons non pas élever le taux de l'escompte, mais répliquer sur le même ton, soit dévaluer notre monnaie. Il faut faire comprendre à ceux qui nous font du tort que tout pays qui tente de s'enrichir au détriment des autres s'expose à des mesures de repré-

sailles qui aboutiront inévitablement à créer un chaos économique international.

Nous avons vu, dans la deuxième partie, que la France essaya, entre 1935 et 1937, d'échapper aux répercussions défavorables des dévaluations des monnaies étrangères, en élevant fortement et plusieurs fois le taux de l'escompte. Cette manœuvre défensive ne produisit pas l'effet désiré ; en outre, elle paralysa en grande partie l'économie française. La France ne put sortir de l'impasse qu'en dévaluant sa monnaie.

4° En période de prospérité, ce sont surtout les opérations spéculatives sur les marchandises qui font monter les prix nationaux au-dessus des prix mondiaux et qui rendent, par conséquent, la balance commerciale défavorable. Une hausse du taux de l'escompte, dans ce cas, peut restreindre les opérations spéculatives, mais elle ne rend pas infailliblement la balance commerciale favorable ; car le renchérissement du loyer de l'argent peut entraîner une diminution de la production, donc une réduction de la capacité d'exporter du pays. La hausse du taux de l'escompte qui atteint, sans distinction, les innocents et les coupables, manque à la fois d'équité et d'efficacité.

Dans le cas qui nous occupe, le mal provient des opérations néfastes des spéculateurs. Pour y couper court, il faut s'attaquer directement à la source, sans toucher aux tractations que nous dirons légitimes et dont dépend le niveau de vie de la communauté. Par exemple, pourquoi ne pas contrôler qualitativement la distribution du crédit ? Pourquoi ne pas prendre en considération l'emploi du crédit, au lieu d'élever le taux de l'escompte ? Si l'on procédait ainsi, les spéculateurs seraient privés des moyens nécessaires à l'extension des opérations indésirables et la production nationale ne serait pas lésée.

La politique qui consisterait à faire une discrimination entre les solliciteurs de crédit et qui le refuserait à certains d'entre eux serait considérée peut-être comme antidémocratique. A notre avis, ce point de vue est insoutenable. La démocratie n'implique pas la liberté illimitée des individus, ni l'égalité de leur traitement sans égard de leur comportement dans la société. De même que les auteurs de mauvaises actions sont châtiés, les spéculateurs, dont les agissements portent préjudice à la société, ne méritent pas d'être mis sur le même pied que les autres membres de la société, dont l'activité contribue au bien-être de tous.

5° Le solde passif de la balance commerciale peut provenir de causes accidentelles ; dans un pays agricole par exemple, d'une mauvaise récolte des produits d'exportation, ou dans un pays industriel, de grèves étendues à plusieurs branches de la production et de plus ou moins longue durée. Même en pareil cas, l'efficacité d'une élévation du taux de l'escompte est très discutable. Le déséquilibre ne résulte pas de la supériorité des prix nationaux sur les prix mondiaux, mais d'un manque de produits d'exportation. Si même par une élévation du taux de l'escompte on réussit à réduire les prix nationaux, cela ne remédiera pas à la situation, puisque ce sont les produits eux-mêmes qui font défaut. On ne peut tout de même pas espérer augmenter l'exportation de biens que l'on ne possède pas.

Une hausse du taux de l'escompte, en provoquant une importation de capitaux, peut rétablir l'équilibre. Cela revient à acheter à crédit des produits étrangers. Le remboursement de ces capitaux avec l'intérêt à payer s'ajoutera au passif de la balance des paiements des périodes suivantes.

Au bout d'un certain temps, la dite balance se soldera de nouveau par un déficit. Pour pouvoir couvrir ce déficit futur, il faudra augmenter la production et ainsi l'exportation. Mais lorsqu'on élève le taux de l'escompte, la diminution de la production est plus probable que son accroissement et, par conséquent, l'élargissement du déficit futur de la balance est plus vraisemblable que son rétrécissement.

La diminution de la production, due à une mauvaise récolte, à une grève ou à toute autre cause, n'est que la diminution du pouvoir d'achat du pays. Pour que l'équilibre se maintienne, il faut réduire dans la même proportion les importations, ou couvrir la différence en sacrifiant une partie de l'épargne accumulée, c'est-à-dire les stocks-or d'un pays faisant partie de ses épargnes, une certaine quantité d'or. En pareil cas, la perte de métal jaune est normale, et à la longue inévitable. Une élévation du taux de l'escompte ne peut pas l'éviter. Si on acquitte immédiatement en or la différence entre le montant des importations et celui des exportations, sans élever le taux de l'escompte, il est fort probable que, à l'aide du crédit à bon marché, la production s'accroisse, les exportations augmentent et l'on trouve ainsi plus tard la possibilité de récupérer l'or exporté. Ce qui revient à dire qu'une réduction du taux de l'escompte offre plus de chances de rétablir l'équilibre qu'une élévation de ce taux.

6° La cause du déficit de la balance commerciale peut être saisonnière ; dans les pays agricoles, par exemple, la balance commerciale laisse un solde déficitaire en été et un solde créditeur en hiver. Ces pays perdent alors en été une certaine quantité de métal qu'ils récupèrent en hiver. L'or voyage ainsi inutilement d'un pays à l'autre. Si, dit-on, ces pays élèvent le taux de l'escompte en été, cette hausse enrayera la sortie d'or et le règlement du déficit actuel sera renvoyé jusqu'en hiver, où le solde créditeur de la balance commerciale le couvrira. On évitera ainsi les déplacements superflus de l'or.

Il est vrai qu'une élévation du taux de l'escompte peut rendre ce service, mais, en raison du danger que comporte la mobilité du taux de l'escompte, la stabilisation de ce taux n'est pas moins désirable que celle du stock d'or. Maintenir le taux de l'escompte aussi bas et aussi stable que possible est un avantage pour l'économie du pays. Il est préférable d'enrayer les mouvements saisonniers de l'or, non pas par le maniement du taux de l'escompte, mais par d'autres moyens. Pourquoi, par exemple, la Banque centrale n'achèterait-elle pas le surplus de l'offre de devises pendant les mois où la balance des comptes présente un solde créditeur et ne le vendrait-elle pas lorsque cette balance est déficitaire ? Il nous semble que cette façon de procéder ne présente pas d'inconvénients et que, de plus, il est possible ainsi d'éviter à la fois les mouvements saisonniers de l'or et les modifications du taux de l'escompte.

En prenant en considération quelques cas particulièrement caractéristiques, nous avons essayé de tirer au clair les raisons pour lesquelles la politique d'escompte n'est pas un moyen inoffensif et efficace de stabiliser la valeur extérieure de la monnaie. Il se rencontre sans doute beaucoup d'autres causes d'instabilité extérieure que nous n'avons pas mentionnées. Il nous semble qu'il est superflu de multiplier les exemples ; la base de notre raisonnement est, à notre avis, valable pour tous les cas.

Nous récapitulons nos observations ainsi :

Une hausse du taux de l'escompte a une double action sur la valeur extérieure de la monnaie, l'une est relativement immédiate, l'autre relativement lente.

L'élévation du taux de l'escompte provoque d'abord des entrées de capitaux, puis une chute des prix et, par là, une augmentation des exportations et une baisse du cours des changes.

C'est là l'action immédiate de la hausse du taux de l'escompte.

Cette même hausse paralyse, d'autre part, l'activité productive. Il en résulte une diminution de l'offre des biens en général, de la quantité des produits d'exportation en particulier, une hausse des prix et un déficit de la balance commerciale dans un plus ou moins proche avenir. Si on y ajoute les rapatriements des capitaux importés et de l'intérêt acquis, le déficit de la balance des paiements s'élargit. En définitive, la valeur extérieure de la monnaie se déprécie et l'exportation de l'or reprend. C'est là l'action lointaine de l'élévation du taux de l'escompte.

Du fait que l'action immédiate se développe plus vite que l'action lointaine, nous avons l'impression que la politique d'escompte est efficace ; mais en réalité et en fin de compte elle ne l'est pas. La périodicité des déséquilibres confirme en quelque sorte notre point de vue.

L'erreur des auteurs des théories, exposées dans le premier chapitre de la première partie, provient du fait qu'ils ne prennent en considération que l'action immédiate, tout en passant sous silence les répercussions lointaines. Ainsi, la conclusion qu'ils formulent ne peut être qu'incomplète et erronée.

Il est à noter, cependant, que l'action lointaine d'une élévation du taux de l'escompte demande un certain temps pour se déployer. Si le taux hausse et, après un intervalle relativement court, s'abaisse, l'action immédiate seule déploie ses effets, mais l'action lointaine ne pourra pas s'exercer. Dans ce cas, le résultat atteint est définitif, et nous pouvons parler de l'efficacité de la mesure prise. Mais, lorsqu'il s'agit de surmonter une forte dépréciation de la valeur extérieure, il faut porter le taux de l'escompte à un niveau fort élevé et l'y maintenir assez longtemps pour que l'action immédiate elle-même puisse se manifester suffisamment et donner un résultat satisfaisant. Cependant, dans ce cas, l'action lointaine peut aussi se développer et neutraliser l'action immédiate.

C'est pour cette raison que la politique d'escompte n'arrive pas à remédier aux désordres profonds. Quant aux déséquilibres légers, ils peuvent être redressés par elle, à moins qu'ils ne se succèdent à de courts intervalles, ce qui rend nécessaires de fréquentes modifications du taux de l'escompte. Les élévations rapidement alternées du taux de l'escompte, dans leur ensemble, ont, à peu de chose près, les mêmes répercussions qu'une élévation à longue durée du taux de l'escompte.

La politique d'escompte ne peut être efficace, en somme, que rarement et dans des cas sans grande importance, auxquels on peut parer par d'autres moyens présentant moins de risques ; son utilité est donc très médiocre. Si on cesse complètement de recourir à la politique d'escompte extérieure, les dommages seront pour ainsi dire nuls, mais les avantages seront considérables. C'est pourquoi nous estimons que la politique d'escompte doit être abandonnée définitivement. C'est d'ailleurs ce qui s'est produit. Il est à souhaiter qu'elle ne soit plus jamais reprise.

Comme nous l'avons dit précédemment, l'action immédiate d'une modification du taux de l'escompte ne peut s'exercer qu'en présence de certaines conditions, reconnues déjà par les théoriciens, et dont nous dirons à notre tour quelques mots.

III

Le taux hors banque (taux privé) doit strictement dépendre du taux officiel.

La Banque centrale, étant la banque des banques, n'entre en relations directes, en général, qu'avec celles-ci, et non avec les individus. Ces derniers, pour leurs besoins financiers, ne s'adressent pas à la Banque centrale, mais ils recourent aux établissements privés. Le taux de l'intérêt qui leur importe est donc le taux privé, non l'officiel. Celui-ci peut varier, hausser, par exemple, si le taux privé reste insensible à ces modifications, il n'en résultera aucune répercussion : le volume du crédit ne se restreindra pas, les prix ne baisseront pas, les exportations n'augmenteront pas, aucune importation de capitaux ne se produira et, par conséquent, la valeur extérieure de la monnaie ne se redressera pas.

C'est la Banque centrale qui dirige la politique d'escompte, en modifiant son taux d'escompte. La première condition technique de la réussite de cette politique réside donc dans la dépendance du taux privé du taux officiel. Quel est le facteur qui détermine le degré de cette dépendance ?

Aussi longtemps que les banques privées sont obligées de s'adresser à la Banque centrale, de solliciter son aide, elles doivent modifier leurs taux d'intérêt suivant les variations du taux officiel ; sinon elles peuvent subir des pertes considérables en réescomptant à la Banque centrale, à un taux élevé, les effets

commerciaux qu'elles avaient escompté à un taux bas. Mais si elles trouvent le moyen de se passer de cette aide, elles ne s'inquiéteront plus des modifications du taux officiel; elles pourront libérer ainsi le taux privé du taux officiel. Le degré de dépendance en question est donc subordonné à l'importance de l'obligation des banques privées de solliciter l'aide de la Banque centrale; moins les premières sont contraintes de s'adresser à la seconde, plus cette dépendance s'affaiblit.

Dans certains pays (anglo-saxons plus spécialement), le taux privé s'est affranchi dans une large mesure de la tutelle du taux officiel, grâce à l'évolution du mode de règlement. Dans ces pays, la plus grande partie des paiements se fait par chèque. Cet usage permet aux banques privées d'élargir considérablement le volume du crédit, sans aucun secours de la Banque centrale. Chacune d'elles devient une sorte de banque d'émission, mettant en circulation, non pas de la monnaie « réelle », mais de la monnaie dite « scripturale ». L'usage du chèque — ou, si l'on préfère, de la monnaie scripturale — comme moyen de paiement est donc une des raisons de l'affaiblissement de l'efficacité de la politique d'escompte.

Il importe, dès lors, d'exposer succinctement les raisons pour lesquelles ce mode de paiement permet d'élargir le volume du crédit sans l'intervention de la Banque centrale, affaiblissant ainsi la dépendance du taux privé du taux officiel, et d'examiner les possibilités d'y remédier.

Le professeur Louis Baudin décrit ainsi le mode de paiement par chèque¹ :

« Le déposant, au lieu de retirer ses fonds de la Banque *A* »
» pour effectuer un paiement, remet directement à son créancier »
» un chèque, ou bien donne à la Banque *A* l'ordre de virer la »
» somme due au crédit du compte du créancier, si celui-ci est »
» également client de *A*. Dans les deux cas, aucun transport de »
» monnaie matérielle n'a lieu; la dette est réglée sans manie- »
» ment d'espèces, avec un minimum de risque et de perte de »
» temps. Si les parties disposent de la même banque, l'opération »
» se résout simplement par l'inscription du montant du chèque »
» ou de l'ordre de virement au débit du tireur ou du donneur »
» d'ordre et au crédit du bénéficiaire. Si ce dernier est client

¹ Louis Baudin. — *La monnaie et la formation des prix*, 2^{me} édition, p. 301 et 302.

» d'une banque *B*, celle-ci présente le chèque à l'encaissement
» à la banque *A*, mais, comme *A* se trouve être à son tour, par
» le jeu normal des transactions, créancière de *B* du chef d'au-
» tres opérations, la compensation s'opère jusqu'à concurrence
» de la somme la plus faible et le solde seul donne lieu à un
» règlement matériel. Des instituts spéciaux facilitent ces com-
» pensations entre toutes les banques d'une place (clearings).
» Ainsi, les instruments d'échange, réserve faite d'un léger solde,
» ne se matérialisent pas, ils ne laissent de traces que dans des
» écritures. Ce sont des chiffres qui passent d'un livre à un
» autre, d'une colonne de compte à une autre colonne.»

La banque prête l'argent qu'elle emprunte. Cependant, pour une raison facile à deviner, elle ne prête pas la totalité de l'argent déposé chez elle. Elle garde comme réserve une certaine quantité des dépôts — disons 10 % — et prête le reste. Plus le montant des dépôts augmente, plus elle trouve donc la possibilité d'élargir le volume du crédit.

D'autre part, lorsque le paiement par chèque est en usage, l'élargissement du volume des crédits accordés entraîne un élargissement du volume des dépôts. Le bénéficiaire d'un crédit ne retire pas de la banque le montant de ce crédit ; il donne à ses créanciers des chèques tirés sur ce crédit. Les possesseurs des chèques ne retirent pas non plus de la banque le montant de ces chèques, mais ils l'y déposent. Ainsi, l'accroissement du volume des crédits entraîne un accroissement proportionnel du volume des dépôts.

Pour mieux exposer le système, imaginons un pays où, sans exception, tous les paiements se font par chèque et où il existe une seule banque qui reçoit un dépôt initial de 100 francs en billets de banque. Admettons aussi que cette banque a pour principe de prêter le 90 % du montant des dépôts et de garder le reste, 10 %, comme réserve.

Comme première opération active, cette banque ouvre un crédit en compte courant pour 90 francs, au nom d'une certaine personne. Celle-ci émet des chèques et les donne à ses créanciers. Ceux-ci ne retirent pas le montant des chèques mais le laissent à la banque comme dépôt.

Les dépôts, après la première opération active de la banque, s'élèvent donc à 190 francs. Cet établissement financier continuant ses opérations, le volume des dépôts et celui des crédits s'élargiront comme suit (en chiffres ronds) :

Les dépôts	Les crédits
100	90
90	81
81	73
73	66
66	60
60	54
54	49
49	45
45	41
41	37
37	34
34	31
31	28
28	26
26	24
24	22
22	20
20	18
18	17
17	16
16	15
15	14
14	13
13	12
12	11
11	10
10	9
1007	916

Nous voyons qu'en fin de compte un dépôt initial de 100 francs permet de porter le volume des dépôts à 1007 francs et celui des crédits à 916 francs.

Dans notre exemple, nous avons supposé l'existence d'une seule banque; la multiplication des établissements ne change rien, en fait, à cette expansion. Dans ce cas, « si la banque A » reçoit un dépôt primaire de 100 francs, elle garde 10 francs » et prête 90 francs, qui constitueront un dépôt dérivé à la

» banque B. Celle-ci prêtera 81 francs qui grossiront les dépôts
» de C et ainsi de suite. L'onde de crédit partie de A ira en
» s'atténuant : 90, 81, 72.9...¹ ».

Comme nous le voyons, le mode de paiement par chèque permet aux banques privées d'élargir le volume du crédit dans de notables proportions, sans l'aide quelconque de la Banque centrale. Les établissements privés, dans ces conditions, ne sollicitent son appui qu'à de très rares occasions. Le taux officiel d'escompte n'a alors plus, pour elles, la même signification qu'il avait jadis ; elles modifient le taux privé sans guère s'inquiéter des variations de l'officiel. A mesure que le mode de paiement par chèque s'étend, la Banque centrale perd son pouvoir de contrôle du marché du crédit par le maniement du taux de l'escompte.

La Banque centrale est légalement tenue de garder une certaine proportion entre son encaisse métallique et ses engagements. Rien de pareil pour les banques privées. Celles-ci sont libres de fixer le rapport entre le montant des dépôts consignés chez elles et le montant des réserves. Le rapport en question varie d'après les estimations et l'audace du banquier². Celui-ci, en le modifiant, peut élargir ou restreindre le volume de la monnaie scripturale à son gré et à tout moment.

Cet état de choses présente donc un grand danger d'inflation. Il n'est cependant pas difficile d'y parer. Le moyen le plus pertinent est d'enlever aux banquiers la liberté de fixer à leur gré le dit rapport et de le leur imposer légalement. Certains économistes « réclament la fixation d'un rapport rigide entre le montant des réserves et celui de la monnaie scripturale, c'est-à-dire pratiquement des dépôts. Irving Fisher reprend la conception ricardienne, il veut que la monnaie scripturale soit intégralement gagée par des dépôts, autrement dit, il n'admet que la monnaie scripturale représentative. M. Ansiaux préconise l'extension aux banques commerciales de l'ancienne règle du tiers ou *Drittelderkung*³ ».

¹ Louis Baudin, *op. cit.*, p. 311.

² « Le rapport de l'encaisse, écrit M. L. Baudin (*op. cit.*, p. 319), y compris l'avoir à l'Institut central, au total des dépôts diminue en même temps que s'effacent les règles de prudence. En Angleterre, pour les grands établissements de crédit, il tombe de près de 12 0/0 en 1925 à moins de 11 en 1930 ; il est à 10.47 en 1936. Il n'est donc pas stable, bien que ses variations ne soient généralement pas très accentuées. »

³ Louis Baudin, *op. cit.*, p. 320.

A notre avis, l'imposition d'un rapport fixe enlèverait au système de crédit une grande partie de son élasticité, de sa capacité de s'adapter aux circonstances. Il vaut mieux imposer un rapport non pas fixe, mais variant selon les circonstances. Pareil procédé, à lui seul, peut suffire même à contrôler le marché du crédit. Par exemple, lorsque le volume du crédit prend une extension inflationniste, si on oblige les banques à élever, disons à 12 0/0, le rapport qui était à 11 0/0, celles-ci, pour atteindre le nouveau pourcentage, devront diminuer les crédits et présenter en outre, au réescompte à la Banque centrale, les effets commerciaux en portefeuille. La Banque centrale reprendra ainsi sa prédominance sur le marché du crédit¹.

Il va sans dire que quelques adoucissements sont nécessaires à l'application de la règle. Par exemple, l'élévation en une seule fois, de 10 à 13 0/0, du rapport obligatoire, peut placer les banques dans une situation très critique. Il leur est impossible de procéder à cette augmentation d'un moment à l'autre. Cet inconvénient disparaît si le rapport hausse graduellement.

Les Banques centrales préférèrent, jusqu'à présent, contrôler l'émission de la monnaie scripturale, non pas obligatoirement et directement, mais indirectement, par les opérations dites « sur le marché libre » (Open Market Operations). Elles les pratiquaient en vue d'imposer au marché les modifications du taux officiel d'escompte ; elles cherchaient, en utilisant ces opérations, à renforcer la dépendance du taux privé du taux officiel, dépendance qui allait en s'affaiblissant à mesure que le mode de paiement par chèque et l'émission de la monnaie scripturale s'étendaient.

Le mécanisme est le suivant :

Lorsque la Banque centrale élève son taux d'escompte, elle vend des titres — en général des fonds d'Etat — pour obliger les banques privées à suivre son exemple. Les banques elles-mêmes, ou les particuliers, en opérant des retraits sur leurs dépôts bancaires, achètent ces titres offerts par la Banque centrale. Les réserves des banques diminuent ainsi proportionnellement. Pour couvrir cette diminution de la liquidité, les banques sont forcées, d'une part, de restreindre le volume des crédits qu'elles accordent, et pour cela d'élever le taux de l'intérêt hors banque et, d'autre part, de présenter au réescompte à la Banque centrale des effets

¹ Nous avons indiqué aux pages 142 et 143 que le Federal Reserve System pratique, depuis des années, une politique semblable.

en portefeuille, ce qui les oblige à prendre en considération la modification du taux officiel et à modifier le taux privé dans le même sens.

Dans le cas contraire, la Banque centrale achète des titres sur le marché. Ainsi elle y injecte des disponibilités qui permettent aux banques d'élargir le volume des prêts ; et à cette fin, celles-ci baissent le taux de l'intérêt privé.

Les Banques centrales, grâce à la tactique des « Open Market Operations », restaurèrent, ou plus exactement renforcèrent la dépendance du taux privé du taux officiel et réussirent ainsi à supprimer une des causes de l'inefficacité de la politique d'escompte.

Depuis que la politique d'escompte est tombée en défaveur, les « Open Market Operations » s'y sont substituées. Actuellement, cette tactique est considérée comme l'arme la plus puissante des Banques centrales pour contrôler le marché du crédit. Elle ne constitue plus un moyen auxiliaire de la politique d'escompte, mais une politique autonome.

Les Banques centrales ont recours à cette technique pour atteindre les buts suivants :

1° Agir sur les réserves des banques et contrôler ainsi l'émission de la monnaie scripturale, donc le volume du crédit.

2° Assurer au marché un taux d'intérêt bas et stable. Dès qu'il présente une tendance à la hausse, les Banques centrales achètent des titres, augmentent ainsi la circulation monétaire et enrayerent la tendance haussière.

3° Alimenter le marché en billets de banque et se garantir un certain bénéfice. Les Banques centrales introduisent dans la circulation des billets de banque par l'achat d'or et par les opérations de réescompte et d'avance. Le réescompte et l'avance sont les seules opérations productives pour elles. Mais, à mesure que le mode de paiement par chèque s'étend et que les banques diminuent leurs recours à la Banque centrale sous forme de réescompte et d'avances, l'émission des billets de banque se borne de plus en plus aux achats d'or. Cette unique opération ne permet pas à la circulation monétaire de s'approvisionner suffisamment en billets de banque, ni aux Banques centrales de réaliser des bénéfices suffisants. C'est en vue de combler les vides de la circulation monétaire et de s'assurer des revenus supplémentaires que les Banques centrales achètent encore des titres sur le marché.

La politique du marché ouvert est actuellement celle qui a la faveur des Banques centrales. Elle est à tous points de vue supérieure à la politique d'escompte. Elle permet à la Banque centrale de contrôler plus activement le marché du crédit. Lorsqu'elle pratique la politique d'escompte, son rôle est relativement passif ; elle modifie son taux d'escompte et attend ensuite que le marché sollicite son aide. Tandis que, lorsqu'elle exerce la politique du marché ouvert, elle va elle-même au-devant du marché. L'action sur le volume du crédit est, par conséquent, plus rapide que celle de la politique d'escompte.

De plus, cette dernière n'influence directement que le taux de l'intérêt à court terme ; le taux de l'intérêt à long terme n'est influencé qu'indirectement. Tandis que la politique du marché ouvert peut avoir une action directement aussi bien sur le taux à long terme que sur celui à court terme, les ventes et les achats de titres pouvant se porter sur les papiers-valeurs à long terme, comme sur ceux à court terme.

Il ne faut pas oublier non plus les répercussions psychologiques indésirables de la politique du taux de l'escompte. Les modifications de ce taux « ne comportent pas, en effet, seulement une » augmentation ou une diminution du coût du crédit de la banque » d'émission, mais elles atteignent en même temps, dans les milieux » d'affaires, la confiance dans l'avenir immédiat de l'activité économique, provoquant ainsi des vagues d'optimisme et de pessimisme et suscitant, par là, des conjonctures de toutes sortes sur » les causes véritables et les motifs des modifications du taux » d'escompte. Par contre, les opérations sur le marché libre ont » le mérite d'être moins dramatiques, de ne pas attirer l'attention » et d'agir de manière plus discrète, tout au moins dans leur forme » ordinaire¹. »

Disons en passant que, dans certains pays, les fonds d'égalisation des changes recourent également, dans l'accomplissement de leur tâche, à la tactique des opérations sur le marché libre. C'est par l'achat et la vente de titres qu'ils neutralisent la répercussion néfaste des mouvements internationaux des capitaux à court terme sur les conditions de l'économie nationale. Par exemple, lorsqu'il se produit des entrées de capitaux à court terme en Angleterre, le Fonds anglais vend des titres sur le marché, et, avec

¹ Miroslav Kriz. — *Les opérations des banques d'émission sur le marché libre*, p. 207.

les disponibilités ainsi obtenues, achète les devises et l'or offerts. Ce faisant, le Fonds empêche d'abord la valeur extérieure de la livre sterling de s'élever dans une forte mesure, et ensuite, la circulation monétaire d'augmenter dans une proportion inflationniste. En cas de retrait de ces capitaux, le Fonds vend les devises et l'or qu'il détient et, avec les disponibilités ainsi obtenues, achète des titres sur le marché ouvert. Grâce à ces manipulations, la devise anglaise ne se déprécie pas sous l'effet du retrait des capitaux ; de plus, la circulation monétaire ne subit aucune réduction.

IV

L'existence d'un certain écart entre le taux d'escompte national et les taux d'escompte à l'étranger est nécessaire pour conférer à la politique d'escompte son efficacité immédiate.

Comme nous l'avons dit, une modification du taux de l'escompte, une hausse par exemple, agit sur la valeur extérieure de la monnaie en attirant d'abord les capitaux internationaux et ensuite en modifiant le commerce extérieur. Toute hausse du taux de l'escompte peut-elle influencer les mouvements internationaux des capitaux ?

Il est indiscutable que les fonds en quête d'un placement s'acheminent, compte tenu de la sécurité, vers les places où ils sont le mieux rémunérés, c'est-à-dire vers les places où le taux de l'intérêt est le plus élevé. De là découle que toute élévation du taux de l'escompte ne suffit pas à détourner les capitaux de leur orientation, soit à en arrêter la sortie et à en provoquer en outre l'importation. Pour pouvoir modifier la valeur extérieure de la monnaie par l'intermédiaire des mouvements internationaux des capitaux, il faut élever le taux d'escompte national au-dessus de ceux des pays, en particulier vers lesquels les capitaux s'exportent et d'où l'on espère en importer.

Il est encore douteux que toute supériorité du taux d'escompte national sur les taux étrangers puisse avoir une influence inévitable sur les mouvements internationaux des capitaux. « Il serait » inexact, écrit Paul Loubet¹, de supposer que l'élévation du taux » de l'escompte produise toujours un effet d'attraction sensible » sur les capitaux disponibles. Les capitaux tendent certainement

¹ Paul Loubet. — *La Banque de France et l'escompte*, p. 141.

» à se porter sur la place où ils sont le mieux traités, mais il faut,
» pour que leur exportation présente quelque avantage, que la
» différence entre les taux d'intérêt des diverses places soit assez
» sensible. »

« Un écart de 2 % entre le taux d'intérêt de deux places ne
» procure, en effet, aux capitaux qui s'exportent pour trois mois,
» qu'un bénéfice de $\frac{1}{2}$ %. Si les placements sont de moindre
» durée, l'avantage qu'on aurait à les faire cesse d'être appréciable. »

Il va sans dire qu'une élévation sensible du taux de l'escompte ne donnera pas le résultat attendu si les taux de l'étranger haussent aussi. Rien n'empêche, en effet, les autres pays de se servir du même procédé. Lorsqu'un pays recourt à cette politique, il peut compromettre l'équilibre extérieur de certains pays. Si ces derniers, pour parer au danger, élèvent aussi leurs taux d'escompte, ils obligeront d'autres pays à en faire autant. L'emploi simultané de ce procédé par tous ou par la plupart d'entre eux ne peut donner que des résultats déplorables. On peut appeler *la guerre au taux d'escompte* la généralisation, à un moment donné, de l'emploi de cette technique comme correctif de la valeur extérieure des monnaies. Une situation semblable s'est présentée, comme nous l'avons vu dans la deuxième partie de cette étude, en 1928 et 1929, lorsque la spéculation boursière sévissait à New-York. A cette époque, les capitaux affluaient à New-York de tous les coins du monde. Toutes les banques centrales, dans l'intention de mettre fin à la fuite des capitaux et au drainage d'or qui en résultait, élevèrent alors leurs taux d'escompte en même temps. Les Federal Reserve Banks en firent de même, afin de freiner les opérations spéculatives au Stock Exchange. En raison même de l'emploi simultané de la même tactique par toutes les Banques centrales, on ne réussit nulle part à arrêter la fuite de l'or. De plus, c'est cette guerre au taux d'escompte qui déclencha la crise de 1929.

Il n'est, bien entendu, pas anormal qu'une Banque centrale, sans avoir élevé son taux d'escompte, reçoive de l'or si les autres Banques centrales réduisent les leurs. Nous pouvons dire, dans ce cas, qu'il y a, non pas une attraction d'or, mais un refus d'or.

Attirons l'attention, en passant, sur le fait suivant :

Une hausse du taux de l'escompte, avons-nous dit, arrête d'abord l'exportation et provoque en outre des importations de capitaux. Pour enrayer la sortie des fonds, il n'est évidemment

pas nécessaire de porter le taux de l'escompte au-dessus des taux étrangers ; une augmentation absorbant la totalité ou la plus grande partie de l'écart entre les taux, national et étranger, suffit à suspendre l'exode des capitaux. Mais ce n'est pas suffisant pour attirer ceux qui se trouvent à l'extérieur ; pour atteindre ce but, il faut un taux nettement supérieur aux taux étrangers.

Si la dépréciation de la valeur extérieure de la monnaie provient uniquement d'une exportation des capitaux, il suffira donc, pour y mettre fin, d'élever le taux de l'escompte jusqu'au niveau des taux étrangers. Il ressort de ces observations que la politique d'escompte a plus de chances de réussite dans les pays exportateurs que dans ceux importateurs de capitaux ; la politique d'escompte parvient plus facilement à remédier aux déséquilibres des premiers qu'à ceux des seconds. Cela explique également pourquoi, avant la première guerre mondiale, la politique d'escompte donnait en Angleterre, le pays le plus grand exportateur de capitaux à l'époque, un résultat meilleur que dans tout autre pays.

V

La solidité de la monnaie est indispensable pour que la politique d'escompte exerce quelque action sur les mouvements internationaux des capitaux et, par là, sur la valeur extérieure de la monnaie.

Par l'acte de prêt, le prêteur cède à l'emprunteur, pour une période déterminée, le droit de disposer de son capital. Le sacrifice du premier est compensé par l'intérêt que le second lui paie à l'échéance. Le prêteur court cependant le risque de ne pas recevoir l'intérêt dû, ni même, en partie ou en totalité, son capital. Or, tout propriétaire de capital se préoccupe d'abord de le garder intact, c'est-à-dire de le mettre à l'abri de tout danger de diminution ; c'est ensuite qu'il se soucie d'en tirer un revenu. La confiance qu'inspire l'emprunteur joue, par conséquent, un rôle plus important que l'intérêt qu'il propose de payer dans la décision du capitaliste de prêter. Si celui-ci juge que l'intérêt proposé ne peut couvrir le risque couru, il n'accepte pas de prêter son capital.

Il préfère souvent prêter au solliciteur qui offre un taux d'intérêt bas, mais qui, d'autre part, passe pour solvable, plutôt qu'à

celui qui propose un taux d'intérêt élevé mais qui, en revanche, n'inspire qu'une médiocre confiance.

La question de sécurité joue un rôle encore beaucoup plus important dans les prêts internationaux. La raison en est, en plus de la difficulté de jauger la solvabilité de l'emprunteur, la question de change. En effet, une dépréciation de la devise du pays de l'emprunteur — ou un relèvement de la devise du pays du prêteur — entre la date de versement et celle de remboursement de ce prêt peut absorber non seulement l'intérêt acquis, mais encore une partie du capital.

De ce fait, les mouvements internationaux de capitaux sont dirigés, surtout pendant les périodes de fortes instabilités monétaires, par la question de sécurité plutôt que par la différence de niveau entre les taux d'escompte. Dans ces conditions, les capitaux préfèrent aller vers les places dont le taux de l'intérêt est relativement bas, mais dont la monnaie est forte, plutôt que vers les pays présentant des conditions inverses. Une Banque centrale a beau élever son taux d'escompte, cette mesure n'attirera pas des capitaux ; elle restera inefficace si la monnaie est en voie de se déprécier fortement ou si les indices ne sont pas favorables à son sort.

Comme nous l'avons démontré, la politique d'escompte, entre les deux guerres mondiales, fut, à plusieurs reprises, inefficace dans beaucoup de pays, justement à cause de la sévérité et de la généralisation des instabilités monétaires. Pendant cette période, la masse des capitaux errait d'un pays à l'autre, non pas sous l'effet des variations des taux d'escompte, mais à la recherche de la sécurité. On a vu plusieurs fois cette masse désertier les pays au taux d'intérêt élevé pour ceux au taux bas. Par exemple, en 1925, le taux d'escompte de la Banque de France était sensiblement au-dessus des taux de la Banque d'Angleterre et de la Federal Reserve Bank de New-York. Pourtant cette supériorité ne réussissait pas à arrêter la hausse des cours de la livre sterling et du dollar à Paris. Les capitalistes, loin d'envoyer leurs capitaux en France, exportaient même ceux qui se trouvaient déjà dans ce pays. Il n'aurait pas été indiqué, en effet, d'exporter des capitaux en France pendant cette période, même si le taux de l'escompte avait été beaucoup plus élevé. Pour démontrer la perte qui aurait résulté d'un envoi de fonds en France, supposons qu'un capitaliste anglais y place, au début de 1925, 100 livres sterling, en vue de profiter du taux d'escompte favorable de ce

pays. Au moment de l'exportation de la somme, il reçoit à Paris 8860 francs français¹ qu'il dépose dans une banque à 6 %².

À la fin de 1925, le prêteur reçoit, avec l'intérêt (532 francs), 9393 francs. En cas de transfert en Angleterre de ce capital, il touche 72.5 livres sterling, puisque à cette époque une livre sterling vaut 129.6 francs en moyenne. Cette opération n'apporte donc qu'une perte sensible, à savoir 27.5 livres sterling.

À partir de 1922, la généralisation de la pratique du système « Gold Exchange Standard » eut aussi sa part de responsabilité dans l'inefficacité de la politique d'escompte, du fait d'avoir provoqué l'élargissement du volume des capitaux dits « brûlants », « errants », « fugitifs ». Les Banques centrales, qui détenaient des avoirs étrangers, s'intéressaient avant tout à garder intacte la valeur de leurs avoirs étrangers bien plus qu'à en tirer un revenu. C'est pour cette raison que l'on a vu ces établissements participer à ce mouvement de transfert des fonds d'un pays à l'autre, au moindre signe d'insécurité, tout en sabotant réciproquement leurs politiques d'escompte respectives.

En résumé, pour que la dite politique exerce son efficacité immédiate, il faut encore que la monnaie soit solide, et que rien ne laisse prévoir son ébranlement.

VI

Entre les deux guerres mondiales, les instabilités monétaires rendirent inefficace, pour une autre raison encore, la politique d'escompte. À la faveur de ces circonstances, les possesseurs de capitaux trouvèrent des occasions de réaliser facilement des bénéfices considérables. Les opérations spéculatives sur les changes leur procuraient, en un temps relativement court, des bénéfices si énormes qu'ils ne s'intéressaient guère aux variations des taux d'escompte. Ainsi, on a vu à plusieurs reprises les capitaux se diriger, non vers les places où le taux de l'escompte était le plus élevé, mais vers celles qui offraient un milieu favorable à la spéculation³.

¹ En janvier 1925, une livre sterling valait 88,6 francs en moyenne.

² En 1925, le taux d'escompte de la Banque de France était de 6,5 % en moyenne.

³ « Il ne faut pas oublier, écrit Max Hermant, — article précité page 98 — que la spéculation sur le change déborde complètement les opérations fon-

Quelques exemples illustrent mieux ce que nous venons de dire. Supposons qu'un Français achète, au début de 1922, 100 livres sterling, en payant 5180 francs. Son capital en livres sterling vaudra en francs français : 6970 en janvier 1923, 9120 en janvier 1924, 8860 en janvier 1925. S'il les revend en janvier 1926 il recevra 12,800 francs¹. En quatre ans, sur 5180 francs il gagnera 7700 francs, soit 37% comme taux moyen annuel de bénéfice. Aucun des taux d'intérêt valables pendant cette période n'offrait autant d'avantages que cette opération spéculative. L'élévation du taux d'escompte de la Banque de France jusqu'à 7%, pendant la même période, était condamnée, par conséquent, à rester inefficace.

Supposons encore qu'un Anglais achète, en juillet 1926, 19,900 francs français contre 100 livres sterling. S'il rachète, avec ces francs français, en décembre 1926, des livres sterling, il en recevra 161. Le taux annuel du bénéfice réalisé s'élèvera donc à 122%. Lequel des taux d'escompte, valables pendant cette période, pouvait dès lors détourner l'afflux de capitaux vers la France ?

Après la première guerre mondiale, le franc français ne fut pas la seule devise qui ait offert aux capitalistes des occasions de spéculation ; toutes les autres monnaies l'ont fait tour à tour. Prenons par exemple la livre sterling. Supposons qu'un Américain achète, en janvier 1921, 100 livres sterling, en payant 374 dollars². S'il les revend en janvier 1923, il touchera 465 dollars. Il aura donc gagné en deux ans 91 dollars sur 374, ce qui fera 12% comme taux moyen annuel de bénéfice. Une considérable supériorité du taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York sur celui de la Banque d'Angleterre ne pouvait, dans ces conditions, enrayer les sorties de capitaux américains qui avaient comme but de spéculer à la hausse de la livre sterling.

Après la première guerre mondiale, les capitaux ne spéculèrent

» dées sur les différences de taux d'intérêt. Le profit qu'attendent ceux qui » se livrent aux premières est hors de toute proportion avec celui que leur peut » vent procurer les secondes.»

1 Une livre sterling valait à Paris, en moyenne: en janvier 1922 51.8 fr.
 » » 1923 69.7 »
 » » 1924 91.2 »
 » » 1925 88.6 »
 » » 1926 122.6 »

2 Une livre st. valait à Londres en moyenne: en janvier 1921 3.74 dollars
 » » 1923 4.65 »

pas seulement sur le change ; la spéculation sur titres prit aussi une extension considérable. « Ce sont les mêmes capitaux, écrit » Georges Royot¹, qui auraient ensuite découvert, lorsque l'espèce » *change* n'a plus éprouvé de variations suffisamment sensibles, » donc suffisamment rémunératrices, que l'espèce *titres* était » susceptible de variations plus importantes et qu'il devenait plus » intéressant de jouer à la Bourse des valeurs que de jouer à la » Bourse des changes. Ce sont les mêmes capitaux-crédits, parés » d'étiquettes d'origine différentes, que l'on a retrouvés à la » Bourse de Berlin avant le *vendredi noir* de 1927, puis à la » Bourse de Paris à la fin de 1927 et en 1928. »

La spéculation sur titres n'a pris un aspect véritablement international qu'à Wall Street, en 1928-1929. Nous avons dit, à plusieurs occasions, que nulle part l'élévation du taux de l'escompte n'arrêta la fuite des capitaux vers New-York à cette époque, c'est-à-dire que la politique d'escompte resta partout inefficace à cause des mouvements spéculatifs des capitaux.

Pour que la politique d'escompte présente une efficacité immédiate, il est donc indispensable encore qu'aucune possibilité de spéculation ne s'offre aux capitaux.

¹ Article cité, p. 134.

CHAPITRE VIII

L'inefficacité et la nocivité de la politique d'escompte intérieure

La hausse du taux de l'intérêt, comme antidote à la situation créée par la persistance d'un flux anormal d'investissement, appartient à cette catégorie de remèdes qui suppriment la maladie en tuant le malade.

J. M. Keynes ¹.

1

Certaines des théories que nous avons exposées dans la première partie de la présente étude concluent que la stabilité du niveau général des prix a pour condition l'égalité entre l'épargne et l'investissement. Selon ces théories, la valeur, au prix de vente, de la production totale donne le revenu total de la communauté, c'est-à-dire que la source de l'offre (la production) est égale à la source de la demande (le revenu). Il en découle que la condition de la stabilité du niveau général des prix est la dépense entière du revenu des individus. Mais, normalement, ceux-ci ne dépensent pas entièrement leurs revenus. Ils en épargnent une partie. Une quantité de la production équivalente à l'épargne totale reste, par conséquent, invendue et le niveau général des prix tend à baisser. Cependant, en général, les gens ne thésaurisent pas leur épargne, mais ils l'investissent directement ou indirectement, ce qui veut dire qu'ils achètent des biens en vue de les engager dans la production. Si toutefois ils n'investissent pas entièrement leur épargne, l'offre restera toujours supérieure à la

¹ *Théorie générale*, p. 336.

demande et les prix baisseront en conséquence. D'où la conclusion : la stabilité des prix exige l'égalité entre l'épargne et l'investissement. Une modification du taux de l'intérêt, dans le sens de la baisse ou dans le sens de la hausse, suivant le cas, a le pouvoir d'égaliser l'épargne et l'investissement et, par là, de stabiliser le niveau général des prix.

Une question se pose : cette égalité suffit-elle à la stabilisation en question ?

Dans les pages suivantes, nous tâcherons d'abord de répondre à cette question et ensuite de rechercher quelle action peuvent exercer les modifications du taux de l'intérêt sur l'épargne et l'investissement, et s'il est possible de stabiliser le niveau général des prix par ce moyen.

Les individus achètent pour leur consommation, non pas des biens de production (biens d'investissement), mais des biens de consommation. Et lorsqu'ils investissent, directement ou indirectement, leurs épargnes, si le but de l'opération n'est pas spéculatif, ils n'achètent pas des biens de consommation, mais des biens de production. De là, pour que les prix des biens de consommation, d'une part, et ceux des biens d'investissement, d'autre part, restent en équilibre, il faut que la production totale se répartisse entre celle des biens de consommation et celle des biens d'investissement dans la même proportion que le revenu se répartit entre la consommation et l'investissement. Car c'est seulement à cette condition que l'offre et la demande de chaque catégorie de biens s'équilibreront (en supposant l'investissement total de l'épargne).

Si la production des deux sortes de biens ne forme pas la production totale dans la même proportion que la consommation et l'épargne (ou l'investissement) composent le revenu, le prix d'une catégorie de biens baisse, tandis que celui de l'autre catégorie hausse. Il n'est cependant pas dit que la chute de l'un soit proportionnelle à la hausse de l'autre et que la moyenne des prix reste stable.

Pour mieux expliquer cette situation délicate, supposons, par exemple, une production totale de cent unités de biens au prix de vente de l'unité d'un franc. La valeur, ce qui signifie aussi le revenu total, est donc de 100 francs.

Si les individus décident de consommer le 80 % de leur revenu et de placer entièrement le 20 % épargné et si, d'autre part, le 60 % de la production totale correspond à des biens de consom-

mation et le 40 % à ceux d'investissement, le prix des premiers haussera et le prix des seconds baissera, mais dans une plus forte proportion. Le montant de la demande pour des biens de consommation étant de 80 francs, alors que le montant de l'offre de ces biens est de 60 francs, leur valeur haussera de 60 à 80 francs, donc le prix de l'unité passera de 1 franc à 1 franc 33. La valeur des biens d'investissement, de son côté, baissera de 40 à 20 francs et le prix de l'unité tombera de 1 franc à 50 centimes.

Le cas contraire est aussi possible ; si les individus décident de dépenser, par exemple, 60 % de leur revenu en biens de consommation et d'épargner, puis d'investir les 40 % restants, alors que la production des biens de consommation est de 80 % de la production totale et celle des biens d'investissement de 20 %, le prix de l'unité des premiers haussera de 1 franc à 75 centimes, tandis que le prix de l'unité des seconds passera de 1 à 2 francs.

Nous dirons, en conclusion, que l'égalité entre l'épargne et l'investissement ne suffit pas, à elle seule, à maintenir la stabilité du niveau général des prix ; il faut encore que la division de la production totale, entre la production des biens de consommation et celle des biens d'investissement, soit dans la même proportion que la répartition du revenu entre la consommation et l'épargne.

Dans l'hypothèse ci-dessus, nous avons pris comme exemple une situation à un moment donné, c'est-à-dire une base statique de la vie économique. Prenons en considération maintenant la vie économique sous sa forme dynamique. Elle suit fréquemment une ligne ascendante. Dans ce cas, la production et le revenu vont en augmentant. Grâce à cette évolution favorable du revenu, la consommation et l'épargne vont aussi en s'accroissant. Cependant, l'accroissement de ces dernières n'évolue pas proportionnellement, l'épargne augmente plus que la consommation. En d'autres termes, à mesure que le revenu augmente, le pourcentage de l'épargne par rapport au revenu va en s'accroissant, tandis que celui de la consommation par rapport au revenu va en diminuant. « La plupart » des auteurs, écrit Haberler¹, sont d'accord sur la relation qui » existe entre le rythme de l'épargne et le chiffre du revenu : plus » le revenu d'une personne est élevé, plus le montant de son » épargne tend à s'accroître. »

Pour que les prix restent stables dans ces conditions, il faut

¹ Gottfried Haberler. — *Prosperité et dépression*, 3^e édition, p. 223.

que la production des biens d'investissement soit plus forte que celle des biens de consommation ; autrement dit, il faut que, à mesure que la production augmente, le pourcentage de la production des biens d'investissement à la production totale s'accroisse et que le pourcentage de la production des biens de consommation à la production totale décroisse.

Nous nous hâterons cependant de remarquer que, lorsque le taux d'accroissement de la production des biens d'investissement va en augmentant, il n'est pas possible que le taux d'accroissement de la production des biens de consommation aille en diminuant. Car un bien d'investissement sert à créer un bien de consommation ; chaque augmentation des biens d'investissement entraîne, par conséquent, une augmentation des biens de consommation.

Nous concluons en disant que lorsque la production totale et, en conséquence, le revenu total vont en augmentant, si les individus en consomment une partie de plus en plus faible, ou, comme l'écrit Keynes, si « la propension à consommer » va en s'affaiblissant, l'offre des biens de consommation s'accroîtra plus vite que la demande de ces biens. Un jour celle-là dépassera celle-ci et les prix des biens de consommation baisseront par conséquent.

C'est ainsi que nous expliquons en partie pourquoi la prospérité prend fin un jour ou l'autre et fait place à la dépression. Lorsque la conjoncture est favorable, les prix des biens de consommation haussent. Mais du fait que l'offre de ces biens augmente plus vite que la demande, la hausse de leurs prix ralentit de plus en plus. Lorsqu'elle tend à s'arrêter, les producteurs de biens de consommation réduisent leurs commandes de biens de production. Les prix de ces derniers, comme ceux des biens de consommation, finissent enfin par baisser.

Pendant la période de déclin, la production, soit l'offre, va en décroissant. A cause de la diminution du revenu, la demande recule aussi. Cependant, la première décroît plus vite que la seconde, en raison de la désagrégation de l'épargne accumulée pendant la période de prospérité. En d'autres termes, pendant la période de dépression, la plupart des individus, à cause de la diminution de leur revenu, en consomment la totalité et se voient, en outre, obligés d'utiliser l'épargne accumulée précédemment. De là résulte la chute plus rapide de l'offre par rapport à la demande. En conséquence, la baisse des prix, pendant la période creuse, se ralentit de plus en plus, et à partir du moment où la

demande dépasse l'offre, les prix accusent de nouveau une tendance à la hausse.

Si la haute conjoncture prend fin, la cause n'en peut être une production poussée au delà de la capacité d'absorption, mais l'obstacle créé volontairement ou involontairement à la circulation normale des biens. L'homme n'utilise pas entièrement ce qu'il produit pour la consommation, mais il en accumule une grande partie. Pour nous donc, la cause fondamentale, mais non unique, de la crise est une *sous-consommation*, ou, inversement conçu, un *excès d'épargne*.

La théorie de sous-consommation que nous soutenons ici n'est pas nouvelle ; elle est, au contraire, l'une des plus anciennes parmi les thèses sur les cycles économiques¹.

On reproche à la théorie de l'excès d'épargne d'aller à l'encontre de la prospérité. « La théorie de l'excès d'épargne, écrit » King², est presque aussi pernicieuse que celle de la surproduction. Tandis que les partisans de cette dernière thèse se » proposent l'élimination de l'état paradoxal de la pauvreté parmi » l'abondance en supprimant celle-ci, ceux qui déclament contre » l'excès d'épargne recommandent des dispositions qui rendront » impossible toute accumulation de richesses à l'avenir. »

Disons tout d'abord qu'une pareille argumentation ne suffit pas à prouver que la théorie de l'excès d'épargne est inexacte. Ensuite, en la soutenant, nous ne suggérons pas, pour la suppression des cycles économiques, que l'on vive au jour le jour, c'est-à-dire que l'on consomme entièrement ce que l'on produit. Nous sommes parfaitement d'accord qu'il faut économiser une partie de la production actuelle et l'employer à augmenter la prochaine afin d'avoir un niveau de vie plus élevé à l'avenir. Mais, tout de même, les biens ne sont pas destinés à être gardés dans les dépôts et les vitrines. Pour augmenter le bien-être futur, on épargne, on investit, et, en fin de compte, on augmente la quantité des biens de consommation ; quand le moment est venu de consommer plus, c'est-à-dire d'accéder au niveau de vie élevé que l'on s'était efforcé

¹ Pour les différentes théories sur les cycles économiques, voir l'ouvrage déjà cité de Haberler, et pour les différentes théories de sous-consommation, voir Tihomir J. Markovitch. — *Les théories modernes de la sous-consommation*, et surtout les ouvrages suivants des plus ardents défenseurs de la théorie de sous-consommation : Hobson. — *The Industrial System. Economics of Unemployment. Nationalisation and Unemployment*. W. T. Foster et W. Catchings. — *Money. Profits. The Road to Plenty*.

² Willford I. King. — *The Causes of Economic Fluctuations*, p. 101 et 102.

d'atteindre, on ne le fait pas, ou du moins pas en proportion des nouveaux stocks. On continue encore à économiser, mais cette fois plutôt des biens de consommation, ce qui est grave, car ces derniers ne peuvent pas faire l'objet d'un investissement dans le sens que nous entendons. Il est impossible, par exemple, de planter un chapeau que l'on se refuse à consommer, pour en obtenir plus tard un arbre à chapeaux ! De même que l'on ne peut construire, avec les souliers non consommés, un bateau ! L'investissement de l'épargne ne comblant pas le déficit de consommation, l'offre reste supérieure à la demande et, en définitive, les prix baissent.

En consommant dans la mesure nécessaire, on n'empêche pas la prospérité de se développer ; au contraire, en ne consommant pas assez, on détruit la prospérité acquise jusqu'alors. On corrige, pendant la dépression, la faute commise pendant la période favorable ; c'est-à-dire que l'on consomme pendant la dépression ce que l'on refusait auparavant. Pourquoi alors ne pas consommer suffisamment au moment opportun, justement pour maintenir la prospérité.

II

Puisque, selon notre conception, les mouvements cycliques des prix proviennent de la répartition disproportionnée du revenu — entre la consommation et l'épargne — par rapport à la répartition de la production — entre les biens de consommation et les biens d'investissement —, il est nécessaire, pour supprimer les dits mouvements, de diriger la répartition du revenu entre la consommation et l'épargne. Si l'on se propose de stabiliser le niveau général des prix par le maniement du taux de l'intérêt, il faut admettre que ce taux est un facteur qui influence la distribution en question du revenu. Or, le taux de l'intérêt a-t-il une telle efficacité ? Dirige-t-il la consommation et l'épargne ?

Nous répondons négativement à cette question. Le taux de l'intérêt n'exerce aucune action directe ni sur l'une ni sur l'autre. Une personne ne prend pas en considération le taux de l'intérêt pour déterminer le montant à dépenser ni le montant à épargner. Lorsque le taux de l'intérêt s'élève, elle consomme, et elle épargne tout autant que lorsqu'il s'abaisse, à condition qu'il n'y ait aucun changement réel dans le montant de son revenu. Les deux facteurs en question dépendent, non pas du taux de l'intérêt, mais du

revenu. Plus celui-ci augmente, plus la consommation et l'épargne s'accroissent.

Une réduction du taux de l'intérêt, et moins encore une élévation, ne pouvant inciter les individus à consommer davantage ni à épargner moins, il n'est pas possible, par la politique d'intérêt, d'éviter la crise provenant d'une sous-consommation.

Si le taux de l'intérêt n'a aucune influence directe sur le montant de la consommation, ni sur celui de l'épargne, il exerce toutefois une action directe sur la forme sous laquelle l'épargne se conserve. Nous disons bien que l'intérêt influence directement non pas le montant, c'est-à-dire la formation, mais la forme de l'épargne.

En effet, les individus touchent leur revenu, non pas en biens, mais en espèces. Ils économisent une partie de cet argent. Ils ont la possibilité de le garder en liquidité, c'est-à-dire de le thésauriser. Mais l'épargne thésaurisée est une épargne improductive. Elle peut être rendue productive par des investissements directs ou indirects. L'investissement direct ou indirect devient, dès lors, une autre forme de conservation de l'épargne. Par « investissement indirect », nous entendons : lorsqu'une personne ne peut pas, pour une raison ou pour une autre, investir personnellement son épargne, elle peut la prêter à quelqu'un mieux à même d'investir. Dans ce cas, l'épargnant reçoit un certain intérêt, qui est pour lui la compensation de son renoncement à disposer de son capital. Il est évident que plus cette récompense est élevée, plus l'épargnant est enclin à prêter (à investir indirectement) ses fonds ; en d'autres termes, plus le taux de l'intérêt est élevé, plus « sa préférence pour la liquidité ¹ » s'affaiblit.

Nous avons admis l'investissement de l'épargne entière comme la première condition de la stabilité des prix. Si on l'offre de biens dépasse la demande et les prix baissent. Pour remédier à cette situation, il faut inciter les épargnants à investir entièrement leurs épargnes ; s'il s'agit de l'investissement indirect, il faut élever le taux de l'intérêt.

Hâtons-nous d'ajouter que l'augmentation de l'offre de l'épargne, par suite d'une hausse du taux de l'intérêt, ne suffit pas à élargir le volume de l'investissement ; il faut encore que ceux qui font l'investissement acceptent l'épargne offerte au nouveau prix. Lorsque le taux de l'intérêt s'élève, les demandeurs d'épargne

¹ Keynes. — *Théorie générale*.

sont découragés. Ainsi, la hausse du taux de l'intérêt augmente, d'une part, l'offre de l'épargne et en diminue, d'autre part, la demande. Ce qui revient à dire qu'elle ne produit pas un élargissement, mais une réduction du volume de l'investissement.

Pour conclure, nous dirons que les baisses des prix provenant d'un manque d'investissement ne peuvent pas disparaître par l'élévation du taux de l'intérêt. Et si la thésaurisation augmente en cas de réduction du taux de l'intérêt, on doit admettre que les baisses en question sont indirigeables par le jeu du taux de l'intérêt.

Jusqu'à présent, nous avons recherché si le taux de l'intérêt a quelque action directe sur le montant de la consommation et sur celui de l'épargne ; notre conclusion fut négative.

Si le taux de l'intérêt est dépourvu de toute action directe, il exerce toutefois une action indirecte indéniable. Nous avons reconnu, en effet, que la consommation et l'épargne dépendent du revenu, soit de la production. Or, le taux de l'intérêt est, sinon l'unique, en tout cas l'un des facteurs déterminants de la production. Toutes choses restant égales, plus le taux de l'intérêt baisse, plus la production augmente et plus, par conséquent, la consommation et l'épargne s'accroissent.

Nous avons admis, d'autre part, que la crise survient du fait que la demande de biens de consommation reste inférieure à l'offre de ces biens à mesure que la production augmente. Il s'ensuit que si, par une élévation du taux de l'intérêt, on fixe la production au niveau du début d'une période de prospérité, on réussit à réduire considérablement l'intensité des mouvements cycliques, sinon à les supprimer complètement.

En résumé, si on attend quelque efficacité de la politique d'escompte, il faut avant tout prendre comme base le niveau de la production au début d'une période de prospérité et ne pas la laisser s'en écarter. Mais admettre cela, c'est perpétuer un état de pauvreté relative, c'est refuser de s'enrichir ; pareille politique est évidemment inadmissible.

Les auteurs des théories relatives à l'action du taux de l'intérêt sur le niveau général des prix n'accordèrent pas aux faits sur lesquels nous venons d'attirer l'attention l'importance qu'ils méritaient. Leur erreur réside dans un manque de distinction entre les biens de consommation et les biens d'investissement. Il semble que, selon eux, elle n'a pas sa raison d'être, du fait que chaque bien peut être aussi bien consommé qu'engagé dans la produc-

tion. Il devient un bien de consommation s'il est acheté pour être consommé, et un bien d'investissement s'il est acquis pour faire l'objet d'un placement. Il est impossible, dès lors, disent les auteurs en question, que les variations des prix proviennent de la répartition disproportionnée du revenu — entre la consommation et l'épargne — par rapport à la répartition de la production — entre les biens de consommation et les biens d'investissement —. La seule raison de ces instabilités ne peut être, à leur avis, que l'inégalité entre l'épargne et l'investissement.

Il est vrai que beaucoup de biens peuvent faire l'objet aussi bien d'une consommation que d'un investissement. Mais beaucoup d'autres biens ne peuvent faire l'objet que de la consommation et beaucoup d'autres encore ne peuvent faire l'objet que de l'investissement. Peut-on, par exemple, consommer le matériel de fabrication des souliers, des chapeaux ? Et peut-on engager dans la production les souliers, les chapeaux fabriqués ? Une distinction pareille entre les biens, et les réflexions que nous avons émises en nous basant sur elles, ne sont pas, à notre avis, sans fondement.

Acceptons cependant sans réserve le point de vue des auteurs en question. Leurs théories seraient-elles tout de même irréfutables ? Si l'on ne tient pas compte de notre argumentation précédente, ces thèses ne présentent-elles pas d'autres points faibles ?

Nous répondons affirmativement à cette dernière question. Avant d'en développer la justification, répétons d'abord la conclusion de ces théories d'une façon simplifiée :

Les prix sont-ils en voie de baisse ? Réduisez le taux de l'intérêt, introduisez ainsi dans la circulation une quantité monétaire supplémentaire ; les prix s'arrêteront de baisser et commenceront même à hausser. Dans le cas contraire, élevez le taux de l'intérêt, réduisez ainsi le volume de la circulation monétaire ; les prix cesseront de monter et commenceront même à baisser.

III

La politique d'escompte devient ainsi une application de la théorie quantitative. En vertu de cette dernière, *toutes choses restant égales*, une augmentation de la circulation monétaire fait hausser les prix parce qu'elle produit un accroissement de la demande ; tandis qu'une réduction de la circulation monétaire,

toutes choses restant égales, fait haïsser les prix, en provoquant une diminution de la demande.

Comme nous le voyons, la théorie quantitative impose une condition justificative; une modification du volume de la circulation monétaire n'influence les prix que si, en dehors de la demande, toutes choses restent égales. Mais, lorsque le volume de la circulation monétaire varie, toutes choses, par là même, ne restent souvent pas égales. C'est pour cette raison que la théorie quantitative et celles relatives à la politique d'escompte, se basant sur elle, n'ont, dans beaucoup de cas, pas de valeur pratique. Une plus forte quantité monétaire, par exemple, qu'elle soit due ou non à une réduction du taux de l'intérêt, ne déclenche pas toujours une hausse des prix.

En effet, pour que les prix ascendent par suite d'un accroissement de la circulation monétaire, il faut que l'augmentation de la demande ne soit pas accompagnée d'un accroissement de l'offre. Dans le cas contraire, il ne faut pas que la diminution de la demande soit accompagnée d'une chute de l'offre. Si donc un changement dans le volume de la circulation monétaire agit proportionnellement à la fois sur la demande et sur l'offre, deux effets se neutralisent, de sorte que les prix n'en sont pas affectés. Posons-nous alors les questions suivantes :

Un changement dans le volume de la circulation monétaire n'a-t-il pas une influence à la fois sur la demande et sur l'offre ? Si oui, cette double influence ne s'exerce-t-elle pas dans le même sens, sinon dans la même proportion ?

Cherchons la réponse dans le cas d'une augmentation de la quantité monétaire. D'après les théories relatives à la politique d'escompte, une réduction du taux de l'intérêt incite les entrepreneurs à emprunter davantage et à accroître la production. A cet effet, ils augmentent la demande en matières premières, en biens de production et en main-d'œuvre. De là résultent une tendance à la hausse des prix et une augmentation du total des salaires payés. Cette dernière donne comme résultat un accroissement de la demande en biens de consommation, ce qui pousse les prix à hausser encore plus.

Cependant, puisque les entrepreneurs se servent des crédits, obtenus à bon marché, pour accroître la production, l'offre monte aussi parallèlement à la demande et alors les prix n'ont aucune raison de s'élever.

Ces assertions supposent évidemment la possibilité d'accroître

effectivement la production ; cette dernière hausse parallèlement à l'augmentation de la circulation monétaire, tant qu'il y a des facteurs de production inemployés ou non utilisés intégralement.

L'erreur des théoriciens de la politique d'escompte provient de ce qu'ils prennent seulement en considération l'action d'une variation de la circulation monétaire sur la demande, tout en passant sous silence celle qui agit sur l'offre, ou de ce qu'ils supposent le plein emploi déjà atteint et par conséquent l'impossibilité d'augmenter la production, donc l'offre¹.

Certains faits paraissent contredire cette conclusion. En effet, toutes les fois que la circulation monétaire augmente fortement, les prix n'y restent pas indifférents, mais ils haussent, bien que le plein emploi ne soit pas encore réalisé. Comment expliquer cette contradiction ?

L'accroissement de la circulation monétaire agit et sur la demande et sur l'offre dans la même direction, mais non pas simultanément. L'action sur la demande est immédiate, alors que celle sur l'offre est retardée, étant donné que l'achèvement de la production initiée par l'accroissement de la circulation monétaire requiert un laps de temps plus ou moins long. Un décalage de temps sépare les deux actions, et c'est pour cette raison qu'à la suite d'un élargissement du volume de la circulation monétaire une hausse immédiate des prix se produit, remplacée, quelque temps après seulement, par une baisse des prix.

Quelle est la durée de l'intervalle qui sépare l'action immédiate de l'action retardée ? Elle dépend de la rapidité et de la prolongation de l'accroissement de la circulation monétaire. Plus celui-ci s'accroît et plus longtemps il se poursuit, plus l'intervalle en question s'allonge, autrement dit, plus la baisse des prix est retardée. Car, dans ce cas, l'action immédiate de chaque accroissement de la circulation monétaire neutralise l'action retardée de l'accroissement précédent. Pour que les prix continuent à hausser, il est nécessaire que la circulation monétaire augmente de plus en plus fortement. Si, à un moment donné, elle diminue d'intensité, l'action immédiate de la dernière augmentation n'arrive pas à compenser les actions retardées accumulées des accroissements précédents ; alors les prix baissent². Si la circulation

¹ Nous avons précisé dans la deuxième partie de la présente étude que certains auteurs corrigèrent cependant leur erreur sur ce point.

² L'argumentation est valable aussi longtemps que le plein emploi n'est pas atteint.

monétaire cesse de s'élever ou encore descend, les prix baisseront plus fortement.

En résumé, une modification, une baisse par exemple, du taux de l'intérêt, si elle réussit à entraîner un changement dans le volume de la circulation monétaire, exerce une double action sur le niveau général des prix, l'une dans le sens de la hausse, et l'autre dans le sens de la baisse. La première étant immédiate et la seconde étant retardée, par suite de la réduction du taux de l'intérêt, le niveau général des prix hausse d'abord quelque temps et retombe ensuite à son point de départ. Il n'y a donc pas lieu de prétendre qu'une variation du taux de l'intérêt puisse élever ou abaisser le niveau général des prix, à moins que d'autres circonstances n'interviennent.

IV

Si le taux bas de l'intérêt réussit à créer une tendance à la hausse des prix, un cercle vicieux s'établit ; cette tendance constitue un nouvel encouragement à l'activité économique, d'où un nouvel accroissement de la circulation monétaire et une nouvelle hausse des prix. Cette dernière favorise encore davantage l'activité économique et l'expansion se poursuit ainsi en s'accéléralant.

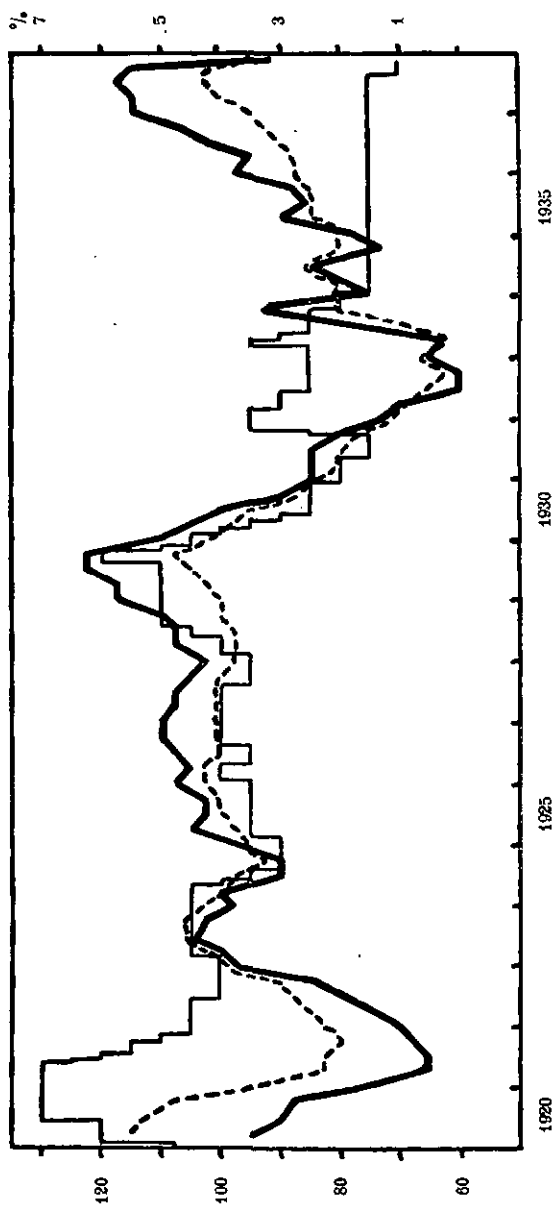
Si on élève ensuite le taux de l'intérêt en vue d'enrayer l'inflation, l'action immédiate de cette hausse coïncide avec l'action retardée causée par la réduction antérieure de ce taux. Ces actions — immédiate et retardée — s'exerçant toutes deux sur les prix dans le sens de la baisse, ceux-ci commencent à tomber et l'activité économique à se réduire. Nous voulons dire qu'une élévation du taux de l'intérêt, à titre de remède contre l'expansion inflationniste, ne résorbe pas seulement cette tendance, mais elle crée en outre un état de déflation qui est tout aussi indésirable.

C'est là l'inconvénient, la nocivité de la politique d'escompte. Celle-ci ne permet pas à la production de suivre une ligne régulièrement favorable ; elle n'arrive pas à mettre fin à une expansion exagérée, inflationniste, sans provoquer une contraction et sans nuire plus ou moins à la prospérité acquise jusqu'alors.

Les faits confirment ce que nous venons de dire. Il suffit, pour s'en convaincre, de jeter un coup d'œil sur le graphique XVII¹.

¹ Voir aussi les graphiques XV et XVI.

Graphique XVII



— Le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York.
— La production industrielle aux Etats-Unis d'Amérique } (moyennes
- - - L'emploi aux Etats-Unis d'Amérique } trimestrielles).

En 1919-1920, les Federal Reserve Banks élèvent leurs taux d'escompte respectifs afin de mettre un terme à l'inflation. De là résultent, non seulement l'arrêt de la hausse, mais encore une rapide baisse des prix, la diminution de la production et l'augmentation du chômage.

Entre 1922 et 1928, chaque fois que les prix tendent à monter, les Federal Reserve Banks élèvent leurs taux d'escompte et la tendance à la baisse des prix remplace celle à la hausse. C'est parce que l'action immédiate de l'élévation des taux coïncide avec l'action retardée de leur réduction antérieure. Lorsque les Federal Reserve Banks réduisent leurs taux, en vue d'enrayer la tendance à la baisse des prix, ceux-ci tendent, cette fois, à monter, en raison de la coïncidence de l'action immédiate de la réduction des taux avec celle, retardée, de l'élévation précédente.

Pendant la période de 1922-1929, considérée dans son ensemble, la circulation monétaire aux Etats-Unis augmente à peu de chose près sans interruption, et pourtant les prix américains, au lieu de monter, présentent plutôt une tendance contraire. Cet état de choses ne peut s'expliquer que si l'on tient compte de l'action de l'accroissement de la circulation monétaire sur l'offre comme sur la demande. Dans ces conditions, une réduction de la masse monétaire ne peut donner comme résultat qu'une baisse des prix. En effet, lorsqu'en 1928-1929, les Federal Reserve Banks portèrent leurs taux d'escompte plus haut, en vue de parer à la spéculation boursière, les prix et la production s'effondrèrent rapidement et le chômage augmenta dans une mesure inquiétante. La réduction accentuée des taux d'escompte resta, par la suite, impuissante à redresser la situation.

V

Puisque la politique d'escompte ne peut pas mettre fin à une expansion inflationniste sans causer des dégâts incalculables, il convient de l'écartier et de lui substituer une technique mieux appropriée, apte à assurer à la société une stabilité satisfaisante des prix, et en même temps à ne pas contrarier, mais, au contraire, à favoriser le développement régulier de la prospérité.

Pour atteindre ce but, il faut veiller à la modicité du taux de l'intérêt, et maintenir un accroissement mesuré et continu de la circulation monétaire, jusqu'à ce que le plein emploi soit

atteint. Ces conditions, jusqu'à ce que tous les facteurs de production soient intégralement employés, ne feront pas hausser du tout, ou pas sensiblement, les prix ; d'autre part, elles permettront un développement harmonieux de la prospérité.

Si, à un moment donné, l'accroissement de la circulation monétaire devient excessif, en créant un danger de hausse des prix, il ne faut pas chercher à le freiner par l'élévation du taux de l'intérêt. Car cette mesure est apte non seulement à ralentir l'accroissement, mais encore à produire une décroissance, une baisse des prix, une atteinte à la prospérité.

A partir du moment où le plein emploi est atteint, il faut, si l'on veut éviter une hausse de prix, arrêter complètement l'accroissement de la circulation monétaire. A ce stade aussi, essayer de faire obstacle à cette augmentation par l'élévation du taux de l'intérêt présente le même danger. Elle peut nuire à la prospérité qui vient à peine, après tant d'efforts, d'atteindre son maximum. Cette politique n'est jamais recommandable, en raison des risques qu'elle comporte.

Si ce n'est pas par l'élévation du taux de l'intérêt, comment diriger autrement l'expansion de la circulation monétaire ? Nous en voyons la solution dans le refus d'accorder du crédit. Précisons que nous n'entendons pas par là un refus sans distinction de personne, c'est-à-dire la suspension complète du crédit, ce qui donnerait évidemment un résultat pire que la hausse du taux de l'intérêt. Il faut être ferme à l'égard de certains demandeurs, tout en continuant à prêter, au taux bas d'intérêt, à d'autres. En pareil cas, comment faire la discrimination ?

En laissant la circulation monétaire s'accroître, on désire amplifier l'activité productive. Lorsqu'il y a excès, cela signifie que l'expansion de l'activité économique tend à devenir excessive, inflationniste. C'est seulement cet excès qui doit être enrayé dès son origine, c'est-à-dire privé du crédit qui lui donnerait naissance. Plus précisément, dès que le volume de la circulation monétaire atteint la limite extrême, à partir de laquelle chaque accroissement fera hausser les prix, il faut refuser le crédit à ceux qui se proposent de créer une nouvelle affaire ou d'en développer une déjà établie, tout en continuant à l'accorder — toujours à des conditions avantageuses — à ceux qui se proposent de maintenir leur activité au niveau actuel.

Il nous semble d'ailleurs qu'il suffit de refuser le crédit sollicité seulement à des fins spéculatives. Car c'est souvent l'acti-

tivité des spéculateurs qui accélère démesurément l'accroissement de la circulation monétaire et, par là même, stimule à tort l'activité productive.

La politique d'escompte, elle, permet à tout le monde sans distinction, aux spéculateurs comme aux producteurs, de profiter de la modicité du taux de l'intérêt. Ceux-là, grâce aux crédits qu'ils obtiennent à bon marché, augmentent la demande d'une part, et, en gardant en dépôt quelque temps les marchandises achetées, réduisent le volume de l'offre, d'autre part. Les prix haussent en conséquence, ce qui excite les producteurs à produire davantage, et, à cet effet, à emprunter, d'où accélération de la hausse des prix.

Lorsqu'on élève le taux de l'intérêt afin de freiner l'accroissement de la circulation monétaire et d'enrayer la hausse des prix qui en résulte, les spéculateurs deviennent vendeurs plutôt qu'acheteurs. La demande diminue, alors que l'offre augmente, et les prix baissent en conséquence. La coïncidence de la hausse du taux de l'intérêt et de la baisse des prix qui en résulte ne peut que décourager les producteurs également. Ceux-ci restreignent leur activité, la baisse des prix s'accélère, le chômage augmente. Si, dès le début, on avait refusé le crédit aux spéculateurs, il n'aurait pas été nécessaire d'élever le taux de l'intérêt par la suite et on aurait évité ce dénouement déplorable.

Nous préconisons la mise en pratique d'une politique de crédit capable, à notre avis, d'assurer à la société une prospérité durable. Il est vrai, cependant, que la sous-consommation peut, de temps en temps, interrompre la continuité de la prospérité. Mais, de toute façon, la politique de crédit que nous soutenons est plus apte que la politique d'escompte à amoindrir en nombre et en amplitude les crises économiques. Car, lorsque cette dernière est pratiquée, le marasme provient non seulement d'un manque de consommation, mais aussi du renchérissement du loyer de l'argent. Les deux causes se superposent quelquefois, de sorte que les crises sont plus violentes. Tandis que, si l'on applique la politique de crédit que nous recommandons, il n'est pas question d'élever le taux de l'intérêt; de ce fait, les crises, dans ce cas, seront moins nombreuses et moins sévères.

Remarquons encore que si, pendant la période de prospérité, les prix restent stables, le revenu total de la communauté est distribué plus équitablement parmi ses membres, ce qui empêche l'augmentation de la demande de biens de consommation de rester

trop en deçà de celle de l'offre de ces biens. Dans ces conditions, la crise provenant d'une sous-consommation est moins sévère que si les prix baussaient. La politique de crédit que nous concevons prétend justement pouvoir enrayer la montée des prix, tout en développant l'état prospère.

VI

Jusqu'à présent nous avons étudié la possibilité de stabiliser le niveau général des prix dans une économie fermée, sans prendre en considération les influences extérieures. Pourtant, celles-ci constituent une des causes les plus importantes de l'inefficacité de la politique stabilisatrice.

Du fait qu'un pays ne peut éviter les relations économiques avec l'étranger, les prix nationaux sont strictement dépendants des prix mondiaux. Il est impossible, pour cette raison, qu'un pays puisse stabiliser pour longtemps ses prix. Cela est si évident qu'il suffit d'en parler brièvement.

Lorsque les prix étrangers sont en train de s'avilir, par exemple, il est impossible de fixer pour longtemps les prix indigènes à un certain niveau. Car dès que les premiers tombent au-dessous des seconds, la préférence des clients étrangers, comme celle des nationaux, se porte sur les produits étrangers ; et les prix nationaux baissent en raison de cette mévente.

Une réduction du taux de l'escompte ne peut, en aucun cas, enrayer cette baisse ; ou bien, en effet, les emprunteurs, en raison de la chute des prix, refusent les crédits offerts, si bas que soit le taux, et la circulation monétaire n'augmente donc pas ; ou bien ils les acceptent à bon marché, mais la demande des produits nationaux n'en est pas non plus stimulée, car c'est, au contraire, à l'achat des produits étrangers que les crédits obtenus sont affectés.

D'autre part, lorsque les prix étrangers sont en hausse, le niveau des prix indigènes ne peut, non plus, se maintenir longtemps. Car dès que les premiers s'élèvent au-dessus des seconds, la demande intérieure et extérieure pour les produits nationaux augmente et, de ce fait, les prix nationaux commencent à hausser à leur tour. Une élévation du taux de l'intérêt reste impuissante à enrayer ce mouvement, du fait qu'en raison de la hausse des prix elle ne réussit pas à décourager les emprunts, ou bien elle contracte seu-

lement la demande intérieure, alors que celle venant de l'extérieur va toujours en augmentant et les prix continuent à monter.

Ainsi, tant que les prix indigènes sont dépendants des prix mondiaux et tant que ces derniers sont instables, quelle que soit la politique appliquée, il n'est pas possible de stabiliser les prix nationaux.

Il semble possible de les libérer de l'influence extérieure en modifiant la parité-or de la devise nationale, soit son rapport avec les devises étrangères suivant le cas, c'est-à-dire en la dévaluant ou en la revalorisant proportionnellement à la baisse ou à la hausse des prix mondiaux. Le premier cas, par exemple, signifie pour l'étranger la hausse des prix indigènes et pour les nationaux la stabilité des prix mondiaux ; il n'y a, par conséquent, aucune raison d'augmentation des importations, de diminution des exportations et de baisse des prix.

La solution du problème sous cette forme présente des difficultés insurmontables et, pour cette raison, elle est irréalisable en pratique.

La stabilisation des prix n'est possible que si tous les pays pratiquent efficacement la politique qui vise à atteindre ce but.

La politique d'escompte, qui n'arrive pas à donner un résultat satisfaisant lorsqu'elle est pratiquée par un seul pays, ne peut pas donner un résultat meilleur si elle l'est par tous les pays à la fois. Bien au contraire, elle peut encore compliquer les choses. Nous en citerons un cas.

Il peut arriver, à un moment donné, que les prix de certains pays tendent à s'élever et, dans d'autres, à baisser. Si c'est la politique d'escompte qui est pratiquée, les premiers, pour enrayer la tendance à la hausse, élèvent leurs taux d'intérêt respectifs, tandis que les seconds réduisent les leurs pour parer à la tendance à la baisse des prix. L'écart qui se forme ainsi entre les taux provoque un mouvement des capitaux de ceux-ci vers ceux-là. Les premiers ne réussissent pas, par conséquent, à réduire, ni les seconds à accroître le volume de leurs circulations monétaires. La politique d'escompte dans les deux groupes reste donc inefficace.

Si tous les pays mettaient en pratique la politique de crédit que nous avons soutenue, on éviterait les complications de cet ordre, et d'autres encore, parce qu'elle ne nécessite nullement l'élévation des taux de l'intérêt.

VII

Du fait que le monde des affaires n'entre pas en relation directe avec l'institut central, les modifications du taux d'escompte officiel ne peuvent, à elles seules, impressionner l'activité économique et, par là, les prix ; il faut pour cela que le taux privé (le taux hors banque) suive parallèlement les variations du taux officiel. On peut dire, dès lors, que la première condition technique de l'efficacité attribuée à la politique d'escompte est la prédominance du taux officiel sur le taux privé.

Dans le chapitre précédent, nous avons expliqué comment, dans certains pays, le taux privé s'est libéré de la tutelle du taux officiel¹. Dans ces conditions la politique d'escompte intérieure, comme celle extérieure, est condamnée à être inopérante.

Cependant, comme nous l'avons aussi fait remarquer, ce ne fut pas là l'obstacle insurmontable à la pratique de la dite politique. Les Banques centrales, grâce aux opérations sur le marché ouvert, rétablirent la dépendance du taux privé à l'égard du taux officiel.

Attirons l'attention sur le fait que, lorsque la Banque centrale désire impressionner le taux privé, dans le sens de la hausse, par exemple, il n'est pas nécessaire qu'elle élève d'abord son taux d'escompte et entreprenne ensuite la vente de titres sur le marché ouvert. Elle peut faire l'inverse, c'est-à-dire élever son taux d'escompte après que le taux privé, sous l'effet de la vente de titres, commence à hausser. Dans le cas contraire, c'est-à-dire lorsqu'elle désire une chute du taux privé, elle peut d'abord entreprendre l'achat de titres et réduire son taux d'escompte plus tard, dès que le taux privé recule sous l'effet de cet achat.

Il serait donc faux de déduire de l'anticipation des variations du taux privé sur celle du taux officiel que la Banque centrale n'a pas le pouvoir de dominer les conditions du crédit. Pour arriver à une juste conclusion, il faut aussi vérifier si les changements dans le volume des titres en possession de la Banque centrale précèdent les variations du taux privé ou leur succèdent ; s'ils les précèdent, bien que les variations du taux privé anticipent sur les modifications du taux officiel, il faut admettre que la Banque centrale a le pouvoir de contrôler les conditions du crédit.

¹ Voir p. 174 à 177.

Les graphiques révèlent qu'aux Etats-Unis les variations des taux d'intérêt hors banque se manifestaient avant celles des taux d'escompte des Federal Reserve Banks, pendant la période où fut pratiquée la politique d'escompte intérieure¹. Pourtant nous n'en déduirons pas que les Federal Reserve Banks ne dictaient pas au marché leurs volontés et qu'elles constataient simplement ce qui s'y produisait. Elles ont bien dominé les taux d'intérêt hors banque. Le graphique XVIII, que nous avons dressé, reflète assez clairement cet état de choses. Si les variations des taux d'intérêt privé américain se produisaient pendant la période en question, avant celles des taux officiels, les changements dans le volume des titres en possession des Federal Reserve Banks anticipaient, à leur tour, sur les variations des taux privés.

A titre de conclusion à ce paragraphe, nous citerons le passage suivant de Karin Kock² : « Il a été démontré ci-dessus que, somme » toute, la Banque centrale trouve dans le taux de l'escompte une » arme efficace ; si elle ne réussit pas, par ce moyen, à opérer » un changement dans les taux d'intérêt privé, elle peut recourir » à des procédés subsidiaires parmi lesquels les opérations sur » le marché libre se classent au premier rang. Mais cela ne répond » pas à la question de savoir si la Banque centrale est à même, » au moyen du taux de l'escompte, de mettre en œuvre une poli- » tique bien déterminée, comme, par exemple, celle qui viserait » à maintenir un étalon-or, à stabiliser les prix, ou à régler la » production. »

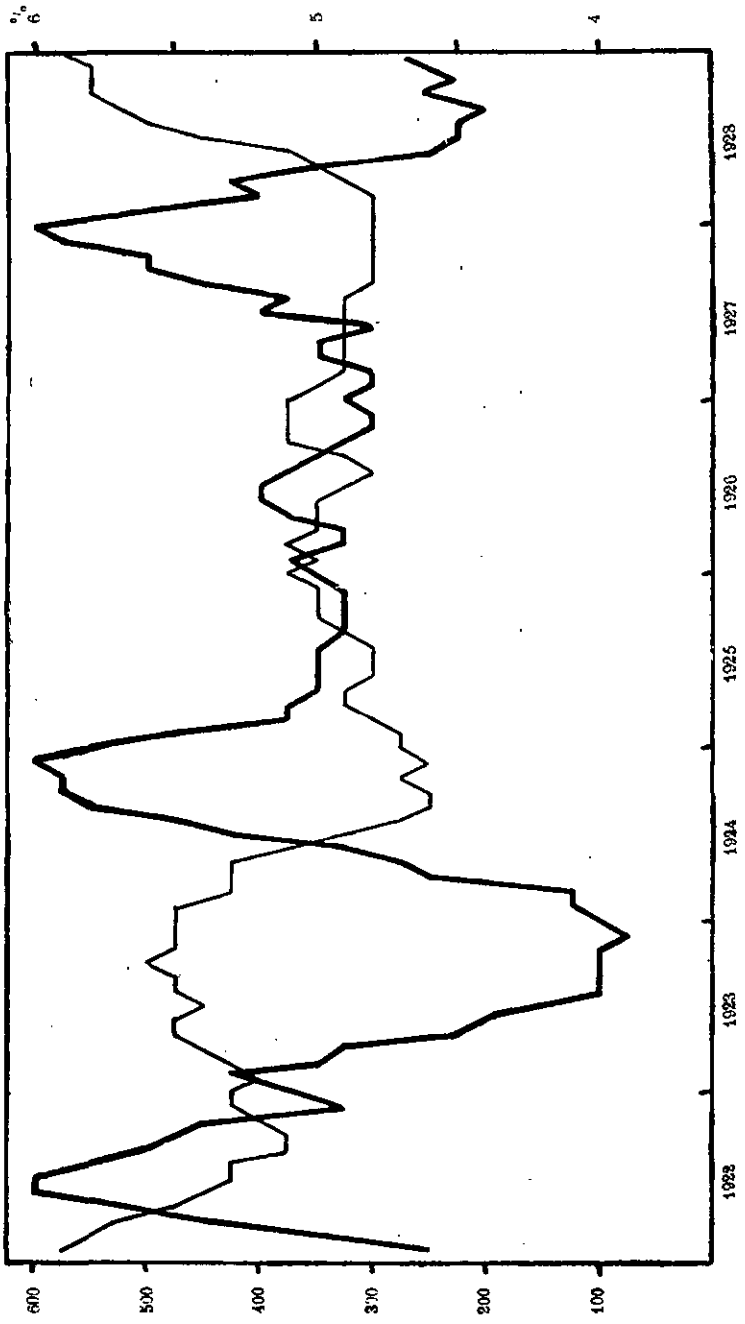
VIII

La théorie quantitative, comme nous l'avons dit, constitue la base de la politique d'escompte. On suppose que les modifications du taux de l'intérêt produisent un changement dans le volume de la circulation monétaire et que, par là, elles influencent les prix. Ces modifications ne jouent donc qu'un rôle intermédiaire ; ce sont en réalité les changements dans l'évolution du volume de la circulation monétaire qui agissent sur les prix. Il en ressort

¹ Voir à ce propos : Winfield W. Riefler. — *Money Rates and Money Markets in the United States*, et aussi les graphiques publiés dans les bulletins mensuels des Federal Reserve Banks, par exemple celui qui se trouve dans le numéro de février 1930, p. 61.

² Karin Kock. — *A Study of Interest Rates*, p. 198. Trad. de l'auteur.

Graphique XVIII



— La moyenne des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis d'Amérique.
- - - Le montant des «United States Securities» en possession des Federal Reserve Banks.

que si les variations du taux de l'intérêt n'entraînent aucun changement dans la circulation monétaire, les prix y resteront insensibles, ce qui signifiera l'inefficacité de la politique d'escompte.

La question se pose de savoir si toutes les modifications du taux de l'intérêt, en encourageant ou en décourageant les emprunteurs, peuvent infailliblement produire un changement dans le volume de la circulation monétaire.

La réponse négative ne fait pas de doute. La raison en fut expliquée par plusieurs économistes. Thornton¹ « a démontré » avec une parfaite clarté que ce n'étaient pas les modifications » du taux de l'intérêt qui décidaient, à elles seules, si les demandes » de crédits bancaires iraient ou non en s'accroissant, et si ainsi » il se produirait ou non une expansion du crédit ; il insiste sur » le fait que le problème repose principalement sur une compa- » raison entre le taux de l'intérêt bancaire et le profit commercial » ou autre que peut procurer l'emploi du capital emprunté. » Ricardo déclara tout aussi clairement que « les demandes de cré- » dit à la banque ne dépendent pas des seules modifications du » taux de l'intérêt, mais de la comparaison entre le taux de l'in- » térêt et le taux des bénéfices qui peuvent être réalisés par » l'emploi de l'argent emprunté ». Marshall considérait à son tour « comme le facteur qui peut affecter le montant des emprunts, » non pas la hauteur absolue du taux de l'escompte, mais sa hau- » teur relative par rapport au rendement de l'industrie. »

Il est évident qu'une hausse du taux de l'escompte ne réussira pas à réduire le volume du crédit si le rendement du capital emprunté reste toujours supérieur à l'intérêt à payer, ou si on escompte un relèvement de ce rendement à l'avenir. C'est ce qui se produit pendant une période de prospérité. Car la hausse des prix crée un état d'optimisme sur le rendement futur du capital, et, pour cette raison, l'élévation, même sensiblement accentuée, du taux de l'escompte n'arrive pas toujours à enrayer l'élargissement du volume du crédit.

Il peut arriver même que certains demandeurs ne cessent d'emprunter, bien que l'intérêt à payer dépasse le rendement, courant ou futur, du capital obtenu. Car si l'aide du crédit n'existait pas leurs pertes seraient plus grandes. Citons par exemple la discussion suivante :

¹ Nous empruntons ces lignes au professeur Arthur W. Marget. — *The Theory of Prices*, vol. I, p. 191 et 192. Trad. de l'auteur.

Quand Charles Turner, négociant de Liverpool, fut interrogé par le Comité de 1848, Spooner essaya de lui faire admettre qu'un taux élevé d'escompte allait directement à l'encontre des intérêts des petits fabricants¹.

« Je pense », répondit Turner, « que les petits fabricants, pourvu qu'ils reçoivent de l'argent, n'attachent pas d'importance au taux de l'intérêt. »

« Ils n'y attachent pas d'importance tant qu'il s'agit pour eux de faire face à leurs engagements antérieurs, mais pensez-vous qu'ils contracteraient de nouveaux engagements et qu'ils occuperaient leurs ouvriers à leur exécution, s'ils savaient que leurs effets ne seraient plus escomptés au-dessous de 8 % ? » — « Il est très difficile à un fabricant d'arrêter son travail et de renvoyer ses ouvriers; je crois cependant qu'il suspendra son activité s'il prévoit que le taux de l'intérêt se maintiendra au niveau élevé pendant une période relativement longue, mais nous devons naturellement admettre que le taux de l'intérêt ne restera pas longtemps élevé. »

« Avez-vous une idée du taux moyen du bénéfice que réalisent les petits fabricants ? » — « Non. »

« En supposant que le taux moyen du bénéfice du petit fabricant s'établisse entre 8 et 10 %, pensez-vous qu'une élévation du taux de l'escompte à 8 % l'empêcherait de contracter de nouveaux engagements ? » — « Cela dépendrait de l'opinion qu'il se ferait sur la durée de l'application du taux de 8 %. S'il estime que le taux baissera à brève échéance, il continuera son activité parce que, s'il congédie ses ouvriers, il se verra obligé d'en engager d'autres plus tard et que, d'autre part, il devra tenir compte des intérêts des sommes engagées dans l'équipement, quel qu'il soit, de sa fabrique, et de la dépréciation de ce matériel. »

« Si, en fait, un grand nombre de fabricants étaient amenés à suspendre leur activité en raison du taux élevé de l'intérêt, admettriez-vous encore que l'on n'a pas commis d'erreur en fixant le taux de l'intérêt à 8 % ? » — « Je n'ai jamais voulu dire que l'élévation du taux de l'intérêt ne comporte pas d'inconvénient, mais j'estime que les avantages l'emportent sur les inconvénients. »

A vrai dire, ce sont des considérations qui ne jouent pas un rôle déterminant. Ce ne sont pas là les raisons qui rendent inefficace la politique d'escompte. Elles ne peuvent que gêner un peu la Banque centrale dans sa politique, en l'obligeant à doser la sévérité des mesures. Si l'institut central a la maîtrise du taux de l'intérêt, il peut continuer à l'élever; si « un taux, de 6 % par » exemple, apparaissait sans importance, le taux pourrait être » élevé indéfiniment. Personne ne considérerait un taux de 60 % » comme négligeable... Rien n'empêcherait le taux de l'intérêt

¹ R. G. Hawtrey. — *A Century of Bank Rate*, p. 33 et 34. Trad. de l'auteur.

» d'être porté à 10, à 15 ou à 30 % si les taux plus bas n'auraient pas les affaires¹. »

La puissance de la Banque centrale de réduire le volume de la circulation monétaire est indéniable. Mais, lorsqu'il s'agit, au contraire, de l'accroître, le succès n'est pas aussi certain.

Lorsqu'il faut réduire la quantité monétaire en circulation, la réussite ne fait pas de doute ; car dans ce cas la Banque centrale a l'initiative, puisque c'est elle qui met en circulation les moyens de paiement ; elle peut prendre toutes les mesures capables d'obstruer les voies par lesquelles ils entrent dans la circulation, si elle en juge nécessaire la réduction. Tandis que, lorsqu'il s'agit d'accroître la circulation monétaire, la Banque centrale se trouve dans une position passive ; c'est l'emprunteur qui a cette fois l'initiative. Que la Banque centrale offre toutes les facilités possibles, elle n'arrivera pas à son but si les gens refusent tout de même le crédit mis à leur disposition.

Ceux-ci « empruntent non pas parce que l'argent est « bon » marché, mais parce qu'ils pensent qu'ils peuvent réaliser un » bénéfice². » Si donc ils estiment que les capitaux, offerts à bon marché, ne peuvent pas leur procurer un bénéfice supérieur à l'intérêt à payer, ils ne l'accepteront pas. C'est justement ce qui arrive pendant la période de dépression. Car la baisse des prix crée un tel état de pessimisme sur le rendement futur du capital qu'aucune réduction du taux de l'intérêt n'arrive à inciter les hommes d'affaires à emprunter. Keynes le disait : Pendant la période de dépression, « l'efficacité marginale du capital tombe » à un tel niveau qu'aucune réduction possible du taux de l'intérêt » ne suffirait à la contrebalancer³. »

En résumé, la politique d'escompte a beaucoup plus de chances d'enrayer une hausse des prix qu'une baisse des prix. Charles O. Hardy, après avoir examiné l'expérience du Federal Reserve System entre 1923 et 1928, conclut : « ... Il semble que le Federal » Reserve System dispose d'un pouvoir considérable quand il » s'agit, en période de prospérité, de restreindre le montant des » crédits accordés au public par les banques, mais que son in-

1 R. G. Hawtrey, *op. cit.*, p. 195. Trad. de l'auteur.

2 *Monetary Policy and the Depression*. — A First Report on International Monetary Problems by a Group of the Royal Institute of International Affairs, p. 57. Trad. de l'auteur.

3 J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 329.

» fluence soit minime quand il s'agit, en période de dépression, » d'accroître la circulation monétaire¹. »

Pendant la période de marasme, pour pouvoir accroître plus directement la circulation monétaire, les Banques centrales entreprennent des achats de titres sur le marché ouvert. Mais cette politique ne donne pas un résultat notablement meilleur que la réduction du taux de l'intérêt. Car une partie des moyens de paiement introduits ainsi dans la circulation n'y demeure pas longtemps, mais elle retourne à la Banque centrale comme remboursement des crédits échus, alors que l'autre partie se thésaurise, au lieu d'être utilisée à augmenter la circulation des biens ; autrement dit, la perte de vitesse de la circulation compense l'accroissement de la quantité monétaire et les prix continuent, par conséquent, à baisser.

Les modifications du taux de l'intérêt ne réussissent parfois pas à produire le changement escompté dans l'évolution du volume de la circulation monétaire, en raison des mouvements internationaux des capitaux qu'elles provoquent. Lorsque, par exemple, on élève le taux de l'intérêt pour réduire le volume monétaire ou pour freiner seulement son accroissement, les capitaux, attirés de l'étranger par cette hausse, comblent rapidement les vides creusés dans la circulation monétaire. Tandis que, lorsqu'on réduit le taux de l'intérêt, l'argent introduit dans la circulation s'évade vers les places étrangères pratiquant un taux élevé d'intérêt.

Selon Wicksell, on peut éviter cette contradiction en sachant bien manier le taux de l'intérêt. « Le taux de l'intérêt pratiqué » dans un pays peut être bas comparativement au taux naturel, » sans se trouver cependant assez en dessous du taux étranger » de l'intérêt pour compenser le coût et les risques des déplacements de capitaux. Les effets du crédit à bon marché ne s'exercent alors que sur les prix intérieurs². »

Ce que Wicksell avance est vrai seulement lorsque le taux naturel de l'intérêt à l'étranger est égal, ou à peu près égal, à celui du pays. Mais il n'est pas certain que les deux taux naturels soient toujours égaux ; il peut arriver qu'il existe un écart considérable entre eux. Dans ce cas, une réduction du taux de l'intérêt, aussi faible soit-elle, au-dessous du taux naturel, crée, avec le

1 Charles O. Hardy, *op. cit.*, p. 239. Trad. de l'auteur.

2 Wicksell. — *Interest and Prices*, p. 112. Trad. de l'auteur.

taux étranger, un écart suffisamment rémunérateur pour que les capitaux n'y restent pas insensibles.

IX

Notons encore que la politique d'escompte intérieure, ni d'ailleurs la politique de crédit que nous avons soutenue, ne peuvent coexister avec le système du « gold standard ». Car, avec ce système, la Banque centrale est légalement tenue de garder une certaine proportion entre les réserves métalliques et ses engagements, ce qui veut dire que le système du « gold standard » impose une limite maximum à l'expansion de la circulation monétaire. Or il peut arriver fréquemment que l'arrêt de la baisse des prix exige une augmentation de la masse monétaire au delà de la limite maximum. Devant une pareille situation, la Banque centrale se trouve dans l'impossibilité d'élargir la circulation et, par conséquent, d'enrayer la baisse.

C'est pour cette raison que les défenseurs de la politique d'escompte intérieure exigent l'abandon de cette règle de proportion entre les réserves métalliques et les engagements de la Banque centrale ; et nous sommes entièrement de leur avis. Nous ne devons tout de même pas nous laisser dominer par l'or. Il serait trop illogique de diminuer la circulation monétaire et, par là, le volume de la production, tout en laissant des millions de gens sans travail, en prétendant que la quantité d'or en notre possession ne permet pas d'agir autrement. Actuellement, la plupart des pays ne disposent que d'une quantité minime, insignifiante, de métal jaune ; faut-il qu'ils réduisent jusqu'à zéro la circulation monétaire et leur activité économique ?

C'est la production, non pas l'or, qui a en elle-même une valeur réelle et qui assure à la monnaie une stabilité aussi bien intérieure qu'extérieure. Un accroissement mesuré de la circulation monétaire, sans être limité par la quantité métallique, ne dépréciera pas la valeur intérieure de la monnaie, pour la bonne raison que la production s'élèvera proportionnellement. Il ne provoquera pas non plus une dépréciation de la valeur extérieure de la monnaie, du fait que l'augmentation de la production entraînera celle des exportations. En résumé, la circulation monétaire ne doit pas être dépendante de la quantité d'or, mais proportionnée à la production. Cette politique ne peut que donner des résultats les plus heureux.

CONCLUSIONS

On nous présente le taux de l'escompte, ou plus précisément le maniement du taux de l'escompte, comme le moyen de défense le plus efficace contre les instabilités soit de la valeur extérieure, soit de la valeur intérieure de la monnaie. Mais nos déductions théoriques, confirmées par les expériences pratiques, nous ont conduit à la conclusion qu'il s'agit là d'une arme qui ne fonctionne en général pas, ou, lorsqu'elle fonctionne, les préjudices qu'elle cause à la communauté l'emportent de beaucoup sur ses bienfaits.

Comme certains l'ont remarqué, le maniement du taux de l'escompte est une arme à deux tranchants ; il exerce deux actions opposées dont l'une est relativement immédiate et l'autre relativement retardée. L'efficacité d'une modification du taux de l'escompte, due à son action immédiate, n'est que de courte durée. Car son action retardée, en travaillant en sens inverse, peu après, vient la neutraliser. La mesure, en fin de compte, reste donc inopérante, et c'est elle-même qui engendre son inefficacité.

Une élévation du taux de l'escompte, par exemple, comme remède à la faiblesse de la valeur extérieure de la monnaie, en provoquant une importation des capitaux et en entraînant une baisse des prix et, par là, un accroissement des exportations, pourra couper court à la dépréciation. Mais le redressement ainsi réalisé ne se révélera pas viable. Car la cherté du loyer de l'argent et la baisse des prix qu'elle déclenchera n'auront qu'une répercussion défavorable sur la production. Par suite de la diminution de cette dernière, la capacité d'exporter du pays se rétrécira, la balance commerciale redeviendra défavorable. De plus, les capitaux importés et les intérêts qu'ils produisent commenceront, dans un plus ou moins proche avenir, à être rapatriés ; de là résultera l'élargissement du déficit de la balance des paiements, et la valeur extérieure de la monnaie finira par se déprécier à nouveau même plus fortement que précédemment.

Il est vrai que, par suite de la hausse du taux de l'escompte, la diminution de la production comprimera, non seulement la capacité d'exporter, mais encore d'importer, étant donné que le recul de la production n'est autre chose que celui du revenu total, soit du pouvoir d'achat de la communauté. Il est donc possible qu'une hausse du taux de l'escompte ne défavorise pas la balance commerciale et ne déprécie pas la valeur extérieure de la monnaie. Le rétablissement de l'équilibre sous cette forme, bien qu'il soit encore très douteux, est cependant indésirable, pour la bonne raison qu'il coûte cher au pays ; il ne se réalise, en effet, qu'au prix de l'appauvrissement général, d'une baisse du niveau de vie de la communauté.

Certains économistes prétendent qu'il est possible de stabiliser la valeur intérieure de la monnaie, soit le niveau général des prix, par le maniement du taux de l'intérêt. Selon eux, la tendance à la baisse des prix, par exemple, peut être enrayée par la réduction du taux de l'intérêt. Car, disent-ils, la réduction de ce taux provoque un accroissement de la circulation monétaire et, par là, une multiplication de la demande. Mais, comme nous l'avons remarqué, tant que les facteurs de production ne sont pas employés intégralement, l'expansion du volume monétaire n'agit pas seulement sur la demande, mais aussi sur l'offre, et cela dans le même sens. Pour cette raison, le recul du taux de l'intérêt n'entraîne pas inévitablement une hausse des prix.

Néanmoins nous avons aussi constaté que l'action de la baisse du taux de l'intérêt sur la demande est immédiate, alors que son action sur l'offre est relativement lente et retardée. De ce fait, il n'est pas improbable qu'une réduction de ce taux arrête la baisse des prix et la remplace même par une hausse ; mais ce résultat ne peut être durable. Dès que l'action retardée se fait sentir, les prix commencent de nouveau à fléchir.

Nous avons dit que le laps de temps séparant l'action retardée de l'action immédiate dépend de la vitesse et de la continuité de l'accroissement de la circulation monétaire. Plus celui-ci est rapide et plus il se prolonge, plus la baisse des prix est différée. Si la diminution du taux de l'intérêt réussit une fois à créer une tendance à la hausse des prix, celle-ci stimule l'activité productive aussi bien que spéculative. De là résulte une accélération de l'expansion du volume monétaire et une persistance de la hausse des prix.

Si l'on augmente le taux de l'intérêt en vue d'enrayer cette

dernière, l'action immédiate de cette élévation coïncidera avec l'action retardée de la réduction précédente de ce taux, ce qui déclenchera une forte baisse des prix, une véritable crise.

Ainsi, l'effet de cette manière d'agir ne se limite souvent pas à freiner l'expansion ; il renverse encore le mouvement, il entraîne une chute accentuée des prix, la contraction de la production, le développement du chômage. Pendant la période de dépression, toute réduction possible du taux de l'intérêt est incapable de ranimer l'activité économique et, par là, de faire monter les prix. La modicité de ce taux ne commence à jouer un rôle dans le sens indiqué qu'après l'arrêt de la chute des prix.

Les fluctuations de la valeur, aussi bien intérieure qu'extérieure de la monnaie, sont déterminées par une multitude de facteurs dont la plupart, comme par exemple la psychologie de l'être humain, les conditions météorologiques et les influences extérieures, ne peuvent être dirigés par le simple jeu du taux de l'escompte. Celui-ci est incapable d'assurer à la valeur de la monnaie une stabilité ni absolue, ni relative de longue durée. Il lui est impossible de perpétuer la stabilité relative, déjà à cause de ses répercussions lointaines.

De plus, cette politique, en raison des élévations fréquentes du taux de l'intérêt, frappe la production, soit la richesse de la communauté ; par conséquent, elle n'autorise pas la réalisation du plein emploi ; au contraire, elle entraîne souvent un accroissement du chômage. N'est-il pas tout indiqué de rejeter une arme se révélant imparfaite et ayant des effets périlleux ?

La politique de crédit la meilleure est celle qui crée un développement régulier de la production et une réduction du chômage et qui, encore, assure une stabilité satisfaisante de la valeur monétaire.

Une des conditions de la réalisation de cette situation idéale est la modicité du taux de l'intérêt. La politique de crédit doit donc veiller à la modicité de ce taux.

Lorsque la production s'élargit, ni la valeur intérieure, ni la valeur extérieure de la monnaie ne peuvent se déprécier. C'est l'accroissement de la production qui est le meilleur remède à la diminution de la valeur de la monnaie, et non la réduction de la circulation monétaire. Toute mesure qui rétrécit le volume de la production aboutit en fin de compte à une chute de la valeur de la monnaie. L'élévation du taux de l'intérêt est un palliatif ; car il provoque une compression de la production.

Si, à un moment donné, l'expansion de l'activité économique devient excessive, c'est-à-dire si elle entraîne une hausse des prix, l'élévation du taux de l'intérêt, pour remédier à cet état de choses, n'est aucunement recommandable. Au lieu de recourir à cette mesure, il faut simplement refuser le crédit à ceux qui se proposent de l'utiliser pour fonder une nouvelle activité économique. Tout en freinant ainsi le mouvement inflationniste, il est nécessaire, d'autre part, de continuer de prêter à bon marché à ceux qui ne désirent qu'alimenter leur entreprise existante, afin que, en cherchant à enrayer l'inflation, on ne déclenche pas une déflation. Le défaut de la hausse du taux de l'intérêt provient précisément de ce qu'elle ne réussit en général pas à mettre fin à l'inflation sans déclencher une déflation.

Pour clore la présente étude, nous reproduisons ici le passage de l'un des plus récents articles de M. Hawtrey, qui fut, à l'époque, l'un des plus acharnés défenseurs de la politique d'escompte¹ :

« Il y a un siècle, la Banque d'Angleterre avait pris l'habitude » d'imposer cette contrainte en refusant de prêter. A un moment » où tout le système bancaire anglais manquait de disponibilités » immédiates, le refus de crédits par la Banque d'Angleterre ne » pouvait engendrer qu'une crise aiguë, avec menace d'une sus- » pension universelle des paiements. Aussi la Banque adopta-t-elle » une politique moins sévère ; elle continua à prêter, mais seule- » ment à un taux élevé d'escompte ou d'intérêt à court terme. » Ce fut la politique de l'argent cher, devenue si antipathique au » monde des affaires. »

« L'argent cher a encouru tant de défaveur parce que l'expé- » rience a prouvé qu'elle atteint son but : elle décourage les » emprunteurs, elle met obstacle à l'accroissement de la circula- » tion monétaire, elle prélude ainsi à une poussée déflationniste. » C'est à juste titre que la déflation, en tant que germe de dé- » pression et de chômage, a été prise en aversion. Mais il s'agit, » dans les circonstances actuelles, de tendances déflationnistes » qui ne visent qu'à éliminer une inflation potentielle. La poli- » tique vexante de l'argent cher ne s'applique que dans la mesure » où elle s'oppose à un renouvellement de la tendance inflation- » niste ; ainsi circonscrite, elle est parfaitement compatible avec

¹ R. G. Hawtrey. — *Monetary Aspects of the Economic Situation*. « The American Economic Review », mars 1948, p. 51. Trad. de l'auteur.

» le maintien du plein emploi. La politique de l'argent cher ferait
» du tort si elle s'orientait selon l'état des réserves-or. Anjour-
» d'hui qu'il ne s'agit plus de maintenir les réserves-or, elle devrait
» avoir pour critérium le maintien d'un régulier approvisionne-
» ment monétaire et le maintien des revenus, des dépenses, de
» l'écoulement des marchandises à un niveau assez haut pour
» assurer le plein emploi, mais pas plus élevé. »

TABLEAUX

Taux d'escompte de la Banque d'Angleterre ¹

13. 1. 1881	3 ½	24. 3. 1887	3	29. 10. 1891	4	30. 11. 1899	6
17. 2. —	3	14. 4. —	2 ½	10. 12. —	3 ½	11. 1. 1900	5
28. 4. —	2 ½	28. 4. —	2	21. 1. 1892	3	18. 1. —	4 ½
18. 8. —	3	4. 8. —	3	7. 4. —	2 ½	25. 1. —	4
25. 8. —	4	1. 9. —	4	28. 4. —	2	24. 5. —	3 ½
6. 10. —	5	12. 1. 1888	3 ½	20. 10. —	3	14. 6. —	3
30. 1. 1882	6	19. 1. —	3	26. 1. 1893	2 ½	19. 7. —	4
23. 2. —	5	16. 2. —	2 ½	4. 5. —	3	3. 1. 1901	5
9. 3. —	4	15. 3. —	2	11. 5. —	3 ½	7. 2. —	4 ½
23. 3. —	3	10. 5. —	3	18. 5. —	4	21. 2. —	4
17. 8. —	4	7. 6. —	2 ½	8. 6. —	3	6. 6. —	3 ½
14. 9. —	5	9. 8. —	3	15. 6. —	2 ½	13. 6. —	3
25. 1. 1883	4	13. 9. —	4	3. 8. —	3	31. 10. —	4
15. 2. —	3 ½	4. 10. —	5	10. 8. —	4	23. 1. 1902	3 ½
1. 3. —	3	10. 1. 1889	4	24. 8. —	5	6. 2. —	3
10. 5. —	4	24. 1. —	3 ½	14. 9. —	4	2. 10. —	4
13. 9. —	3 ½	31. 1. —	3	21. 9. —	3 ½	21. 5. 1903	3 ½
27. 9. —	3	18. 4. —	2 ½	5. 10. —	3	18. 6. —	3
7. 2. 1884	3 ½	8. 8. —	3	1. 2. 1894	2 ½	3. 9. —	4
13. 3. —	3	29. 8. —	4	22. 2. —	2	14. 4. 1904	3 ½
3. 4. —	2 ½	26. 9. —	5	10. 9. 1896	2 ½	21. 4. —	3
19. 6. —	2	30. 12. —	6	24. 9. —	3	9. 3. 1905	2 ½
9. 10. —	3	20. 2. 1890	5	22. 10. —	4	7. 9. —	3
30. 10. —	4	6. 3. —	4 ½	21. 1. 1897	3 ½	28. 9. —	4
6. 11. —	5	13. 3. —	4	4. 2. —	3	5. 4. 1906	3 ½
29. 1. 1885	4	10. 4. —	3 ½	8. 4. —	2 ½	3. 5. —	4
19. 3. —	3 ½	17. 4. —	3	13. 5. —	2	21. 6. —	3 ½
7. 5. —	3	26. 6. —	4	23. 9. —	2 ½	13. 9. —	4
14. 5. —	2 ½	31. 7. —	5	14. 10. —	3	11. 10. —	5
28. 5. —	2	21. 8. —	4	7. 4. 1898	4	19. 10. —	6
12. 11. —	3	25. 9. —	5	26. 5. —	3 ½	17. 1. 1907	5
17. 12. —	4	7. 11. —	6	2. 6. —	3	11. 4. —	4 ½
21. 1. 1886	3	4. 12. —	5	30. 6. —	2 ½	25. 4. —	4
18. 2. —	2	8. 1. 1891	4	22. 9. —	3	15. 8. —	4 ½
6. 5. —	3	22. 1. —	3 ½	13. 10. —	4	31. 10. —	5 ½
10. 6. —	2 ½	29. 1. —	3	19. 1. 1899	3 ½	4. 11. —	6
26. 8. —	3 ½	16. 4. —	3 ½	2. 2. —	3	7. 11. —	7
21. 10. —	4	7. 5. —	4	13. 7. —	3 ½		
16. 12. —	5	14. 5. —	5	3. 10. —	4 ½		
3. 2. 1887	4	4. 6. —	4	5. 10. —	5		
10. 3. —	3 ½	18. 6. —	3				
		2. 7. —	2 ½				
		24. 9. —	3				

¹ R. G. Hawtrey. — *A Century of Bank Rate*, p. 281 à 296.

Taux d'escompte de la Banque d'Angleterre

2. 1. 1908	6	8. 2. 1912	3 ½	21. 7. 1921	5 ½	14. 5. 1931	2 ½
16. 1. —	5	9. 5. —	3	3. 11. —	5	23. 7. —	3 ½
23. 1. —	4	29. 8. —	4			30. 7. —	4 ½
5. 3. —	3 ½	17. 10. —	5	16. 2. 1922	4 ½	21. 9. —	6
19. 3. —	3			13. 4. —	4		
28. 5. —	2 ½	17. 4. 1913	4 ½	15. 6. —	3 ½	18. 2. 1932	5
		2. 10. —	5	13. 7. —	3	10. 3. —	4
14. 1. 1909	3					17. 3. —	3 ½
1. 4. —	2 ½	8. 1. 1914	4 ½	5. 7. 1923	4	21. 4. —	3
7. 10. —	3	22. 1. —	4			12. 5. —	2 ½
14. 10. —	4	29. 1. —	3	5. 3. 1925	5	30. 6. —	2
21. 10. —	5	30. 7. —	4	6. 8. —	4 ½		
21. 12. —	4 ½	31. 7. —	8	1. 10. —	4	29. 8. 1939	4
		1. 8. —	10	3. 12. —	5	28. 9. —	3
6. 1. 1910	4	7. 8. —	6			26. 10. —	2
20. 1. —	3 ½	8. 8. —	5	21. 4. 1927	4 ½		
10. 2. —	3						
17. 3. —	4	13. 7. 1916	6	7. 2. 1929	5 ½		
2. 6. —	3 ½			26. 9. —	6 ½		
9. 6. —	3	18. 1. 1917	5 ½	31. 10. —	6		
29. 9. —	4	5. 4. —	5	21. 11. —	5 ½		
20. 10. —	5			12. 12. —	5		
1. 12. —	4 ½	6. 11. 1919	6				
				6. 2. 1930	4 ½		
26. 1. 1911	4	15. 4. 1920	7	6. 3. —	4		
16. 2. —	3 ½			20. 3. —	3 ½		
9. 3. —	3	28. 4. 1921	6 ½	1. 5. —	3		
21. 9. —	4	23. 6. —	6				

II

Taux d'escompte de la « Federal Reserve Bank » de New-York ¹

1. 1. 1919	4	23. 2. 1923	4 ½	3. 2. 1928	4	8. 5. 1931	1 ½
3. 11. —	4 ¾	1. 5. 1924	4	18. 5. —	4 ½	9. 10. —	2 ½
23. 1. 1920	6	12. 6. —	3 ½	13. 7. —	5	16. 10. —	3 ½
1. 6. —	7	8. 8. —	3	9. 8. 1929	6	26. 2. 1932	3
5. 5. 1921	6 ½	27. 2. 1925	3 ½	1. 11. —	5	24. 6. —	2 ½
16. 6. —	6	8. 1. 1926	4	15. 11. —	4 ½	2. 3. 1933	3 ½
21. 7. —	5 ½	23. 4. —	3 ½	7. 2. 1930	4	6. 4. —	3
22. 9. —	5	13. 8. —	4	14. 3. —	3 ½	24. 5. —	2 ½
3. 11. —	4 ½	5. 8. 1927	3 ½	2. 5. —	3	19. 10. —	2
22. 6. 1922	4			21. 6. —	2 ½	1. 2. 1934	1 ½
				24. 12. —	2	27. 8. 1937	1

¹ « Federal Reserve Bulletins ».

III

Taux d'escompte de la Banque de France ¹

20. 8. 1914	5	30. 1. 1930	3	9. 1. 1936	4	12. 5. 1938	2 ½
8. 4. 1920	6	1. 5. —	2 ½	6. 2. —	3 ½	27. 9. —	3
28. 7. 1921	5 ½	2. 1. 1931	2	28. 3. —	5	24. 11. —	2 ½
11. 3. 1922	5	9. 10. —	2 ½	6. 5. —	6	3. 1. 1939	2
10. 1. 1924	5 ½	8. 2. 1934	3	23. 6. —	5	17. 3. 1941	1 ¾
17. 1. —	6	1. 6. —	2 ½	25. 6. —	4	20. 1. 1945	1 ¾
11. 12. —	7	23. 5. 1935	3	9. 7. —	3	10. 1. 1947	1 ¾
9. 7. 1925	6	25. 5. —	4	24. 9. —	5	1. —	2 ¼
31. 7. 1926	7 ½	28. 5. —	6	1. 10. —	3	9. 10. —	2 ½
16. 12. —	6 ½	20. 6. —	5	8. 10. —	2 ½	10. —	3
3. 2. 1927	5 ½	4. 7. —	4	15. 10. —	2	6. 9. 1948	3 ½
14. 4. —	5	18. 7. —	3 ½	28. 1. 1937	4	9. —	4
29. 12. —	4	8. 8. —	3	14. 6. —	6	1. 10. —	3
19. 1. 1928	3 ½	14. 11. —	4	6. 7. —	5		
		21. 11. —	5	3. 8. —	4		
		25. 11. —	6	2. 9. —	3 ½		
		31. 12. —	5	12. 11. —	3		

¹ Pierre Cauboue. — *Les variations du taux de l'escompte de 1921 à 1934.*
« Revue d'Economie Politique ».

IV

Taux d'escompte de la « Reichsbank » ¹

28. 7. 1922	6	12. 1. 1926	8	14. 1. 1930	6 ½	1. 9. 1931	8
28. 8. —	7	27. 3. —	7	4. 2. —	6	10. 12. —	7
22. 9. —	8	7. 6. —	6 ½	8. 3. —	5 ½		
13. 11. —	10	6. 7. —	6	24. 3. —	5	8. 3. 1932	6
				19. 5. —	4 ½	8. 4. —	5 ½
18. 1. 1923	12	11. 1. 1927	5	21. 6. —	4	28. 4. —	5
24. 4. —	18	10. 6. —	6	9. 10. —	5	21. 9. —	4
2. 8. —	30	4. 10. —	7				
15. 9. —	90			13. 6. 1931	7	9. 4. 1940	3 ½
22. 12. —	10	11. 1. 1929	6 ½	16. 7. —	10		
		25. 4. —	7 ½	1. 8. —	15		
26. 2. 1925	9	2. 11. —	7	12. 8. —	10		

¹ Pierre Cauboue. — *Les variations du taux de l'escompte de 1921 à 1934*, p. 143 et 144.

Les réserves-or (bullion) de la Banque d'Angleterre
(moyennes trimestrielles en milliers de livres sterling¹)

	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1881	26,400	28,366	24,676	20,876	1897	37,973	36,531	31,834
1882	21,290	23,466	22,459	20,751	1898	32,882	34,868	31,489
1883	22,142	21,130	23,253	22,355	1899	32,586	30,623	31,705
1884	22,534	25,125	23,801	20,361	1900	35,052	32,893	31,970
1885	23,393	26,887	25,113	20,827	1901	33,600	35,890	35,569
1886	22,011	20,761	21,370	19,930	1902	36,234	36,173	37,798
1887	22,236	23,852	21,145	20,239	1903	34,853	35,662	35,552
1888	21,972	20,872	20,779	19,455	1904	33,995	33,891	36,057
1889	21,536	22,789	21,602	19,712	1905	36,641	37,428	36,693
1890	21,519	22,402	21,541	21,920	1906	34,503	34,195	36,684
1891	23,961	23,536	26,647	23,160	1907	34,570	35,350	36,858
1892	24,240	25,596	27,270	24,991	1908	37,948	37,980	37,871
1893	26,261	26,236	27,337	25,866	1909	36,611	39,077	39,810
1894	28,640	34,239	39,040	35,262	1910	35,547	38,649	39,915
1895	36,197	37,291	39,842	42,473	1911	37,069	38,087	41,064
1896	47,909	47,690	45,663	35,912	1912	38,148	39,435	41,119
					1913	36,083	37,562	40,354
								36,284

VI

Les réserves-or de la Banque d'Angleterre
(chiffres relevés à la fin des mois, en millions de livres sterling¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1919	99.9	110.4	112.2	85.7	86.1	87.3	88.4	88.2	82.2	88.1	87.9	91.3
1920	128	128	128	112.5	112.5	117.9	123.2	123	123.1	123.2	124.1	128.3
1921	128.4	128.8	128.8	128	128	128	128	128	128	128	128	128
1922	127.5	127.5	127.5	128.9	128.9	128.9	127.4	127.4	127.4	127.4	127.4	127.5
1923	128.1	128.1	128.1	127.5	127.5	127.6	127.6	127.6	127.7	127.7	127.8	128.1
1924	128.6	128.6	128.7	128.1	128.2	128.3	128.3	128.4	128.4	128.5	128.5	128.6
1925	144.5	144.6	146.8	128.7	156.3	157.6	164.3	128.4	128.4	128.5	145.7	144.6
1926	151	150.1	150.5	146.4	148.8	150.3	152.1	155.5	155.8	152.8	152.9	151.1
1927	155.9	157.3	158.1	160.7	152.6	152.1	151.8	151.2	151.1	151.3	149.9	152.4
1928	153	151.3	153.7	158.8	162.9	172.3	173.7	175.9	173.2	164.9	159.8	153.3
1929	150.4	152	157.1	164.3	158.1	155.7	142.6	137.6	130.3	132.1	135.4	146.1
1930	140.1	141.6	144.5	147.2	152.1	157.2	153.3	155.9	156.8	160.7	155.6	148.3
1931	121.4	121.4	121.4	121.5	125.8	137	133.3	134.6	136.1	138.9	121.7	121.3
1932	124.4	143	172.7	186.9	187.4	190.6	138.6	139.8	140.4	140.4	140.4	120.6
1933	191.8	191.8	192.2	192.1	192.1	192.1	191.4	191.7	191.8	191.8	191.8	191.7
1934	193.1	193.1	193.1	193.1	193.4	193.3	192.8	192.3	192.5	192.7	192.7	192.8
1935	201.1	201.4	201.4	203.5	207.3	217.3	240.9	194.1	194.4	195.5	198.4	200.7
1936	314.1	314.3	314.6	314.7	322.1	327.3	327.5	245.8	249.8	249.7	249.4	314.2
1937	327	327.2	327.2	327.2	327.2	327.4	327.5	327.9	328.1	328	327.9	327.2
1938								327.8	327.9	327.8	327.7	327.2

¹ Annaires Statistiques Internationaux de la Société des Nations.

Cours de la livre sterling par rapport au dollar, à Londres et à New-York
(moyennes mensuelles¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1919	4.765	4.765	4.714	4.658	4.662	4.617	4.429	4.276	4.177	4.181	4.094	3.803
1920	3.677	3.378	3.739	3.933	3.848	3.949	3.857	3.622	3.521	3.476	3.434	3.498
1921	3.739	3.785	3.906	3.931	3.977	3.795	3.628	3.649	3.723	3.882	3.965	4.174
1922	4.221	4.351	4.369	4.415	4.446	4.456	4.448	4.464	4.430	4.436	4.472	4.617
1923	4.855	4.690	4.696	4.655	4.625	4.614	4.583	4.561	4.542	4.526	4.385	4.360
1924	4.301	4.308	4.293	4.348	4.359	4.321	4.368	4.501	4.458	4.457	4.006	4.694
1925	4.780	4.772	4.777	4.796	4.855	4.861	4.860	4.857	4.847	4.843	4.846	4.850
1926	4.558	4.864	4.861	4.862	4.862	4.866	4.864	4.858	4.855	4.850	4.849	4.851
1927	4.353	4.850	4.854	4.857	4.857	4.856	4.855	4.861	4.863	4.870	4.874	4.883
1928	4.876	4.875	4.880	4.882	4.882	4.881	4.864	4.854	4.851	4.850	4.850	4.853
1929	4.850	4.853	4.853	4.853	4.851	4.849	4.851	4.849	4.848	4.870	4.878	4.882
1930	4.870	4.862	4.863	4.863	4.860	4.859	4.865	4.871	4.861	4.859	4.857	4.857
1931	4.855	4.857	4.859	4.860	4.864	4.865	4.857	4.852	4.842	3.886	3.719	3.372
1932	3.430	3.459	3.634	3.752	3.675	3.649	3.552	3.476	3.471	3.399	3.277	3.276
1933	3.372	3.422	3.436	3.507	3.938	4.141	4.043	4.603	4.660	4.667	5.136	5.118
1934	5.056	5.019	5.089	5.154	5.105	5.059	5.042	5.067	4.996	4.942	4.990	4.946
1935	4.895	4.875	4.776	4.835	4.890	4.936	4.956	4.971	4.933	4.908	4.925	4.929
1936	4.960	4.996	4.971	4.944	4.971	5.020	5.023	5.028	5.041	4.900	4.888	4.907
1937	4.968	4.894	4.885	4.916	4.939	4.935	4.966	4.933	4.961	4.956	4.994	4.997
1938	5.000	5.018	4.985	4.979	4.965	4.960	4.931	4.881	4.805	4.769	4.710	4.671
1939	4.669	4.587	4.680	4.681	4.682	4.683	4.682	4.609	4.049	4.030	4.030	4.030

¹ Bulletins mensuels du « London and Cambridge Economic Service ».

VIII

Les réserves-or des « Federal Reserve Banks »
(chiffres relevés à la fin des mois, en millions de dollars¹⁾)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1920						1,972	1,978	1,972	1,990	2,003	2,024	2,059
1921	2,106	2,140	2,211	2,318	2,409	2,462	2,531	2,641	2,726	2,800	2,849	2,992
1922	2,912	2,951	2,975	3,119	3,008	3,021	3,071	3,063	3,077	3,078	3,073	3,047
1923	3,076	3,073	3,059	3,082	3,112	3,095	3,101	3,106	3,113	3,111	3,101	3,080
1924	3,143	3,120	3,095	3,120	3,113	3,128	3,143	3,089	3,047	3,044	3,025	2,937
1925	2,910	2,878	2,848	2,848	2,817	2,790	2,783	2,767	2,760	2,763	2,746	2,701
1926	2,795	2,746	2,767	2,768	2,797	2,835	2,833	2,821	2,793	2,799	2,830	2,819
1927	2,937	2,976	3,010	3,029	2,982	2,998	3,023	2,998	2,964	2,922	2,805	2,733
1928	2,797	2,808	2,729	2,698	2,595	2,549	2,597	2,600	2,633	2,641	2,600	2,584
1929	2,637	2,677	2,701	2,791	2,813	2,858	2,924	2,945	2,983	3,004	2,987	2,857
1930	2,960	2,968	3,015	3,073	3,038	3,012	2,980	2,927	2,967	3,003	3,007	2,941
1931	3,062	3,070	3,115	3,161	3,250	3,409	3,431	3,486	3,138	2,738	2,929	2,988
1932	4,416a	4,354	4,390	4,367	4,152	3,919	3,977	4,088	4,193	4,264	4,340	4,508
1933	4,553	4,380	4,282	4,312	4,315	4,318	4,320	4,329	4,324	4,323	4,323	4,323
1934	4,036	7,438b	7,695	7,757	7,779	7,856	7,980	7,978	7,978	8,002	8,132	8,239
1935	8,391	8,527	8,567	8,710	8,858	9,115	9,143	9,203	9,368	9,693	9,920	10,135
1936	10,182	10,167	10,184	10,225	10,401	10,608	10,648	10,716	10,845	11,045	11,184	11,258
1937	11,558	11,436	11,374	11,799	11,990	12,318	12,446	12,567	12,741	12,803	12,774	12,760
1938	12,755	12,776	12,795	12,869	12,919	12,963	13,017	13,136	13,759	14,064	14,312	14,511
1939	14,681	14,874	15,258	15,791	15,957	16,110	16,237	16,645	16,925	17,091	17,347	

¹ Annaires Statistiques Internationaux de la Société des Nations.

a A partir de 1932, l'or en circulation et l'or de l'Etat sont compris dans les chiffres.

b A partir de février 1934, les chiffres ne contiennent pas l'or en circulation et sont évalués à la nouvelle parité.

Les réserves-or de la Banque de France
(chiffres relevés à la fin des mois, en millions de francs¹⁾)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1919				18,132	18,142	18,142	18,197	18,214	18,224	18,224	18,224	18,230
1920	18,240	18,246	18,256	18,256	18,266	18,266	18,269	18,273	17,913	17,933	17,952	17,978
1921	17,985	17,988	17,991	18,027	18,041	18,044	18,047	18,050	18,054	18,057	18,057	18,057
1922	18,060	18,060	18,063	18,067	18,070	18,073	18,076	18,083	18,086	18,086	18,090	18,093
1923	18,093	18,096	18,096	18,099	18,099	18,103	18,103	18,103	18,103	18,106	18,109	18,109
1924	18,112	18,112	18,116	18,116	18,119	18,119	18,122	18,122	18,122	18,122	18,126	18,126
1925	18,129	18,129	18,129	18,129	18,132	18,132	18,132	18,132	18,432	18,460	18,440	18,455
1926	18,498	18,518	18,484	18,508	18,518	18,518	18,518	18,518	18,528	18,533	18,538	18,548
1927	18,554	18,563	18,509	18,417	18,388	18,379	18,400	18,408	18,412	18,404	18,413	18,377
1928	18,401	18,403	18,400	18,409	18,419	56,235	58,353	62,301	61,765	63,314	63,845	64,618
1929	64,514	63,836	63,096	62,814	62,888	62,358	63,913	64,732	65,225	65,954	66,693	67,582
1930	68,611	68,525	68,192	67,946	69,336	69,654	72,046	72,818	74,001	76,399	77,834	79,725
1931	81,802	82,209	82,394	81,896	81,768	82,613	84,589	84,381	82,052	80,757	91,218	89,074
1932	90,430	90,186	89,465	89,662	88,471	88,438	87,649	87,629	87,658	87,992	88,195	87,500
1933	86,601	85,418	84,786	84,712	84,838	85,233	85,951	84,879	84,728	83,619	79,073	78,257
1934	78,185	75,042	75,681	76,822	79,560	80,705	81,408	83,119	83,243	83,407	83,057	83,087
1935	82,976	83,001	83,652	81,998	78,929	72,227	72,517	72,978	73,185	73,252	67,576	67,644
1936	66,547	67,098	66,884	63,242	58,448	55,296	56,212	55,761	51,366	65,830	65,825	61,820
1937	58,795	58,682	58,554	58,472	58,413	55,917	56,627	56,629	56,630	56,634	59,897	59,844
1938	59,804	56,681	56,652	56,637	56,621	56,612	56,591	56,575	56,572	56,571	88,152	88,086
1939	88,027	88,025	88,024	93,022	93,020	92,988	92,988	97,484	97,478	97,351	97,379	97,266

¹ Annaires Statistiques Internationaux de la Société des Nations.

à A partir d'août 1925, les avoirs de la Banque de France en devises étrangères sont compris dans les chiffres.

X

Le cours de la livre sterling à Paris
(moyennes mensuelles¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1919	26.00	26.00	26.60	28.10	29.00	29.00	31.00	33.00	35.50	36.10	38.20	41.80
1920	43.20	48.20	52.00	63.90	50.40	49.90	47.60	50.60	52.20	52.30	57.40	59.10
1921	58.20	54.10	55.40	54.40	47.50	46.80	46.50	47.10	51.10	53.50	55.30	53.10
1922	51.80	50.00	48.60	47.90	48.90	50.90	53.90	56.20	57.90	60.30	65.60	63.70
1923	69.70	76.40	74.90	69.90	69.70	73.30	77.80	80.70	77.80	76.00	79.70	82.90
1924	91.20	97.50	93.20	71.20	75.60	82.50	85.50	82.50	84.10	85.80	87.30	86.90
1925	88.60	90.40	92.10	92.40	94.10	102.00	103.50	103.60	102.80	109.20	122.60	129.60
1926	128.80	132.40	135.80	143.70	155.10	165.90	199.00	172.10	170.10	165.60	141.20	122.90
1927	122.60	123.60	124.00	124.00	124.00	124.00	124.00	124.00	124.00	124.00	124.00	124.00
1928	124.02	124.02	124.02	124.02	124.02	124.15	124.20	124.20	124.18	124.15	124.12	124.10
1929	124.09	124.24	124.25	124.21	124.13	124.00	123.88	123.89	123.87	123.87	123.86	123.88
1930	123.92	124.17	124.27	124.12	123.90	123.81	123.68	123.81	123.78	123.85	123.65	123.60
1931	123.83	123.95	124.13	124.29	124.35	124.24	123.89	123.93	115.42	99.07	94.73	85.83
1932	87.36	87.80	92.12	95.18	93.16	92.68	90.62	88.77	88.59	88.67	83.60	83.99
1933	80.12	87.30	87.48	87.25	85.54	86.10	85.17	83.87	80.36	80.12	82.33	83.56
1934	81.28	77.79	77.36	77.90	77.18	76.50	76.46	76.04	74.57	74.57	75.75	75.00
1935	74.34	73.93	72.12	73.27	74.22	74.66	74.81	75.00	74.86	74.50	74.80	74.71
1936	74.89	74.84	74.93	75.05	75.48	76.16	75.83	76.32	76.78	105.15	105.17	105.15
1937	105.15	105.11	106.20	109.39	110.39	110.81	130.46	132.85	140.40	147.92	147.19	147.17
1938	149.57	152.95	159.71	160.54	176.25	178.17	178.13	178.52	178.40	178.81	178.67	177.45
1939	177.03	176.99	176.85	176.75	176.74	176.74						

¹ Bulletins mensuels du « London and Cambridge Economic Service ».

XI

Le cours du dollar à Paris
(moyennes mensuelles¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1919	5.45	5.45	5.76	5.98	6.35	6.37	6.87	7.74	8.37	8.59	9.29	10.87
1920	11.70	14.30	14.00	16.20	14.60	12.60	12.30	14.00	14.80	15.30	16.70	16.90
1921	15.80	14.00	14.20	13.80	12.00	12.40	12.80	12.90	13.70	13.80	13.90	12.80
1922	12.30	11.50	11.10	10.80	11.00	11.50	12.10	12.60	13.10	13.60	14.60	13.80
1923	15.00	16.30	15.90	15.00	15.10	15.90	17.00	17.70	17.10	16.80	18.20	19.00
1924	21.40	22.60	21.70	16.40	17.40	19.10	10.60	18.40	18.90	19.10	19.00	18.50
1925	18.50	18.90	19.30	19.30	19.40	21.00	21.30	21.30	21.20	22.50	25.30	26.70
1926	26.50	27.20	27.90	29.60	31.90	34.10	41.00	35.40	35.00	34.20	29.10	25.30
1927	25.30	25.50	25.60	25.50	25.50	25.50	25.55	25.52	25.50	25.47	25.45	25.40
1928	25.44	25.44	25.41	25.40	25.40	25.40	25.53	25.59	25.60	25.60	25.59	25.58
1929	25.61	25.60	25.60	25.59	25.59	25.58	25.54	25.55	25.55	25.44	25.39	25.39
1930	25.45	25.54	25.55	25.52	25.49	25.48	25.42	25.42	25.46	25.49	25.46	25.45
1931	25.51	25.51	25.55	25.57	25.57	25.53	25.50	25.51	25.47	25.39	25.51	25.49
1932	25.45	25.39	25.43	25.36	25.33	25.40	25.50	25.52	25.52	25.48	25.51	25.62
1933	23.62	25.49	25.40	24.36	21.70	20.77	18.25	18.62	17.23	17.13	19.97	16.31
1934	16.06	15.45	15.19	15.11	15.12	15.15	15.16	15.01	14.98	15.09	15.18	15.16
1935	15.19	15.17	15.10	15.15	15.18	15.13	15.10	15.09	15.17	15.18	15.18	15.16
1936	15.10	14.97	15.07	15.17	15.18	15.17	15.10	15.18	15.19	21.47	21.52	21.42
1937	21.42	21.48	21.73	22.25	22.35	22.46	26.26	26.66	28.36	29.85	29.44	29.45
1938	29.92	30.49	32.06	32.23	35.47	35.93	36.13	36.57	37.17	37.51	37.95	37.99
1939	37.92	37.77	37.74	37.76	37.75	37.74						

¹ Bulletins mensuels du « London and Cambridge Economic Service ».

XII

Les réserves-or de la « Reichsbank »

(chiffres relevés à la fin des mois, en millions de marks¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1919												
1920	1,090	1,092	1,092	1,755	1,515	1,116	1,110	1,104	1,096	1,094	1,090	1,090
1921	1,092	1,092	1,092	1,092	1,092	1,092	1,092	1,092	1,092	1,092	1,092	1,092
1922	986	996	997	1,001	1,003	1,004	1,005	1,024	1,024	994	994	995
1923	1,005	1,005	1,005	920	758	717	596	510	444	1,005	1,005	1,005
1924	467	465	465	442	442	462	484	516	578	467	467	467
1925	834	907	1,003	1,014	1,016	1,062	1,472 ^a	1,495	1,494	694	695	760
1926	1,673	1,843	1,972	1,883	1,880	1,817	1,988	1,991	2,120	1,555	1,609	1,611
1927	2,256	2,038	2,055	2,021	1,895	1,870	1,980	2,010	2,006	2,129	2,173	2,350
1928	2,161	2,170	2,120	2,209	2,315	2,334	2,384	2,443	2,576	2,012	2,139	2,147
1929	2,881	2,819	2,719	1,991	2,064	2,272	2,482	2,491	2,547	2,696	2,796	2,884
1930	2,694	2,828	2,883	2,893	2,942	3,078	2,880	2,988	2,649	2,588	2,637	2,687
1931	2,443	2,451	2,511	2,539	2,576	1,721	1,609	1,722	1,440	2,378	2,705	2,685
1932	1,093	1,077	1,021	990	992	962	894	925	929	1,276	1,175	1,156
1933	923	921	836	510	449	274	323	381	407	940	937	920
1934	383	340	345	212	136	77	78	79	79	414	408	395
1935	85	85	85	86	86	90	100	100	101	87	83	84
1936	82	77	77	75	75	77	77	75	69	94	93	87
1937	73	73	74	74	75	75	75	76	76	70	71	72
1938	76	76	76	76	76	77	76	76	77	76	76	77
1939	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77

¹ Annuaire Statistiques Internationales de la Société des Nations.^a A. partir de juillet 1925, les avoirs de la Reichsbank en devises étrangères sont compris dans les chiffres.

Le cours de la livre sterling à Berlin
(moyennes mensuelles ¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1925	20.68	20.05	20.07	20.15	20.39	20.41	20.41	20.40	20.30	20.34	20.35	20.37
1926	20.40	20.43	20.41	20.42	20.42	20.44	20.43	20.40	20.38	20.38	20.42	20.39
1927	20.46	20.46	20.47	20.49	20.50	20.49	20.45	20.43	20.43	20.41	20.42	20.43
1928	20.46	20.43	20.41	20.41	20.40	20.42	20.38	20.36	20.35	20.36	20.35	20.36
1929	20.40	20.45	20.45	20.47	20.41	20.34	20.36	20.36	20.36	20.40	20.39	20.38
1930	20.38	20.37	20.38	20.37	20.36	20.37	20.38	20.39	20.40	20.41	20.38	20.37
1931	20.42	20.44	20.41	20.41	20.43	20.49	20.47	20.47	19.07	16.37	15.68	14.17

¹ Volkswirtschaftliche Chronik, Jena (1925). Jahrbücher für National Ökonomie und Statistik, Jena. Bulletins mensuels du « London and Cambridge Economic Service ».

XIV

Le nombre indice des prix britanniques (Sauerbeck)
(moyennes trimestrielles¹)

	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
1885	-0.23	-0.31	-0.25	-0.31	1900	+3.07	+2.62	+2.52	+1.91
1886	-0.47	-0.87	-0.65	-0.33	1901	+1.01	+0.61	+0.45	+0.17
1887	-0.33	-0.58	-0.54	+0.23	1902	+0.20	+0.17	-0.03	-0.12
1888	+0.76	-0.09	+0.31	+1.11	1903	+0.16	-0.08	-0.25	-0.14
1889	+1.07	+0.59	+0.97	+1.82	1904	+0.27	-0.45	-0.56	-0.37
1890	+1.60	+1.22	+1.44	+1.28	1905	-0.47	-0.42	-0.03	+0.50
1891	+1.06	+0.90	+0.76	+0.63	1906	+0.81	+1.23	+1.24	+1.90
1892	+0.39	+0.23	-0.25	+0.14	1907	+2.15	+2.15	+1.35	+0.28
1893	+0.47	-0.09	+0.05	+0.44	1908	-0.64	-1.28	-1.40	-1.24
1894	-0.37	-0.78	-1.01	-1.47	1909	+2.11	-1.34	-1.12	-0.71
1895	-1.79	-1.22	-0.68	-0.58	1910	-0.50	-0.61	-0.56	-0.19
1896	-0.86	-1.27	-1.40	-1.07	1911	-0.09	-0.08	-0.61	-0.68
1897	-1.26	-1.49	-1.34	-1.59	1912	-0.36	+0.11	+0.50	+0.81
1898	-1.48	-0.98	-1.09	-1.03	1913	+0.73	+0.48	+0.48	+0.25
1899	-0.41	-0.03	+0.75	+2.05					

¹ W. Edwards Beach. — *Op. cit.*, p. 42 et 43.

Le niveau général des prix britanniques
(moyennes mensuelles, 1913 = 100¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1920	296.6	310.3	319.0	325.2	325.5	322.4	316.9	313.1	311.4	302.3	286.9	263.8
1921	245.9	225.2	210.8	204.8	201.7	197.7	194.1	190.0	187.0	180.7	172.8	107.9
1922	164.0	161.8	160.0	160.3	160.6	159.9	160.3	156.3	154.3	155.2	157.6	155.8
1923	157.0	157.5	160.3	162.0	159.8	159.3	156.5	154.5	157.8	158.1	160.8	163.4
1924	165.4	167.0	165.4	164.7	163.7	162.6	162.6	165.2	166.9	170.0	169.8	170.1
1925	171.0	168.7	166.0	161.9	158.6	157.2	156.9	156.2	155.1	153.9	152.7	152.1
1926	150.1	147.6	144.1	143.6	144.9	146.9	149.1	149.8	150.9	152.1	152.4	146.1
1927	143.8	142.6	140.8	139.9	141.4	142.1	141.4	141.3	142.6	141.8	141.1	140.4
1928	141.3	140.1	140.6	143.1	143.6	142.6	141.1	139.3	137.6	138.1	137.9	138.1
1929	138.3	138.4	140.3	138.6	135.8	135.6	137.4	136.0	135.8	135.1	134.0	132.5
1930	131.0	127.8	124.5	123.7	121.8	120.7	119.2	117.7	115.5	113.0	112.0	108.9
1931	107.0	106.1	106.0	105.8	104.4	103.2	102.2	99.5	99.2	104.5	106.5	105.9
1932	106.0	105.4	104.7	102.4	100.7	98.0	97.7	99.6	102.1	101.1	101.1	101.0
1933	100.3	98.9	97.6	97.2	99.2	101.7	102.3	102.5	103.0	102.6	102.8	102.8
1934	104.5	105.3	103.8	102.8	102.4	103.6	103.4	105.5	105.2	104.1	104.1	104.4
1935	104.5	104.2	102.9	103.5	104.4	104.6	104.2	104.6	105.9	107.8	107.9	108.2
1936	108.5	108.4	108.4	108.7	108.7	100.5	110.7	112.6	113.6	115.4	116.2	119.2
1937	121.7	122.8	126.9	128.9	130.9	130.8	131.8	131.7	131.5	130.8	128.3	127.2

XVI

Le niveau général des prix français
(moyennes mensuelles, 1913 = 100¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1919	348	341	336	333	326	329	349	348	360	382	406	422
1920	488	523	556	588	551	494	497	502	527	503	402	436
1921	407	378	361	348	330	326	331	332	345	332	333	326
1922	315	307	308	315	317	326	326	332	330	338	352	362
1923	387	423	425	415	407	409	407	414	424	421	441	457
1924	492	542	497	448	457	464	479	475	484	495	502	505
1925	513	513	512	511	518	541	555	555	554	570	603	630
1926	631	634	629	648	695	736	834	767	784	747	682	624
1927	620	629	639	634	627	621	618	615	598	585	592	602
1928	604	607	621	622	630	624	622	615	617	615	623	621
1929	628	636	637	625	621	609	611	595	596	588	582	574
1930	561	562	551	546	540	531	536	530	522	507	492	485
1931	482	480	480	483	468	466	455	444	426	413	407	403
1932	404	411	416	415	411	398	394	384	387	383	382	380
1933	380	380	375	375	372	386	387	384	377	375	374	379
1934	378	375	371	369	363	364	353	354	352	343	341	335
1935	341	341	335	338	345	335	326	335	337	342	345	348
1936	355	368	370	365	368	363	379	386	397	441	462	487
1937	500	505	524	520	516	525	565	577	603	596	576	586
1938	597	599	604	604	628	637	636	628	631	638	641	650
1939	660	661	665	666	676	669						

1 Bulletins mensuels du « London and Cambridge Economic Service ».

Le niveau général des prix américains « Bureau of Labor Statistics »
(moyennes mensuelles, 1926 = 100¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1919	134.4	129.8	131.3	133.0	135.3	135.6	141.1	144.3	141.1	141.6	144.5	150.5
1920	157.7	157.1	158.6	165.5	167.2	166.5	165.8	161.4	155.2	144.2	133.4	120.7
1921	114.0	104.9	102.4	98.9	96.2	93.4	93.4	93.5	93.4	94.1	94.2	92.9
1922	91.4	92.9	92.8	93.2	96.1	96.3	99.4	98.6	99.3	99.6	100.5	100.7
1923	102.0	103.3	104.5	103.9	101.9	100.3	98.4	97.8	99.7	99.4	98.4	98.1
1924	99.6	99.7	98.5	97.3	95.9	94.9	95.6	97.0	97.1	98.2	99.1	101.5
1925	102.9	104.0	104.2	101.9	101.6	103.0	104.3	103.9	103.4	103.6	104.5	103.4
1926	103.2	102.0	100.6	100.3	100.5	100.4	99.5	99.1	99.7	99.4	98.4	97.9
1927	96.5	95.8	94.7	94.1	94.2	94.1	94.3	95.2	96.3	96.6	96.3	96.4
1928	96.4	95.8	95.5	96.6	97.5	96.7	97.4	97.6	98.6	96.7	95.8	95.8
1929	95.9	95.4	96.1	95.5	94.7	95.2	96.5	96.3	96.1	95.1	93.5	93.3
1930	92.5	91.4	90.2	90.0	88.8	86.8	84.4	84.3	84.4	83.0	81.3	79.6
1931	78.2	76.8	76.0	74.8	73.2	72.1	72.0	72.1	71.2	70.3	70.2	68.6
1932	67.3	66.3	66.0	65.5	64.4	63.9	64.5	65.2	65.3	64.4	63.9	62.6
1933	61.0	59.8	60.2	60.4	62.7	65.0	68.9	69.5	70.8	71.2	71.1	70.8
1934	72.2	73.6	73.7	73.3	73.7	74.6	74.8	76.4	77.6	76.5	76.5	76.9
1935	79.0	80.0	79.0	80.0	80.0	80.0	79.0	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0
1936	80.6	80.6	79.6	79.7	78.6	79.2	80.5	81.6	81.6	81.5	82.4	84.2
1937	85.9	86.3	87.8	88.0	87.4	87.2	87.9	87.5	87.4	85.4	83.3	81.7
1938	80.9	79.8	79.7	78.7	78.1	78.3	78.8	78.1	78.3	77.6	77.5	77.0
1939	76.9	76.9	76.7	76.2	76.2	75.6	75.4	75.0	79.1	79.4		

¹ « Harvard Economic Society ». — « The Review of Economic Statistics », août 1935, p. 54.
« Federal Reserve Bulletins ».

XIX

Le nombre-indice de la production britannique
(moyennes trimestrielles, 1924 = 100 ¹)

	I	II	III	IV
1920	120.2	114.2	115.3	105.1
1921	89.6	54.4	86.7	86.6
1922	85.9	88.3	94.8	93.5
1923	98.4	97.7	91.9	102.8
1924	98.6	99.9	98.0	103.8
1925	102.5	98.2	90.2	99.2
1926	102.3	71.9	57.4	69.8
1927	110.8	108.1	106.0	107.5
1928	105.6	103.6	95.5	105.2
1929	108.3	111.0	108.2	114.8
1930	109.6	100.9	90.7	92.7
1931	85.1	80.6	81.1	90.5
1932	91.3	83.2	77.8	87.1
1933	88.0	88.8	87.9	97.4
1934	102.5	102.6	96.8	105.2
1935	104.0	108.4	104.5	116.5
1936	116.3	118.4	114.6	122.2
1937	119.6	126.5	121.3	128.7
1938	122.8	108.1	99.3	108.8

¹ Bulletins mensuels du « London and Cambridge Economic Service ».

XX

La production industrielle aux Etats-Unis
(moyennes mensuelles, 1923-1925 = 100¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1920	95	95	93	88	90	91	89	89	86	83	76	72
1921	67	66	64	64	66	65	65	67	68	71	71	70
1922	73	76	80	77	81	85	85	83	88	93	97	100
1923	99	100	103	106	106	106	104	103	100	99	98	97
1924	100	102	100	95	89	85	84	89	94	95	97	101
1925	106	104	103	102	102	102	103	103	101	104	107	109
1926	106	105	106	107	106	108	108	110	111	111	110	107
1927	107	108	110	108	109	107	106	106	104	102	101	102
1928	107	109	108	108	108	108	109	110	113	115	117	118
1929	119	118	118	121	122	125	124	121	121	118	110	103
1930	106	107	103	104	102	98	93	90	88	86	84	84
1931	83	86	87	88	87	83	82	78	76	73	73	74
1932	72	69	67	63	60	59	58	60	66	67	65	66
1933	65	63	59	66	78	91	100	91	84	76	72	75
1934	78	81	84	86	86	84	76	73	71	74	75	86
1935	90	90	88	86	85	87	86	88	91	95	96	101
1936	97	94	93	101	101	104	108	108	109	110	114	121
1937	114	116	118	118	118	114	114	117	111	102	88	84

¹ 24^eme rapport annuel du « Federal Reserve Board » 1938, p. 174 à 179.

L'emploi aux États-Unis

(moyennes mensuelles, 1923-1925 = 100¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1920	116.9	114.8	115.3	114.2	112.1	111.1	108.9	107.6	105.2	101.9	96.0	89.0
1921	82.0	83.0	83.0	82.0	82.4	81.4	80.4	80.9	82.0	82.0	83.0	83.4
1922	84.1	85.2	86.0	85.6	87.9	89.8	87.6	89.7	92.0	95.1	98.0	100.2
1923	102.3	102.7	104.2	104.7	106.0	107.0	105.9	105.3	104.3	103.0	103.3	101.9
1924	101.4	102.0	100.5	100.0	97.0	93.9	91.7	91.7	92.8	94.0	94.0	96.0
1925	98.0	98.4	98.0	99.0	98.8	98.9	99.4	100.0	99.8	101.0	102.1	102.4
1926	102.4	102.1	101.8	101.4	101.2	101.2	100.5	100.7	101.0	101.7	101.4	100.9
1927	100.0	99.9	99.8	100.0	99.4	99.5	99.2	98.7	98.4	97.6	97.1	96.5
1928	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0	98.0	98.0	99.0	100.0	100.0	101.0	102.0
1929	103.0	104.0	104.0	105.0	105.0	106.0	107.0	107.0	106.0	105.0	103.0	101.0
1930	99.0	98.0	97.0	96.0	94.0	93.0	90.0	88.0	87.0	86.0	84.0	83.0
1931	82.0	81.0	81.0	80.0	80.0	78.0	78.0	77.0	75.0	73.0	72.0	72.0
1932	71.0	71.0	69.0	67.0	65.0	63.0	61.0	62.0	63.0	65.0	65.0	65.0
1933	64.0	64.0	61.0	63.0	66.0	71.0	76.0	79.0	81.0	81.0	80.0	78.0
1934	78.0	81.0	84.0	85.0	86.0	85.0	83.0	83.0	78.0	81.0	81.0	82.0
1935	84.0	85.0	86.0	86.0	85.0	84.0	85.0	86.0	86.0	87.0	88.0	89.0
1936	89.0	87.9	88.0	89.0	90.0	90.0	93.0	93.0	94.0	94.0	96.0	99.0
1937	99.0	100.0	101.0	102.0	102.0	101.0	103.0	102.0	101.0	98.0	94.0	89.0

1 24^{me} rapport annuel du « Federal Reserve Board » 1938, p. 174 à 179.

**Le montant de « United States Securities » en possession des
« Federal Reserve Banks »
(moyennes mensuelles en millions de dollars¹)**

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1922	238	357	459	520	603	591	547	497	486	448	325	380
1923	421	356	310	229	193	153	97	90	102	91	83	106
1924	118	135	244	274	324	416	407	539	575	585	588	554
1925	464	384	376	355	361	345	338	329	335	328	332	359
1926	368	335	336	371	398	408	380	353	316	306	302	322
1927	310	307	345	341	291	398	381	439	501	506	579	606
1928	512	406	415	351	257	232	213	210	240	237	238	263
1929	229	184	197	165	153	179	147	155	165	154	315	446
1930	485	480	540	530	529	571	583	599	597	602	599	644
1931	047	603	604	600	599	610	674	712	736	733	727	777

¹ Les rapports annuels du « Federal Reserve Board ».

La moyenne des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis
(moyennes mensuelles¹)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
1919	5.71	5.61	5.64	5.70	5.61	5.68	5.73	5.68	5.68	5.79	5.90	5.94
1920	6.10	6.29	6.36	6.50	6.55	6.72	6.92	6.88	6.94	6.93	6.99	6.83
1921	6.93	6.96	6.92	6.89	6.87	6.76	6.64	6.51	6.44	6.35	6.18	6.04
1922	5.87	5.80	5.67	5.51	5.37	5.30	5.30	5.12	5.10	5.17	5.29	5.30
1923	5.23	5.30	5.38	5.50	5.48	5.43	5.48	5.52	5.55	5.54	5.52	5.45
1924	5.45	5.33	5.30	5.25	5.14	4.90	4.72	4.56	4.62	4.66	4.60	4.73
1925	4.66	4.75	4.86	4.85	4.81	4.82	4.84	4.85	4.95	5.02	5.03	5.08
1926	5.01	5.05	5.03	5.01	4.95	4.80	4.83	4.92	5.08	5.13	5.07	5.10
1927	5.00	4.94	4.89	4.91	4.93	4.91	4.87	4.78	4.78	4.80	4.76	4.82
1928	4.81	4.79	4.87	4.98	5.13	5.35	5.55	5.66	5.79	5.79	5.77	5.89

¹ Winfield W. Riefler. — *Money Rates and Money Markets in the United States*, p. 232 à 236.

BIBLIOGRAPHIE

- ABOZZIA, Zia-Eddine. — *L'étalon de change-or* (thèse). Liège, 1936.
- AFTALION, Albert. — *Monnaie et industrie*. Paris, 1929.
- *L'or et sa distribution mondiale*. Paris, 1932.
- *L'équilibre dans les relations économiques internationales*. Paris, 1937.
- ANSIAUX, Maurice. — *Principes de la politique régulatrice des changes*. Bruxelles, 1910.
- *La défense de la saine monnaie*. Liège, 1934.
- *Comment se pose actuellement la question des étalons de valeur ?* « Revue d'Economie Politique », 1938.
- ARGENTI, N. — *The British Exchange Equalisation Fund*. « Bankers Magazine », janvier-février 1938.
- BAGEHOT. — *Lombard Street*. Londres, 1920.
- BAUDIN, Louis. — *L'Angleterre nouvelle d'après les discours de ses banquiers : Protectionnisme et monnaie dirigée*. « Revue d'Economie Politique », 1932.
- *La monnaie : ce que tout le monde doit en savoir*. Paris, 1938.
- *La monnaie et la formation des prix* (2^{me} édition). Paris, 1947.
- BAUMGARTNER, W. — *Le Rentenmark* (thèse). Paris, 1925.
- BEACH, H. Edwards. — *British international gold movements and banking policy 1881-1915*. Cambridge, 1935.
- BECKHART, B. H. — *Discount policy of the Federal Reserve System* (thèse). New-York, 1924.
- BELLERBY, J. R. — *The monetary policy of the future*. « The Economic Journal », 1924.
- BIANCHINI, Giuseppe. — *Les mouvements internationaux de capitaux*. « L'Europe Nouvelle », 18 avril 1931.
- BLUMENFELD, Henri. — *Les capitaux migrants* (thèse). Toulouse, 1941.
- BONNET, George-Edgar. — *Les expériences monétaires contemporaines*. Paris, 1926.
- *La politique monétaire anglaise d'après guerre*. Paris, 1934.
- BRANCHU, Y. L. — *Essai sur le Gold Exchange Standard*. Paris, 1933.
- BURGESS, Randolph. — *The Reserve Banks and the money markets* (revised edition). New-York, 1936.
- CASSEL, Gustave. — *The nature and necessity of interest*. Londres, 1933.
- *Traité d'Economie Politique* (traduit de l'allemand par Henri Laufenbourger). Paris, 1929.
- *La monnaie et le change après 1914*. Paris, 1923.
- CATIFORIS, S. J. — *La crise de la monnaie anglaise 1931* (2^{me} édition). Paris, 1934.

- CAUBOUÉ, Pierre. — *Les banques et déflation*. « Revue Politique et Parlementaire », juillet-septembre 1932.
- *Les variations du taux de l'escompte et les récents événements monétaires*. « Journal de la Société de Statistique de Paris », décembre 1933.
 - *Les variations du taux de l'escompte de 1921 à 1934*. Paris, 1934.
- COLE, G. D. H. — *British trade and industry : past and future*. Londres, 1932.
- COMSTOCK, A. — *British Exchange Equalisation Account*. « American Economic Review », 1933.
- CRUMP, M. — *The Development of Exchange Funds*. « Lloyds Bank Monthly Review », janvier 1937.
- DELAISI, François. — *La bataille de l'or*. Paris, 1933.
- DESCHAMPS, H. — *Les changes*. Paris, 1916.
- EINZIG, Paul. — *Gold points and central Banks*. « The Economic Journal », 1929.
- *The Exchange Equalisation Accounts-New Tactics*. « The Banker », mai 1936.
- ELMENDORFF, Willy. — *Die Diskont-politik der Bank von England während des Krieges 1914-1919* (thèse). Duisburg, 1927.
- EMANOIL, Cristian. — *Les variations du taux de l'escompte en France* (thèse). Paris, 1932.
- FILIPPI, Jean. — *La stabilisation des prix. — L'expérience des Etats-Unis*. Paris, 1929.
- FISCHER, Irving. — *Stabilised money*. Londres, 1935.
- FOSTER, W. T., CATCHINGS, W. — *Money*. Boston, 1923.
- *Profits*. Boston, 1925.
 - *The road to plenty*. Boston, 1928.
- GARDEL, Henri. — *La monnaie et le change*. Paris, 1941.
- GAYER, Arthur D. — *Monetary policy and economic stabilisation. — A study of the gold standard*. Londres, 1935.
- GIDE, Charles. — *Cours d'économie politique* (10^{me} édition). Paris, 1930.
- GOLDENWEISER, E. A. — *Federal Reserve System in operation*. New-York, 1925.
- GOSCHEN, G. J. — *Théorie des changes étrangers* (traduit de l'anglais par Léon Say; 4^{me} édition). Paris, 1896.
- HABERLER, Gottfried. — *Prosperité et dépression* (3^{me} édition). Genève, 1943.
- HAMEL, Joseph. — *Banque et opérations de banque*. Paris, 1933.
- HARDY, Charles O. — *Credit policies of the Federal Reserve System*. Washington, 1932.
- HARRIS, J. S. — *Twenty years of Federal Reserve policy*. Cambridge, 1933.
- HAWTREY, R. G. — *Good and bad trade*. Londres, 1913.
- *Trade and credit*. Londres, 1928.
 - *Art of Central Banking*. Londres, 1932.
 - *Trade depression and the way out*. « Edition nouvelle », Londres, 1933.
 - *La circulation monétaire et le crédit* (traduit de l'anglais par Georges Gaustel et Léonard Rist). Paris, 1935.
 - *Capital and employment*. Londres, 1937.

- HAWTREY, R. G. — *A Century of Bank Rate*. Londres, 1938.
— *Economic destiny*. Londres, 1944.
— *The Gold standard in theory and practice* (5me édition). Londres, 1947.
— *Monetary aspects of the economic situation*. « The American Economic Review », 1948.
- HEILPERIN, Michel-A. — *Monnaie, crédit et transfert*. Paris, 1932.
- HERMANT, Max. — *Causes et effets des variations du taux de l'escompte*. « Revue Politique et Parlementaire », juillet 1925.
- HOBSON. — *The industrial system*. Londres, 1910.
— *Economics of unemployment*. Londres, 1922.
— *Rationalisation and unemployment*. Londres, 1930.
- HORWITZ, Paula. — *Les Fonds d'égalisation des changes* (thèse). Lausanne, 1940.
- ICARD, G. — *Un nouveau régime monétaire : The Gold Exchange Standard* (thèse). Montpellier.
- JACK, D. J. — *The Restoration of European Currencies*. Londres, 1927.
- KEYNES, J. M. — *Official Papers by Alfred Marshall*. Londres, 1926.
— *A treatise on money*. Londres, 1930.
— *Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie* (traduit de l'anglais par Jean de Largentaye). Paris, 1942.
- KINDLEBERGER. — *International short term capital movements*. New-York, 1937.
- KING, Willford I. — *The causes of economic fluctuations*. New-York, 1938.
- KOCK, Karin. — *A study of interest rates*. Londres, 1929.
- KRIZ, Miroslav. — *Les opérations des Banques d'émission sur le marché libre* (thèse). Paris, 1938.
- LACOUT, George. — *Le retour à l'étalon-or. La politique monétaire d'Angleterre (1914-1926)*. Paris, 1926.
- LAWRENCE, J. S. — *Stabilisation of prices. A critical study of the various plans proposed for stabilisation*. New-York, 1928.
- LAZARD, Jean-Pierre. — *La politique monétaire anglaise d'après guerre*. « Revue Politique et Parlementaire », mai-juin 1926.
- LESCURE, Jean. — *Des crises générales et périodiques de surproduction* (4me édition). Paris, 1932.
- LEWINSOHN, Richard. — *Histoire de la crise 1929-1934*. Paris, 1934.
- LIESSE, André. — *Production. — Monnaie et prix*. « L'Economiste français », 19 juillet 1930.
- LOUBET, Paul. — *La Banque de France et l'escompte* (thèse). Paris, 1900.
- Von LUMM. — *Politique d'escompte*. « Revue Economique Internationale », juin 1912.
- MARGET, W. — *The theory of prices*. New-York, 1938.
- MARKOVITCH, Tihomias J. — *Les théories modernes de la sous-consommation*. Paris, 1938.
- MARSHALL, Alfred. — *Money, credit and commerce*. Londres, 1923.
- MARTIN, Germain. — *La stabilisation des prix. — La monnaie dirigée*. « Journal des Economistes », décembre 1927.
- MEYNIAL, P. — *La vie économique aux Etats-Unis*. « Revue d'Economie Politique », 1929.

- MLYNARSKI, Feliks. — *Gold and Central Banks*. New-York, 1929.
- *La réforme de l'Etalon Change-or*. «Revue d'Economie Politique», 1932.
 - *La crise de l'Etalon de Change-or*. «Revue d'Economie Politique», 1932.
- NATHAN, Roger. — *L'or, la France et l'Angleterre*. «L'Europe Nouvelle», 10 janvier 1931.
- NOOARO, Bertrand. — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*. Paris, 1935.
- *Cours d'économie politique* (3me édition). Paris, 1946.
- OUALID, William. — *Les causes de l'afflux de l'or en France. L'opinion d'un Français*. «L'Europe Nouvelle», 18 avril 1931.
- PETER, Fritz-Ernest Carl. — *Die Diskont und Kredit Politik des Bundes-reservesystems der Vereinigten Staaten von Amerika* (thèse). Berlin, 1928.
- PETRITZKI, M. — *Le Gold Exchange Standard* (thèse). Paris, 1933.
- PHILLIPS, C. A., MANUS, T. F., Mc. NELSON, R. W. — *Banking and the business cycle*. New-York, 1937.
- PIGOU, Arthur C. — *Industrial fluctuations*. Londres, 1927.
- PIROU, Gaëtan. — *L'économie dirigée. Expériences et plans*. «Revue d'Economie Politique», 1934.
- *Traité d'économie politique, tome II. Le mécanisme de la vie économique*. — *La monnaie*. Paris, 1945.
- POLEJINA, V. — *Les Fonds d'égalisation des changes*. Paris, 1939.
- POMMERY, Louis. — *Le marché de Paris et les acceptations de banque*. «Revue d'Economie Politique», 1929.
- POUYANNE, H. — *Le crédit par acceptation à Londres*. «Revue d'Economie Politique», 1930.
- *La vie économique en Grande-Bretagne*. «Revue d'Economie Politique», 1936.
- REDOUIN, Alfred. — *Les problèmes économiques et la politique de crédit en Grande-Bretagne*. «Revue Politique et Parlementaire», avril 1937.
- REED, Harold L. — *Federal Reserve Policy 1921-1930*. New-York, 1930.
- REINHARD, Paul. — *Die diskontpolitik der Deutschen Reichsbank seit 1914* (thèse). Würzburg, 1927.
- RIEFLER, Winfield W. — *Money rates and money markets in the United States*. New-York, 1930.
- RIST, Charles. — *Théories relatives à l'action de l'or et du taux d'escompte sur le niveau général des prix*. «Revue d'Economie Politique», 1935.
- *Les Fonds d'égalisation des changes et leur action sur les prix et sur l'activité économique*. «Revue d'Economie Politique», 1938.
- RIVAUD, A. — *Le redressement de l'Allemagne*. Colin, 1938.
- ROBBINS, Lionel. — *La grande dépression 1929-1934* (traduit de l'anglais par Pierre Coste). Paris, 1935.
- ROBERTSON, D. H. — *The trade cycle*. «Encyclopedia Britannica», 14th. ed., vol. 22, p. 354.
- *How do we want gold to behave*. Dans le volume collectif «The International gold problem», publié sous les auspices du «Royal Institute of International Affairs», Londres, 1931.

- ROSENTHAL, Narcisse. — *La politique d'escompte de la Banque de France depuis 1914* (thèse). Paris, 1926.
- ROYOT, George. — *Les mouvements internationaux des capitaux*. « Journal de la Société de Statistique de Paris », avril 1933.
- SALTER, Sir Arthur. — *Recovery*. Londres, 1932.
- SCHACHT. — *Die Stabilisierung der Mark*. Berlin et Leipzig, 1927.
- SEDILLOT, René. — *Le drame des monnaies*. Paris, 1937.
- SIEGFRIED, André. — *La crise britannique au XXe siècle*. Paris, 1931.
- SOCIÉTÉ DES NATIONS. — *L'expérience monétaire internationale*. Genève, 1944.
- SOMMARRY. — *Bankpolitik*. Tübingen, 1915.
- SPAHR, W. E. — *The Federal Reserve System and the control of credit*. New-York, 1931.
- STEHÉLIN, J. — *La politique d'escompte de la Banque d'Angleterre* (thèse). Paris, 1933.
- THOMAS, Dorothy Swaine. — *An index of British business cycles*. « Journal of the American Statistical Association », mars 1926.
- TRAUB, Roger. — *Le contrôle des changes*. Paris, 1939.
- TRUPTIL, R. J. — *Les banques anglaises en 1936*. « Revue d'Economie Politique », 1937.
- WRIGHT, L. — *The history and mechanism of the Exchange Equalisation Account*. Cambridge, 1939.
- WICKSELL, Knut. — *Interest and prices*. Londres, 1936.
- *Lectures on political economy*. Londres, 1934.
- *The influence of the rate of interest on prices*. « Economic Journal », 1907.
- WILLIS, Henry Parker. — *The theory and practice of central banking*. New-York, 1936.
- WOLFF, R. — *Fonds d'égalisation des changes et la stérilisation de l'or*. « Revue d'Economie Politique », 1937.
- ZIMMERMAND, G. F. D. — *Bankrate and the money market in England, France, Germany, Holland and Belgium 1900-1931* (thèse). 1934.

DIVERS

- Federal Reserve Board. — Rapports annuels.
- Federal Reserve Bulletins.
- Harvard Economic Society. — *The Review of Economic Statistics*.
- Jahrbücher für National Ökonomie und Statistik, Jena.
- Hearings before the Committee on Banking and Currency, House of Representatives, sixty-ninth congress, first session, on H. R. 7895. « United States Government Printing Office », Washington, 1927.
- London and Cambridge Economic Service. — Bulletins mensuels.
- Monetary policy and the depression. — A first report on international monetary problems by a group of the Royal Institute of International Affairs. Londres, 1933.
- Société des Nations. — *Annuaire statistique international*.
- Statistical Abstract for the United Kingdom.
- Volkswirtschaftliche Cronik, Jena.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	9
PREMIÈRE PARTIE : LES THÉORIES	17
CHAPITRE I. <i>Les théories relatives à la politique d'escompte extérieure</i>	21
1. Généralités sur la valeur extérieure de la monnaie	21
2. L'influence du taux de l'escompte sur la valeur extérieure de la monnaie	24
3. L'évolution des théories	26
CHAPITRE II. <i>Les théories relatives à la politique d'escompte intérieure</i>	34
1. Les discussions sur la politique à suivre en matière de prix	34
2. Les discussions sur les mouvements de longue durée des prix et la naissance des théories relatives à la politique d'escompte intérieure	40
3. La théorie de Wicksell	45
4. La théorie de Cassel	53
5. La théorie de Hawtrey	56
6. La théorie de Keynes	60
7. Résumé de la « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie » de Keynes	67
DEUXIÈME PARTIE : LES FAITS	75
CHAPITRE III. <i>Aperçu de l'évolution économique entre les deux Guerres Mondiales</i>	79
1. La crise économique de 1920-1922	79
2. La spéculation boursière à Wall Street	80
3. La crise économique de 1929 et ses répercussions	83

CHAPITRE IV.	<i>Aperçu de l'évolution monétaire entre les deux Guerres Mondiales</i>	86
	1. La période de la restauration des monnaies	86
	2. La démonétisation de la monnaie allemande	88
	3. La revalorisation de la monnaie anglaise	90
	4. La dévaluation de la monnaie française	95
	5. La crise monétaire de 1931 et les dévaluations successives des monnaies	98
CHAPITRE V.	<i>Les résultats de la politique d'escompte extérieure</i>	106
	1. La politique d'escompte de la Banque d'Angleterre	107
	2. La politique d'escompte du Federal Reserve System	118
	3. La politique d'escompte de la Banque de France	122
	4. La politique d'escompte de la Reichsbank	125
CHAPITRE VI.	<i>Les résultats de la politique d'escompte intérieure</i>	131
	1. L'action des modifications du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre sur le niveau général des prix britanniques	131
	2. L'action des modifications du taux d'escompte de la Banque de France sur le niveau général des prix français	136
	3. L'action des modifications des taux d'escompte des Federal Reserve Banks sur le niveau général des prix américains; l'expérience de la « monnaie dirigée » du Federal Reserve System	138

TROISIÈME PARTIE : LES CRITIQUES 151

CHAPITRE VII.	<i>L'inefficacité et la nocivité de la politique d'escompte extérieure</i>	157
	1. Les répercussions néfastes de la politique sur la production et sur l'emploi	157
	2. « L'inefficacité à retardement » de la politique	160
	3. Les conditions de « l'efficacité immédiate » de la politique :	
	La nécessité d'une dépendance stricte du taux d'intérêt hors banque et du taux officiel	169
	4. La nécessité d'un écart entre le taux d'escompte national et les taux étrangers	177
	5. La solidité de la monnaie nationale	179
	6. Les mouvements spéculatifs des capitaux et la politique d'escompte	181

CHAPITRE VIII. <i>L'inefficacité et la nocivité de la politique d'es-</i> <i>compte intérieure</i>	184
1. Une répartition du revenu total — entre la consom- mation et l'épargne — proportionnelle à la répar- tition de la production totale — entre les biens de consommation et les biens d'investissement — est nécessaire à la stabilité des prix	184
2. L'impossibilité, par la politique d'escompte, de ren- dre proportionnelles ces deux répartitions et de stabiliser ainsi les prix	189
3. L'inefficacité de la politique d'escompte intérieure est attribuable aux lacunes de la théorie quanti- tative	192
4. La nocivité de cette politique	195
5. Une politique de crédit adéquate	197
6. Autres causes de l'inefficacité de la politique d'es- compte intérieure :	
La dépendance des prix nationaux des prix mondiaux	200
7. L'indépendance du taux d'intérêt hors banque du taux officiel	202
8. La difficulté d'influencer le volume de la cir- culation monétaire dans le sens désiré	203
9. La rigidité du système du « gold standard »	209
 CONCLUSIONS	 211
TABLEAUX	217
BIBLIOGRAPHIE	243
TABLE DES MATIERES	249

Achévé d'imprimer
le dix août mil neuf cent cinquante
sur les presses de Henri Messeiller
maître-imprimeur à Neuchâtel