

RÉPÉTITIONS ÉCRITES
Pour la Préparation de tous les
EXAMENS DE DROIT

1934-1935

DIPLOME D'ÉTUDES SUPERIEURES

ÉCONOMIE POLITIQUE

REPETITIONS ECRITES

D'

Économie Politique

rédigées d'après le Cours et avec l'autorisation

de

M. AFTALION

Professeur à la Faculté de Droit de Paris

119

"LES COURS DE DROIT"

RÉPÉTITIONS ECRITES & ORALES
RÉSUMES — PRÉPARATION A L'EXAMEN ECRIT

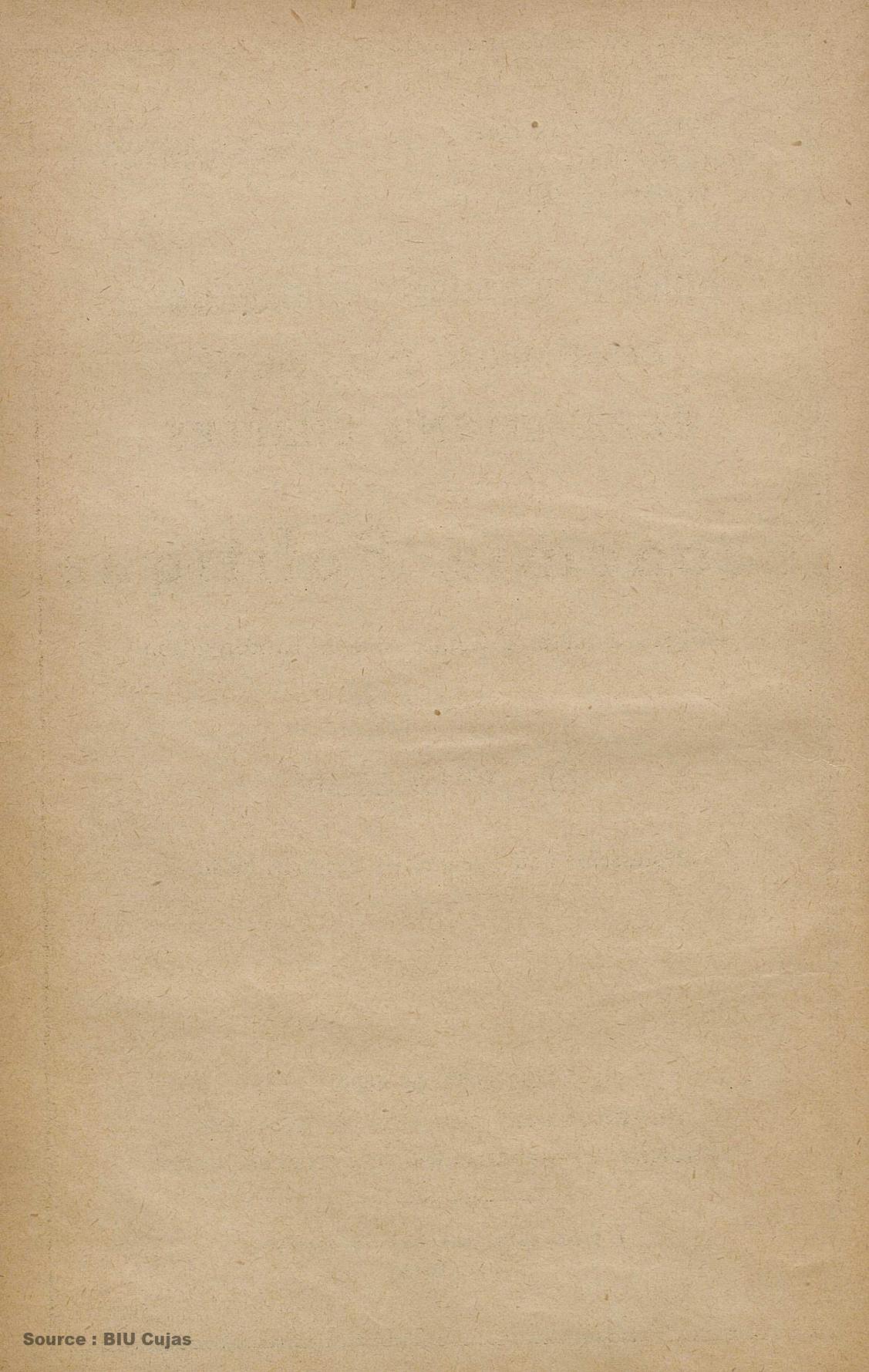
3, Place de la Sorbonne (au premier)

— PARIS —

BIBLIOTHEQUE CUJAS



D 060 320077 3



ECONOMIE POLITIQUE

(DOCTORAT)

-: -: -: -: -: -

Le programme de l'examen comporte en même temps que le programme de ce cours, l'Economie politique générale, aussi le Professeur engage très vivement les étudiants à revoir leurs cahiers de notes de licence pour refaire leur culture en Economie générale, parce qu'en même temps, qu'ils seront interrogés sur le cours, ils seront également interrogés sur l'Economie générale.

Comme l'interrogation d'Economie politique est affectée du coefficient 2, M. le Professeur Aftalion estime qu'il doit poser deux questions à chaque candidat, l'une sur le cours lui-même et l'autre sur l'Economie politique générale.

L'EQUILIBRE DE LA BALANCE
DES COMPTES ET LES THEORIES
ANGLO-AMERICAINES.

Au début du XIXème siècle deux grandes théories ont été exposées à cet égard, l'une en France par J.B. Say et l'autre en Angleterre par Ricardo. Toutes deux affirment la tendance de la balance des comptes à se remettre spontanément en équilibre; ces deux théories, surtout celle de Ricardo, ont reçu des développements, qui n'ont pas seulement complété la théorie primitive, mais y ont ajouté de nouvelles théories.

Ce sont ces théories anglo-américaines, qui feront l'objet du programme du cours de cette année. L'an dernier, M. Aftalion avait eu une plus grande ambition, il avait espéré traiter à la fois des théories de Ricardo et de ses successeurs et de la théorie de J.B. Say. Cette année, il reprendra la question et exposera ce qui concerne les théories de Ricardo et de ses successeurs. Il espère venir à bout de ce programme plus modeste, réservant pour l'année prochaine, la partie positive de ses développements. Après avoir étudié cette année les théories anglo-américaines, qui sont les théories régnantes sur la question, après avoir fait une étude critique, il fera l'année prochaine, une étude positive, en exposant quelle est, d'après lui, selon l'état des faits, selon les théories modernes, la théorie positive qu'on peut soutenir en cette matière.

Chapitre Ier

LA BALANCE DES COMPTES ET LA BALANCE.

DES PAIEMENTS.

Quand il s'agit d'étudier la théorie de l'équilibre de la balance des comptes, il faut examiner d'abord ce qu'il faut entendre par balance des comptes et par balance des paiements.

Il y a longtemps que l'attention a été appelée sur la balance économique.

<sup>'évolution
les concep-
tions sur l'é-
quilibre de
a balance.</sup> Les mercantilistes cherchaient à attirer le plus possible l'or et l'argent dans le pays et à les empêcher de sortir : toute sortie de métaux précieux était interdite. Mais bien vite on comprit que c'était là une politique à courte vue et qu'il fallait, non pas empêcher toute sortie de l'or et de l'argent, mais viser à ce qu'en fin de compte il entrât dans le pays plus d'or et d'argent qu'il n'en sortait. On comprit qu'il fallait s'inquiéter, non pas de chaque entrée ou de chaque sortie, mais de la balance commerciale, de la balance entre les entrées et les sorties de marchandises, entre les importations et les exportations.

Un peu plus tard, avec les néo-mercantilistes, on fait un pas de plus; on considère que la balance commerciale est elle-même une notion trop étroite qu'il faut s'inquiéter de quelque chose de plus large. Il peut y avoir intérêt par exemple à laisser sortir de l'or et de l'argent pour accroître l'afflux des étrangers dans le pays. Or, les dépenses de ces étrangers ne figurent pas dans la balance commerciale. Il faut donc s'attacher non pas à la balance commerciale, mais à la balance des comptes d'une façon générale, la balance des créances et des dettes d'un pays vis-à-vis de l'étranger. Il faut s'attacher, non seulement aux marchandises inscrites dans les registres de la douane, mais également aux mouvements invisibles de marchandises et aux échanges de services qui peuvent se faire entre un pays et l'étranger.

Aujourd'hui, le souci mercantiliste a en partie disparu. Non pas qu'on ne tienne à avoir beaucoup d'or dans le pays, mais si l'on s'enorgueillit de l'importance du stock d'or de la banque centrale, c'est parce que l'on estime que ce stock d'or assure

une plus grande solidité à la monnaie du pays. On tient à ce que la balance des comptes du pays se solde par un excédent et non pas par un déficit. En effet, s'il y a déficit de la balance des comptes il faudra, pour le payer, ou emprunter ou se démunir de son or, ou encore se démunir d'une partie des capitaux placés à l'étranger. Au contraire, si la balance des comptes est en excédent, il y aura un surplus qu'on pourra placer et qui viendra augmenter l'importance des placements nationaux au dehors.

Le problème de l'équilibre de la balance reste donc un problème important. Les théories dont on parlera par la suite, sont des théories intéressantes, puisqu'elles prétendent que l'équilibre de la balance tend à se rétablir automatiquement, qu'il n'y a pas à s'inquiéter de savoir comment évolue la balance, puisqu'automatiquement des forces entrent en action, qui rétablissent l'équilibre.

Qu'est-ce donc que la balance des comptes? Qu'est-ce donc que la balance des paiements? Quel est le sens des diverses notions de la balance?

La balance commerciale. Il y a une notion, qui est très claire, c'est celle de la balance commerciale. La balance commerciale, c'est la balance des importations et des exportations d'un pays avec l'étranger, telles que ces importations et ces exportations s'inscrivent dans les registres de la douane. Personne aujourd'hui ne confond la balance commerciale avec la balance des comptes. Tout le monde sait que la balance commerciale n'est qu'une partie de la balance des comptes. Néanmoins, on continue de se soucier beaucoup de l'état de la balance commerciale. Si celle-ci présente un déficit considérable, on craint pour la balance des comptes.

La balance commerciale de la France. Depuis longtemps, la balance commerciale française se solde presque toujours en déficit.

Avant la guerre, la balance commerciale de la France accusait, tous les ans, un déficit plus ou moins notable.

Pendant la guerre, le déficit a grossi démesurément, parce qu'il fallait pourvoir aux énormes besoins des armées et parce qu'aussi la production en France avait beaucoup fléchi, en raison de la grande masse de mobilisés. D'où de gros excédents d'importations, qui pour les quatre années de guerre, 1915 à 1918, atteignirent 60 milliards de francs or.

Après la guerre, on peut distinguer trois périodes : D'abord en 1919-1920 continuation des énormes déficits de la balance commerciale; il fallait refaire les approvisionnements du pays, reconstituer l'ouillage économique. Puis de 1921, à 1927, période de

déficits très faibles et même, à la fin de la période, pendant les années 1925, 1926, 1927, légers excédents. En 1927, l'excédent approche de deux milliards. A partir de 1928 commence une troisième période; au lieu d'un excédent de près de deux milliards, c'est un déficit qui, en 1928, atteint deux milliards, et qui augmente pour les années qui suivent. En 1931, il s'élève presque à douze milliards. Il est vrai que, pour 1934, le déficit à nouveau diminue. Si le mouvement commercial de la France pendant le mois de décembre 1934 ressemble au mouvement des onze premiers mois où le déficit a été de 5 milliards, le déficit total en 1934 de la balance commerciale française n'atteindra pas six milliards.

Les importations dans les statistiques sont plus élevées que les exportations.

On redoute ces aggravations du déficit de la balance commerciale. On a prédit que l'or allait fuir la Banque de France. En réalité, il n'en est rien; l'or à la Banque de France continue à atteindre des chiffres très considérables, largement supérieurs à ce qui est nécessaire pour la solidité de notre monnaie. Il ne faut pas exagérer l'importance de l'équilibre de la balance commerciale. Il y a bien d'autres pays, qui connaissent des déficits de même nature.

D'ailleurs il convient de remarquer que si l'on faisait le total des importations et des exportations de tous les pays, le total des importations serait supérieur à celui des exportations. En effet, tout ce qui est importation pour les uns est exportation pour les autres. Mais la valeur des importations se réfère à la valeur des marchandises arrivées dans le pays, après un certain transport. Si par exemple une marchandise vient du Brésil, si cette marchandise a coûté 1.000 frs au Brésil, et que le prix du transport soit 100, on inscrit aux exportations du Brésil une somme en monnaie brésilienne représentant 1.000 frs et en France on inscrira aux importations, non pas 1.000 frs, mais 1.100 frs, puisque la marchandise brésilienne, arrivée en France, vaut les 1.000 frs au départ augmentés des 100 frs de transport. La balance commerciale est donc un élément, l'élément principal de la balance des comptes, mais c'est le problème de l'équilibre de la balance des comptes qui seule nous intéressera.

Intérêt à distinguer. La balance des comptes et la balance des paiements.

A la différence de la balance commerciale, la balance des comptes et la balance des paiements sont, dans la science économique, des notions assez imprécises. Il y a des économistes, surtout à l'étranger, qui confondent balance des comptes et balance des paiements. Il y en a d'autres, au contraire, qui

séparent nettement ces deux notions, et c'est, à notre sens, ce qu'il faut faire.

La balance des comptes ne se réfère pas à une même réalité que la balance des paiements. La balance des comptes doit nous apprendre si un pays, au terme de l'année, a pu payer tout ce qu'il devait avec ses recettes normales. S'il a pu payer tout ce qu'il devait avec ses recettes normales, la balance des comptes est en équilibre. Mais il se peut qu'il n'en soit pas ainsi, que ses recettes ne lui aient pas suffi pour payer ce qu'il devait. Pour combler le déficit, il a dû, ou bien envoyer de l'or à l'étranger ou bien se priver d'une partie de ses placements au dehors, vendre des devises étrangères, liquider des valeurs étrangères qu'il détenait dans son portefeuille, ou bien encore il a été obligé d'emprunter au dehors, d'augmenter sa dette à l'égard de l'étranger. La balance des paiements, au contraire, nous renseignera simplement sur ce fait que le pays a pu payer ou non ce qu'il devait. Elle est en équilibre si le pays a payé par quelque moyen que ce soit, s'il a payé en empruntant ou sans emprunter, s'il a payé avec son or ou sans son or. Il y a donc intérêt à distinguer ces deux notions, la notion de balance des comptes et celle de balance de paiement. Il n'est pas indifférent de savoir si le pays a pu faire face à ses échéances avec ses recettes normales, ou si, au contraire, il a dû emprunter pour payer ou prélever sur ses placements anciens pour combler les dettes de l'année.

Une seconde raison de bien distinguer ces deux balances, balance des comptes et balance des paiements, c'est qu'en ce qui concerne la balance des paiements, l'équilibre est la règle. Il n'y a déséquilibre que s'il y a eu faillite de l'Etat ou faillite d'un grand nombre de citoyens de l'Etat vis-à-vis de l'étranger. Le déséquilibre n'est que l'exception. S'il n'y a pas eu insolvabilité cela implique que les personnes qui avaient des paiements à effectuer à l'étranger sont arrivées à les faire. Si elles n'ont pas payé en or, elles ont payé en empruntant. Si elles n'ont pas payé en or ou en empruntant, elles ont payé en vendant certaines des valeurs qu'elles possédaient sur l'étranger, en abandonnant une partie de leurs placements à l'étranger. Ainsi normalement la balance des paiements est en équilibre.

Au contraire, pour la balance des comptes le déséquilibre est la règle. Il est rare qu'une balance des comptes soit strictement en équilibre; elle est soit en excédent, soit en déficit. Il y a donc intérêt

à distinguer deux notions, dont l'une se réfère à une balance presque toujours en équilibre, et l'autre à une balance presque toujours en déséquilibre.

Enfin, il est encore utile de faire cette distinction, parce que lorsqu'on la fait, on sait plus nettement ce que l'on a à examiner. La grande obscurité de bien des controverses en économie politique vient de ce que l'on a affaire à des notions pas très nettement définies, et il arrive qu'au cours du raisonnement, sans qu'on s'en doute, on passe d'une notion à une autre, on s'appuie sur une notion tant que cette notion sert à la thèse soutenue, puis on passe à une autre notion, quand la première ne suffit pas pour étayer la thèse soutenue. Cela nuit à une discussion raisonnée de la matière.

Qu'est-ce que la balance des comptes ?

La balance des comptes d'une année donnée, c'est la balance des créances et des dettes nées des échanges de marchandises et de services dans l'année considérée et aussi des créances et des dettes, résultant d'opérations ou de faits antérieurs, qui donnent lieu normalement à règlement en intérêt ou en capital dans ladite année. Ainsi il y a deux parties principales dans la balance des comptes. En premier lieu, les créances et les dettes, nées des échanges de marchandises et de services dans l'année considérée. Et en second lieu les créances et les dettes résultant d'opérations antérieures, mais qui donnent normalement lieu à règlements dans l'année considérée. On exclut de la balance des comptes tout ce qui concerne les mouvements de capitaux, qui ne sont pas nécessités par les règlements normaux en intérêt ou en capital dans l'année considérée, c'est-à-dire les placements nouveaux en capitaux, la diminution du montant des placements faits à l'étranger ou l'augmentation de ces placements.

Les éléments de la balance des comptes.

I^e - Balance commerciale

La balance des comptes ainsi définie comprend plusieurs éléments. Le principal de ces éléments c'est la balance commerciale, la balance résultant des échanges de marchandises entre un pays et l'étranger, tels qu'ils résultent des livres de la douane.

La balance commerciale c'est la balance des échanges visibles de marchandises. Mais il peut y avoir des échanges invisibles de marchandises, et qui par conséquent ne figurent pas dans les livres de la douane.

Un second élément de la balance des comptes, ce sont les dépenses des nationaux à l'étranger et des étrangers dans le pays. Ces dépenses des nationaux

Dépenses des nationaux à l'étranger et des

**étrangers dans
le pays**

à l'étranger et des étrangers dans le pays, comportent pour une large part des échanges de marchandises mais de marchandises dont la douane ne tient pas compte. L'étranger, qui arrive dans un pays y achète des marchandises pour sa consommation personnelle ou pour les transporter chez lui. Ces marchandises ne figurent pas dans les livres de la douane; mais économiquement il s'agit d'opérations identiques que l'on vende à l'étranger en lui expédiant les marchandises ou qu'on lui vende dans le pays même. Il y a donc des exportations invisibles. Les dépenses des nationaux à l'étranger ou des étrangers dans le pays, comprennent aussi certains échanges de services. L'étranger qui va au théâtre ou chez son coiffeur achète des services. Il y a donc dans la balance des comptes deux catégories d'échanges de marchandises, ceux qui entrent dans la balance commerciale et ceux qui résultent des achats des étrangers dans le pays. Il y a en outre les dépenses des nationaux à l'étranger ou des étrangers dans le pays, qui représentent certains échanges de services.

**Le fret mari-
time**

Un troisième élément de la balance des comptes c'est le frêt maritime. Le frêt constitue un des éléments les plus importants en matière d'échanges de services. Le frêt maritime est le prix du transport des marchandises. Dans la balance des comptes, le prix du transport maritime, tant qu'il s'agit de transport de marchandises ne s'inscrit jamais au passif de la balance; Lorsqu'il figure dans cette balance il s'inscrit toujours à l'actif. Supposons qu'une marchandise soit importée en France et transportée sur un navire étranger. Il faut bien que l'importateur français paye aux étrangers le prix de ce transport maritime, mais il n'y a pas lieu de l'inscrire au passif de la balance. Le prix du transport qu'il a fallu payer à l'étranger est bien une source de dettes, mais cette source de dettes ne s'inscrit pas au passif de la balance des comptes, parce qu'elle est déjà inscrite dans la valeur de la marchandise importée. Si on a importé du Brésil en France une marchandise qui vaut au Brésil 1.000 frs, et si cette marchandise a été transportée sur un navire américain qu'il ait fallu payer 100 Frs pour ce transport, normalement la valeur de la marchandise importée s'élève à 1.100 frs, qui sont portés sur les livres de la douane. Il ne faut donc pas faire figurer dans la balance des comptes d'abord 1.100 frs au titre des marchandises importées et ensuite 100 frs au titre du transport maritime. Ces 100 frs étant déinscrits au passif de la balance commerciale, il n'y a pas lieu de les inscrire dans un autre poste de la

balance.

Mais si le transport a été effectué sur un bateau français, alors le prix du transport doit s'inscrire à l'actif de la balance des comptes, parce que les Français ont payé d'une part 1.100 frs, valeur de la marchandise importée et d'autre part des Français ont touché 100 frs pour effectuer ce transport, de sorte que la balance des comptes au passif ne doit comprendre que la différence entre 1.100 et 100. On doit inscrire 100 à l'actif de la balance des comptes au titre de frêt et 1.100 au passif au titre de la balance commerciale.

Les frais de transport maritime ne sont pas source de dettes à ajouter à la balance des comptes, quand il s'agit du transport de marchandises. Ils sont au contraire une source de dettes à porter au débit de la balance des comptes s'il s'agit de voyageurs transportés sur des navires étrangers.

Le quatrième élément de la balance des comptes, ce sont les revenus que l'on tire des services rendus aux étrangers, commissions de banquiers, droits d'auteur, honoraires d'artistes à l'étranger, et autres.

Le cinquième élément ce sont les envois des émigrants dans leur patrie. Il s'agit encore d'éléments relatifs à des services. Les émigrants rendent certains services dans le pays où ils émigrent; En échange, ils touchent des sommes dont ils dépensent une partie sur place. Cette partie ne sera pas inscrite dans la balance des comptes. Mais une autre partie est envoyée chez eux, dans leur famille. C'est cette partie qui s'inscrit au passif de la balance des comptes du pays où ils ont émigré et à l'actif de la balance de leur pays d'origine.

Le sixième élément, ce sont les revenus des capitaux placés à l'étranger. Les cinq éléments dont on a parlé précédemment entrent dans le premier groupe des créances et des dettes, que l'on a fait entrer dans la définition de la balance des comptes, créances et dettes, nées des échanges de marchandises et de services entre un pays et l'étranger. A côté de ce premier groupe il y en a un second, ce sont les créances et les dettes nées d'opérations antérieures, mais qui donnent lieu normalement à règlement en intérêts ou capital dans l'année considérée.

Le sixième élément de la balance des comptes, ce sont donc les revenus des capitaux placés à l'étranger. Dividendes, intérêts, parts de bénéfice.

Un septième élément ce sont les paiements par l'étranger de tout ou partie des capitaux empruntés, lorsque ces paiements viennent normalement à échéance dans

Revenus tirés
des services
rendus aux é-
trangers

Envois des émi-
grants dans
leur patrie

Les revenus des
capitaux pla-
cés à l'étran-
ger.

Remboursement
des capitaux
placés à l'é-
tranger ou des
dettes de l'é-
tranger

l'année considérée. Soit un Etat étranger, qui a contracté une dette en France, une dette amortissable. Tous les ans l'Etat débiteur paye une certaine annuité comprenant pour une part du revenu, l'intérêt du capital emprunté, et pour une part du capital la fraction du capital amorti; Cette annuité s'inscrit aussi dans la balance des comptes, non seulement pour la part qui représente l'intérêt, mais aussi pour celle qui représente le paiement du capital. Il en est de même pour les annuités que certains pays doivent à d'autres en raison de faits qui ne sont pas des emprunts. L'Allemagne devait aux Alliés au titre des réparations certaines annuités; ce que l'Allemagne a payé aux Alliés, s'inscrivait normalement dans la balance des comptes, à l'actif de la balance des comptes des alliés au passif de celle de l'Allemagne. De même pour les annuités au titre des dettes de guerre payées par la France à l'Angleterre et aux Etats-Unis; elles s'inscrivaient au passif de la balance des comptes de la France, à l'actif de la balance des comptes de l'Angleterre et des Etats-Unis.

La balance des comptes étant ainsi établie, elle se solde en définitive, soit par un excédent, soit par un déficit. S'il y a excédent de la balance des comptes cet excédent constitue une augmentation des placements du pays, cet excédent sera employé le plus souvent en des achats de valeurs au dehors, il sera employé à l'étranger. A moins qu'on ne préfère acquérir de l'or et alors l'excédent de la balance se traduira par l'acquisition de l'or. Si au contraire, il y a déficit de balance, il faudra payer ce déficit, soit par de l'or soit par une diminution des placements extérieurs anciens, en vendant en liquidant une partie de ces placements, soit enfin par des emprunts à l'étranger.

La place des importations et des exportations d'or dans la balance

En ce qui concerne l'or, la définition donnée ne résoud pas toutes les difficultés. Va-t-on englober dans la balance des comptes les importations et les exportations d'or comme le font certains ? Oui, si l'or importé sert exclusivement aux besoins industriels. Encore si l'or exporté est exporté par des pays producteurs d'or. Ces pays ont des mines d'or et ils exportent l'or produit comme d'autres exportent le charbon ou le pétrole. Dans ces deux cas, l'or doit bien entrer dans la balance des comptes. Mais lorsqu'il s'agit de pays comme les pays de l'Europe et à l'époque actuelle où l'on assiste surtout à des mouvements d'or pour des fins monétaires, il convient d'exclure ces mouvements d'or de la balance des comptes, et de les joindre aux mouvements des capitaux dans la balance des paiements.

Lorsqu'un pays comme la France, qui a bénéficié longtemps d'une balance des comptes en excédent, acquiert de l'or, ces acquisitions ne sont pas un élément de la balance des comptes; elles sont un emploi donné aux excédents de la balance des comptes. Lorsque inversement un pays envoie de l'or dans les autres pays pour payer le déficit de sa balance des comptes, il ne faut pas inscrire ces envois d'or dans cette balance, car ces envois d'or sont un moyen de combler le déficit de la balance des comptes. Il faut les inscrire dans la balance des paiements.

La balance des paiements

La balance des paiements, c'est la balance de toutes les créances et de toutes les dettes qui donnent lieu à règlement entre un pays et l'étranger. Elle comprend d'abord tout ce qui figure dans la balance des comptes et en outre les mouvements nouveaux de capitaux.

Sauf le cas de faillite, la balance des paiements est toujours en équilibre; Il faut, en effet, que soit réglée chacune des opérations, qui constituent l'ensemble de la balance. Sauf le cas d'insolvabilité déclarée, il a bien fallu que chaque importateur paye les marchandises qu'il a achetées. S'il n'a pas pu payer avec ses propres ressources, il a payé avec des capitaux empruntés au dehors. De même il a bien fallu que chaque touriste, qui voyage dans le pays, paye tout ce qu'il dépense avec ses propres capitaux, il le paye au moyen de capitaux d'emprunt. Si la balance des comptes d'un pays est en déficit, il a bien fallu que quelque chose vienne permettre au cours de l'année de régler ce déficit; il a bien fallu payer ce qu'on ne pouvait payer en marchandises, soit en envoyant de l'or, soit en empruntant des capitaux à l'étranger, soit encore en se défaissant des capitaux étrangers que l'on possédait; d'où diminution des placements nationaux à l'étranger. Inversement, si la balance des comptes d'un pays est en excédent, il faut bien que cet excédent ait trouvé un emploi. S'il n'a pas servi à acheter des marchandises, il faut qu'il serve, soit à acquérir de l'or, soit à effectuer des placements de capitaux à l'étranger sous forme d'achats de valeurs étrangères, sous forme de dépôts dans les banques, d'achats de devises étrangères. De toutes façons ainsi s'équilibre l'actif et le passif de la balance des paiements.

Normalement la balance des paiements est en équilibre

D'ordinaire, sauf le cas de faillite, ce qui importe pour la balance des paiements, ce n'est pas si l'équilibre s'est réalisé, car normalement il se réalise toujours, ce qui importe c'est comment il s'est réalisé; S'il s'est réalisé grâce à des importations

de capitaux, grâce à des emprunts extérieurs, on a augmenté la dette vis-à-vis de l'étranger. S'il s'est réalisé grâce à des placements à l'étranger, on a augmenté les créances que le pays possédait à l'étranger.

Cependant, il arrive que certains pays ne peuvent pas payer leurs dettes. La balance des paiements se révèle alors en déficit. Il y a un passif de la balance. Mais à l'actif manquent les éléments qui permettraient d'équilibrer la balance des paiements.

Dans ces dernières années, nous avons eu certains exemples à l'étranger de pays qui ne réussissaient pas à équilibrer leur balance des paiements.

Un exemple montrera l'utilité qu'il y a à distinguer balance des comptes et balance des paiements et précisera ce qu'il faut entendre par balance des comptes et balance des paiements, c'est l'exemple de la balance des comptes et de la balance des paiements en France en 1928 et en 1933.

La balance des comptes de la France avant la guerre

Avant la guerre, la balance des comptes de la France était généralement en excédent. Sa balance commerciale était en déficit, mais on comblait ce déficit de la balance commerciale par certains éléments actifs de la balance des comptes, principalement par les revenus des capitaux placés à l'étranger. De sorte qu'au total la balance des comptes de la France à l'égard de l'étranger présentait un excédent, qui nous servait pour partie à acquérir de l'or - la France a toujours eu beaucoup de goût pour l'or-. Et en même temps une partie de l'excédent de la balance des comptes était placée à l'étranger, se vait à augmenter nos placements au dehors.

En 1928, la balance des comptes de la France présente de grands changements par rapport à la balance des comptes de 1913, à la balance des comptes d'avant-guerre.

En 1928, on constate dans la balance des comptes de la France, une série d'améliorations par rapport 1913, une série d'augmentations dans les postes de l'actif: En premier lieu une augmentation de l'actif résulte des dépenses des étrangers dans notre pays. Déjà avant la guerre ces dépenses étaient importantes, mais elles avaient beaucoup augmenté après la guerre avant la crise récente. Un second chef d'amélioration de la balance des comptes, que les Français avaient cru devoir être très important, mais qui en réalité l'a été beaucoup moins, c'est ce qui résultait du paiement des réparations par l'Allemagne. Si doute de notre côté nous faisions des paiements à

La balance des comptes de la France en 1928

l'Angleterre et aux Etats-Unis, mais il restait un solde en notre faveur. Voilà les deux chefs principaux d'amélioration de la balance des comptes de la France après la guerre.

Mais il y avait, d'autre part, des facteurs qui augmentaient le passif de cette balance. Le principal consistait dans la diminution de nos revenus à l'étranger. La France avait fait, avant la guerre, beaucoup de placements au dehors, mais la guerre lui en a fait perdre une grande partie; beaucoup de nos créances sur l'étranger ne valent plus rien. Il en est résulté une diminution importante du revenu de nos placements extérieurs. Un second chef d'augmentation du passif de notre balance des comptes, c'est l'accroissement des envois faits dans leur pays par les ouvriers étrangers travaillant en France. La diminution de la population active, l'augmentation de la production industrielle, nous avaient amenés à embaucher un grand nombre d'ouvriers étrangers pour participer à la production nationale; d'où la part de ces ouvriers étrangers, des envois de capitaux dans leur pays, qui venaient s'inscrire au débit de la balance des comptes de la France.

Nous ne possédons pas les chiffres exacts de la balance des comptes de la France, ni pour 1928, ni pour les années antérieures ou postérieures. Ce sont il est vrai des données qui échappent à une statistique précise et certaine. Mais du moins dans beaucoup de pays ce sont des services officiels, disposant d'assez larges moyens d'investigations, qui se chargent de rechercher les éléments de la balance des comptes pour savoir comment se soldé cette balance. En France, un service de cette nature n'existe pas. C'est un économiste, M. Meynial, qui a pris l'habitude de se livrer à certaines évaluations de la balance des comptes de la France. Il nous présente des chiffres, qui donnent une idée approximative de notre balance des comptes. On prendra ces chiffres sans les discuter; On les trouve chaque année dans la Revue d'Economie politique, qui publie un numéro intitulé "La France Economique". Un des articles de ce volume relatif à la France Economique est constitué par les évaluations de M. Meynial.

Tableau de la
balance des
comptes de la
France en 1928

Voici le tableau de la balance des comptes de la France en 1928 :

Balance des comptes de la France
en 1928
(en millions de francs)

	<u>Crédit</u>	<u>Débit</u>
Balance commerciale ..		4.480
Frêt, transit, assurances ..	3.650	
Dépenses des étrangers dans le pays et des nationaux à l'étranger ..	7.500	
Revenus des capitaux placés à l'étranger ..	3.500	
Sommes envoyées par les émigrants dans leur pays ..		2.200
Paiements au titre des réparations ou des dettes de guerre ..	5.180	4.458
 Total :	 19.830	 II.II38

Le premier élément de la balance des comptes, c'est la balance commerciale. On inscrira dans le tableau seulement le solde final de cette balance. Le solde de la balance commerciale donné par M. Meynial comprend la balance commerciale de la France et celle des colonies. Ce solde était un solde débiteur. La balance présente un déficit de 4.480 millions. Un second élément c'est le frêt, le transit, et les assurances. Son solde créditeur de 3.650 millions s'inscrit donc au crédit de la balance. Le troisième élément sont les dépenses des étrangers dans le pays ou des nationaux à l'étranger. Le solde de 7.500 millions est un solde créditeur, qui s'inscrit au crédit de la balance. Le quatrième élément, ce sont les revenus des capitaux placés à l'étranger. Le solde de 3.500 millions est un solde créditeur, qui s'inscrit au crédit. Le cinquième élément ce sont les sommes envoyées par les émigrants dans leur pays; solde de 2.200 millions qui s'inscrit au débit. Enfin, le sixième élément ce sont les paiements au titre des réparations des dettes de guerre. L'élément créditeur de 5.180 millions inscrit au crédit de la balance représente les paiements allemands et les paiements de quelques pays auxquels la France avait consenti des crédits. Et le solde débiteur de 4.458 millions inscrit au débit re

présente les paiements faits par la France à l'Angleterre, aux Etats-Unis et à quelques autres pays. Si l'on fait le total, on trouve au crédit 19.830 millions et au débit 11.138 millions. La différence est donc de 8.692 millions au crédit. La balance des comptes de la France, si les chiffres de M. Maynial sont exacts se soldait donc en 1928 par un excédent de 8.692 millions.

Passons maintenant à la balance des paiements. La France n'ayant pas fait faillite en 1928, sa balance des paiements se solde nécessairement en équilibre. On ne sait pas très exactement quels sont les divers éléments, qui ont permis de réaliser cet équilibre, mais on peut dire que la balance des paiements de la France est en équilibre et présente les chiffres en conséquence.

Balance des paiements de la France
en 1928
(en millions de francs)

	<u>Crédit</u>	<u>Débit</u>
Solde de la balance des comptes ..	8.692	
Importations d'or		6.140
Exportations de capitaux à l'étranger ..		2.552
Total :	8.692	8.692

Dans la balance des paiements, il faut comprendre d'abord, tous les chiffres donnés dans la balance des comptes, mais comme il est inutile de compliquer le tableau, on commencera par y inscrire simplement le solde de la balance des comptes. Dans ce tableau, dressé comme le précédent, le solde de la balance des comptes, qui est en excédent, figure au crédit pour 8.692 millions. Puis on inscrira les importations d'or au débit pour 6.140 millions. Un troisième poste sera constitué par l'excédent net des exportations de capitaux à l'étranger, de nos placements à l'extérieur. Cet excédent est de 2.552 millions, qui s'inscrivent au débit. Si l'on fait le total, on obtient 8.692 millions à l'actif et 8.692 millions au passif. La balance des paiements, en 1928, est donc en équilibre. On est arrivé d'autant plus facilement à ce résultat que le chiffre de l'excédent des exportations de capitaux sur les importations, que l'on a inscrit dans le tableau, résulte

de la différence entre le solde de la balance des comptes et les envois d'or.

En définitive, si ces chiffres sont exacts, nous avons eu en 1928 une balance des comptes en excédent de 8.692 millions. De ces 8.692 millions nous avons fait un double emploi, le plus important a consisté en acquisitions d'or et le moins important a consisté en placements de capitaux à l'étranger, ceux-ci s'étant élevés à 2.552 millions.

En réalité, les mouvements de capitaux ont été beaucoup plus complexes que le tableau ne le fait ressortir; il y a eu d'une part des placements des étrangers en France, des envois de capitaux étrangers en France, et, d'autre part, des envois de capitaux français à l'étranger. M. Maynial estime à 10 milliards les capitaux que la France a fait venir de l'étranger et à 12 milliards et demi les exportations de capitaux français à l'étranger. On n'a inscrit dans le tableau que le solde net de ces deux mouvements, soit 2.552 millions. Mais on aurait donc inscrit 10 milliards au crédit pour les mouvements de capitaux et 12 milliards et demi au débit, ce qui revenait au même.

Les modifications de la balance des comptes de la France en 1931

Ainsi la balance des comptes de la France en 1928 se soldait par un large excédent, qui nous permettait de faire des placements à l'étranger et d'augmenter encore notre encaisse or. Mais cette situation favorable de la balance des comptes de la France a changé depuis 1931. Il y a eu à ce moment plusieurs chefs d'aggravation de notre balance des comptes. En premier lieu, le déficit de la balance commerciale s'est considérablement accentué. En second lieu, les dépenses des étrangers en France ont considérablement diminué; depuis la crise, il vient moins d'étrangers en France et ceux qui y viennent y dépensent moins, parce que la crise a diminué leurs ressources. En troisième lieu, les revenus des capitaux placés à l'étranger ont fléchi, toujours à cause de la crise. En quatrième lieu, les paiements au titre des réparations que nous faisait l'Allemagne, ont cessé complètement au milieu de 1931. En cinquième lieu, il y a diminution du chiffre du frêt, du transit et des assurances, inscrit au crédit de la balance. Il est vrai que, d'autre part, il y a eu une certaine diminution au débit, notamment en ce qui concerne les envois d'argent des émigrants dans leur pays. La crise en effet, a contraint beaucoup d'ouvriers étrangers à retourner chez eux, d'où amoindrissement des sommes que les ouvriers étrangers expédient dans leur patrie. Cette aggravation de la balance des comptes de la France

ce, on la constate en 1931, 1932 et 1933.

Voici d'après M. Maynial les chiffres de la balance des comptes de la France pour l'année 1933. Pour plus de détails, on peut se reporter à la Revue d'Economie Politique de l'année 1934, p. 536.

Balance des comptes de la France
en 1933
(en milliards de francs)

	<u>Crédit</u>	<u>Débit</u>
Balance commerciale ..		9,0
Frêt, transit, assurances ..	2,1	
Dépenses des étrangers dans le pays et des na- tionaux à l'étranger ..	3,0	
Revenus des capitaux pla- cés à l'étranger ..	2,0	
Sommes envoyées par les é- migrants dans leur pays ..		0,8
	-----	-----
Total :	7,1	9,8

La balance commerciale de la France, commerce extérieur des colonies compris (les chiffres indiqués sont des chiffres en milliards) se solde au débit par 9,0. Les dépenses des étrangers dans le pays se soldent au crédit par 3,0. Le frêt, le transit et les assurances se soldent au crédit par 2,1. Les revenus des capitaux placés à l'étranger se soldent au crédit par 2,0. Les remises des émigrants dans leur pays se soldent au débit par 0,8. Les paiements au titre des remboursements des dettes de guerre ou des réparations ayant cessé, il n'y a rien à inscrire au poste correspondant. Si l'on fait le total, on obtient 7,1 au crédit et 9,8 au débit. Donc la balance des comptes se solde par un déficit de 2,7 en 1933, alors qu'en 1928 il y avait un excédent de 8,7. En comparant les deux tableaux on voit que le solde passif de la balance commerciale était de 4.480 millions en 1928 et de 9 milliards en 1933, que les dépenses des étrangers en France étaient de 7.500 millions en 1928 au lieu de 3 milliards en 1933. Les revenus des capitaux placés à l'étranger étaient de 3.500 millions en 1928 au lieu de 2 milliards en 1933.

Passons à la balance des paiements de 1933 :

Balance des paiements de la France
en 1933
(en millions de francs)

	<u>Crédit</u>	<u>Débit</u>
Solde de la balance des comptes ..		2,7
Exportations d'or ..	2,0	
Mouvements de capitaux ..	0,7	
 Total :	 2,7	 2,7

Le solde de la balance des comptes étant en déficit de 2,7, on inscrira ce chiffre au débit. Les mouvements de l'or se soldant par un excédent d'exportations de 2,0 on inscrira ce chiffre au crédit.

Quant aux mouvements de capitaux, il y a eu diminution dans le montant de nos avoirs à l'étranger; le solde 0,7 s'inscrit au crédit; Si l'on fait le total, on obtient 2,7 au crédit et 2,7 au débit. La balance des paiements apparaît donc en équilibre. En fait, les mouvements de capitaux ont été beaucoup plus importants que ne le laisse apparaître le tableau. Il y a eu des placements à l'étranger, il y a eu des rapatriements de capitaux français de l'étranger, mais le solde de ces mouvements est 0,7.

D'après ces chiffres, notre balance des comptes en 1933, se serait soldée par un déficit de 2,7, que nous aurions payé, d'une part, par des exportations d'or, et d'autre part, en cédant une partie de notre patrimoine de valeurs à l'étranger, pour un montant de 0,7.

Pour les mouvements de l'or, on n'a donné que le solde, mais il y a eu, en fait, beaucoup plus de mouvements qu'il n'apparaît dans le tableau. Au total, nous avons envoyé 2 milliards d'or de plus que nous n'en avons reçu.

On voit par ces exemples ce qu'il faut entendre par balance des comptes et balance des paiements. Il faut ajouter à ces définitions quelques indications sur d'autres notions, les unes plus larges, les autres plus restreintes, auxquelles nous ferons parfois allusion.

La balance des marchandises et services D'abord, il y a quelque chose que l'on pourrait appeler la balance des marchandises et services.

Quand on a défini la balance des comptes, on a dit qu'elle contenait deux catégories d'éléments, d'une part, les créances et les dettes résultant des é-

changes de marchandises et de services avec l'étranger, et d'autre part, les créances et les dettes résultant de faits donnant lieu normalement à règlement en intérêt ou en capital dans l'année considérée. On peut ne considérer que la première de ces deux catégories de postes, les créances et les dettes résultant des échanges de marchandises et de services avec l'étranger et l'appeler balance des marchandises et services. Dans cette balance on ferait rentrer tout ce qui concerne les créances et les dettes provenant des mouvements de marchandises et de services et rien de plus. A savoir : la balance commerciale, les dépenses des étrangers dans le pays, le frêt, le transit, les commissions des banquiers et des assurances, les envois des émigrants dans leur patrie. Mais il n'est pas question du revenu des capitaux placés à l'étranger, ni des paiements en intérêt ou en capital, qui doivent se faire normalement au cours de l'année.

La balance des marchandises et des services nous donne les résultats de l'activité économique du pays, indépendamment du passé, indépendamment des créances et des dettes antérieures. Cela est intéressant pour savoir si le pays, à raison uniquement de son activité économique, a gagné ou perdu, augmenté ou non ses placements extérieurs. De même qu'un individu se demande à la fin de l'année quel a été le bilan de son activité, quelle est l'épargne résultant de son activité économique pendant l'année, indépendamment de celle qui résulte de ses capitaux, du revenu de ses placements.

Certains économistes, en particulier M. Meynial, ont une autre notion de la balance, qui est plus large que la balance des marchandises et des services et plus restreinte que la balance des comptes, telle qu'on l'a définie précédemment. C'est ce qu'il appelle la balance des revenus. La balance des revenus est plus large que la balance des marchandises et services, parce que l'on y fait entrer les revenus des capitaux placés à l'étranger, mais elle est plus restreinte que la balance des comptes, parce que n'y entrent pas les annuités de capital venant à échéance. Par exemple, dans la balance des revenus de la France, pendant ces dernières années, ne figurent pas les paiements de l'Allemagne au titre des réparations, tandis qu'ils figurent dans la balance des comptes, telle qu'on l'a définie et telle que la comprend M. Aftalion. Aujourd'hui, la balance des revenus de M. Meynial est très proche de la balance des comptes, puisque les annuités comme celles des réparations ont disparu et qu'il y a peu d'annuités à recevoir de

La balance des revenus

l'étranger. Mais il y a des cas où il en est autrement, et c'est pourquoi il faut distinguer les deux notions.

Ainsi l'on a : 1° - la balance commerciale, la balance des échanges de marchandises; 2° - la balance des marchandises et des services; 3° - la balance des revenus, qui comprend les revenus des capitaux placés à l'étranger; 4° - la balance des comptes, telle que M. Aftalion l'entend et qui comprend les annuités en capital, qui peuvent être dues par un pays à l'autre; 5° - la balance des paiements, qui est la notion la plus large.

Balance finale et balance totale des paiements

Mais on peut présenter une notion de la balance des paiements plus large que celle qui a été donnée précédemment. On peut distinguer deux notions de la balance des paiements, l'une qui se réfère à la définition donnée précédemment, l'autre plus étendue. La balance des paiements telle qu'on l'a définie précédemment, on l'appellera, pour la distinguer de l'autre, la balance finale des paiements, et l'on appellera l'autre la balance totale des paiements. La balance finale des paiements, c'est ce que l'on appelait jusqu'ici la balance des paiements tout court, telle qu'elle s'établit au terme de l'année, qui comprend la balance des comptes et en plus le solde des placements nouveaux de capitaux. Ou plus exactement les changements dans le montant des capitaux placés. On a vu en effet que parfois un pays vend une partie de ses valeurs étrangères pour payer le déficit de sa balance des comptes. Par conséquent la balance des paiements telle qu'on l'a définie, la balance finale des paiements comprend la balance des comptes et en outre les changements au terme de l'année dans le montant des capitaux placés.

Quant à la balance totale des paiements, il faut y comprendre tout ce qui a donné lieu à réglement dans l'année, c'est-à-dire, d'une part, tout ce qui est dans la balance finale des paiements, telle qu'on l'a définie, et en outre une foule d'opérations temporaires de placements, qui se soldent au cours de l'année et qui ne laissent aucune trace dans les comptes définitifs. Il en est ainsi, par exemple, des placements de capitaux à l'étranger, qui sont rapatriés bientôt, des opérations spéculatives en fonds nationaux et étrangers, des achats et ventes de devises, qui n'ont pas suivi de livraisons effectives et qui sont compensés à bref délai par des opérations en sens inverse. Ce sont des mouvements de capitaux survenus au cours de l'année, qu'il faut inscrire dans la balance totale des paiements, si l'on veut avoir un ta-

bleau complet de tout ce qui s'est effectué au cours de l'année. Tandis que la balance finale des paiements ne donne que le solde de ces opérations.

Voici donc la série de notions de la balance de plus en plus compréhensives : 1°) balance commerciale; 2°) Balance des marchandises et services; 3°) Balance des revenus; 4°) Balance des comptes; 5°), Balance finale des paiements et 6°) Balance totale des paiements.

De toutes ces balances, celle sur laquelle on insistera presque exclusivement ce sera la balance des comptes. Les économistes anglais et américains assurent qu'il y a une tendance à l'équilibre de la balance des comptes. Mais pour pouvoir apprécier les théories de l'école anglaise, pour pouvoir comprendre et les critiquer, il faut connaître les théories monétaires, qui sont à la base des théories de l'équilibre de la balance des comptes. Leur étude sera l'objet du chapitre II.

Chapitre II

LES THEORIES QUANTITATIVES DE LA MONNAIE

Le fond commun
des diverses
formes de la
théories quan-
titative de la
monnaie

La théorie quantitative de la monnaie a reçu des développements nombreux, des changements importants, de sorte qu'il y a un très grand nombre de formes de la théorie quantitative de la monnaie. M. Af-talion exposera les trois principales. Le fond commun de toutes ces théories, c'est que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité; plus augmente la quantité de monnaie et moins la monnaie a de valeur. On voit là une application de la loi de l'offre et de la demande, d'après laquelle si on augmente l'offre la valeur baisse, si on diminue l'offre, la valeur monte. Mais c'est une application de la loi de l'offre et de la demande, sous sa conception ancienne, laquelle s'attachait uniquement aux quantités. La conception moderne de la loi de l'offre et de la demande joint aux éléments quantitatifs de la conception ancienne des éléments qualitatifs.

Dans la théorie quantitative de la monnaie, il s'agit de l'application à la valeur de la monnaie de la loi de l'offre et de la demande sous sa forme ancienne, d'après laquelle la valeur des choses est en sens inverse de l'offre et en sens direct de la demande. En sens inverse de l'offre, c'est là ce qui est pris en

considération dans la théorie quantitative de la monnaie. Quand la quantité de monnaie augmente sa valeur diminue, et si sa quantité diminue sa valeur croît.

Mais diminution de la valeur de la monnaie, cela signifie hausse des prix des marchandises; Si la valeur de la monnaie fléchit, cela veut dire qu'il faut donner plus d'unités monétaires pour la même quantité de marchandises. Et donner plus d'unités monétaires pour la même quantité de marchandises, cela veut dire payer un prix plus élevé. Par conséquent, baisse de la valeur de la monnaie signifie hausse des prix et hausse de la valeur de la monnaie signifie baisse des prix. Comme la théorie quantitative prétend que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité, cela signifie que les prix varient en raison directe de la quantité de monnaie, que les prix montent quand la quantité de monnaie augmente et qu'ils baissent quand la quantité de monnaie diminue.

Voilà la formule générale de la théorie quantitative, qui reste vraie avec les diverses formes de cette théorie; La valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité. Les prix varient en raison directe de la quantité de monnaie.

C'est d'après le sens que l'on donne à cette notion de quantité de monnaie que l'on peut distinguer trois formes principales de la théorie quantitative de la monnaie. Certaines formes donnent à la quantité de monnaie un sens restreint, d'autres un sens plus large. A mesure que l'on passe de la première forme à la seconde, de la seconde à la troisième, on voit s'élargir le concept de quantité de monnaie.

Section I

La première forme de la théorie quantitative

de la monnaie

Dans cette première forme de la théorie, on entend par monnaie l'or

Dans cette première forme de la théorie quantitative de la monnaie, on entend par monnaie : l'or; et la quantité de monnaie c'est la quantité d'or. Quand donc on dit que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité, on veut dire que la valeur de la monnaie est en raison inverse de la quantité d'or, ou encore que la valeur de l'or est en raison inverse de sa quantité.

La valeur de l'or, la valeur de la monnaie c'est le pouvoir d'achat de l'or, le pouvoir d'achat de la monnaie en marchandises. C'est la quantité de marchan-

dises que l'unité de monnaie, l'unité d'or, peut acheter. Par conséquent, plus la valeur de l'or augmente et plus les prix sont faibles. Inversement plus la valeur de l'or baisse et plus les prix sont élevés. Les prix sont plus élevés quand la valeur de l'or baisse, puisqu'il faut donner plus d'or pour avoir une même quantité de marchandises. Dire que la valeur de l'or est en raison inverse de sa quantité c'est donc dire que les prix varient en raison directe de la quantité d'or. L'augmentation de la quantité d'or entraîne hausse des prix et la diminution de la quantité d'or entraîne baisse des prix.

Les variations
des prix sui-
vent les varia-
tions de la
quantité d'or

Appelons M_0 la quantité de monnaie, lorsque par quantité de monnaie on entend l'or, M_0 c'est la quantité d'or, c'est la monnaie réduite à l'or. Toute variation de la quantité d'or entraîne variation de même sens des prix. Si donc on appelle P les prix, on pourra représenter la première forme de la théorie quantitative de la monnaie sous cette formule :

$$M_0 = P$$

Ce qui signifie que les variations de prix sont proportionnelles aux variations de la quantité d'or.

Ceci cependant n'est vrai, même pour les partisans de la théorie quantitative en question, que moyennant une certaine réserve et une certaine addition. Les prix dans un pays peuvent varier, sans que se modifie la quantité d'or dans le pays, en raison de changements dans la quantité de marchandises. En effet, ce qui importe ce n'est pas tant la quantité de monnaie que la quantité de monnaie par rapport à la quantité de marchandises. Ce qui importe, c'est le besoin de monnaie. Si la quantité de marchandises augmente, le besoin de monnaie augmente. Par conséquent, si l'on suppose que la quantité de monnaie soit restée stationnaire, et que la quantité de marchandises augmente, les prix vont baisser, parce que il y a insuffisance de monnaie. Si la quantité de monnaie est restée stationnaire et que la quantité de marchandises ait doublé, cela signifie que par rapport aux marchandises il y a maintenant deux fois moins de monnaie. Il y a insuffisance de monnaie, et les prix vont baisser. Lorsque l'on dit brièvement que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité, on suppose immobile la quantité de marchandises.

Mais on peut introduire dans notre équation l'élément quantité de marchandises, on peut formuler l'équation de telle sorte qu'elle indique que les prix varient en raison directe de la quantité d'or et en raison inverse de la quantité de marchandises. Si nous appelons T l'ensemble des transactions, nous aurons

la formule $P = \frac{M_0}{T}$ qui indique que les prix varient en raison directe de la quantité d'or et en raison inverse de la quantité des transactions.

Mais il convient de remarquer que ceci n'entraîne pas, aux yeux des partisans de la théorie quantitative de la monnaie, abandon de l'idée dominante, d'après laquelle il n'y a qu'un seul facteur véritable des prix qui est la monnaie. Lorsque la quantité de marchandises croît, c'est comme si la quantité de monnaie avait diminué; la baisse des prix résulte de l'insuffisance de monnaie.

Il faut que la quantité de monnaie augmente proportionnellement aux marchandises pour que les prix restent stationnaires. Si le mouvement de la monnaie ne suit pas le mouvement des marchandises, il y a insuffisance de monnaie. C'est toujours le facteur monétaire, la quantité d'or qui commande les prix.

Mais qu'est-ce que c'est que cette quantité d'or dont les prix vont dépendre ? Sur ce point la théorie quantitative dans sa première forme se subdivise. Nous trouvons deux variantes de cette théorie, une théorie nationale de l'or, et une théorie internationale de l'or. Et les deux théories : théorie nationale et théorie internationale, ne s'opposent pas nécessairement une à l'autre. Beaucoup d'économistes admettent ou admettaient à la fois la conception nationale et la conception internationale de la théorie quantitative basée sur l'or.

Les deux variantes de la théorie quantitative sous sa première forme

Théorie quantitative nationale basée sur l'or

Théorie quantitative internationale basée sur l'or

Selon la théorie quantitative nationale basée sur l'or, les prix dans chaque pays dépendent de la quantité d'or qui s'y trouve, du stock d'or national. Lorsque le stock d'or augmente dans le pays, les prix montent, et lorsque le stock d'or diminue dans le pays, les prix baissent; ce sont les mouvements de la quantité d'or dans le pays, qui provoquent les changements des prix nationaux.

Quant à la théorie quantitative internationale basée sur l'or, c'est la théorie d'après laquelle les prix mondiaux dépendent de la quantité d'or existant dans le monde. Les prix mondiaux ce sont les prix dans les différents pays du monde et ils dépendent du stock d'or mondial. L'augmentation du stock d'or mondial entraîne la hausse des prix mondiaux, en supposant toujours immobile la quantité des marchandises ou en supposant que l'augmentation du stock d'or mondial soit supérieure à l'augmentation du volume mondial des marchandises.

Lorsqu'il s'agissait de la théorie quantitative nationale basée sur l'or, on pouvait faire intervenir

les changements nationaux dans la quantité d'or, les migrations de l'or d'un pays à l'autre. La quantité d'or qui existe dans un pays ne reste pas stationnaire. Aujourd'hui tout l'or monétaire en France est concentré à la Banque de France. Les situations hebdomadaires que publie la Banque de France nous renseignent sur l'encaisse-or de la Banque. Et on voit que d'une semaine à l'autre il y a des variations dans cette encaisse qui augmente ou diminue. Et cela à raison principalement des déplacements de l'or d'un pays à un autre.

Lorsqu'il s'agit de la théorie quantitative internationale basée sur l'or, les migrations de l'or d'un pays à l'autre ne modifient pas le montant du stock d'or mondial. Ce qui agit alors, ce sont les changements dans le stock d'or mondial. Ces changements ne peuvent provenir que de changements dans la production de l'or. De sorte que pratiquement la théorie quantitative qui fait dépendre les prix du stock d'or mondial, les fait dépendre de la production mondiale de l'or. Ce sont les variations de cette production de l'or dans le globe, qui seraient le facteur des variations des prix mondiaux.

En effet, dans les périodes où la production de l'or augmente considérablement, il y a des chances pour que cette augmentation dépasse celle de la production des marchandises. S'il y a une augmentation de l'or supérieure à l'augmentation des transactions, on assiste à une hausse des prix mondiaux. Lorsqu'au contraire la production de l'or augmente de peu, il y a bien augmentation du stock d'or mondial. Une production d'or, quelque faible qu'elle soit, ajoute bien quelque chose au stock d'or mondial. Mais si elle est faible, elle ne l'augmente que de façon insuffisante, parce que normalement le volume des transactions va croissant. Dans ce cas, la production de l'or étant faible, l'augmentation d'or mondiale est trop faible par rapport à l'augmentation du volume des marchandises. Il y a insuffisance de monnaie et les prix baissent. Tout se ramène donc à la cadence dans la production de l'or mondiale. La progression considérable de cette production entraîne hausse des prix dans les différents pays du monde. Et la diminution de la production de l'or dans le monde, entraîne baisse des prix mondiaux.

Ainsi, changement dans les prix mondiaux, signifie changement dans les prix des différents pays. La théorie quantitative internationale basée sur l'or suppose donc une certaine concordance dans les mouvements des prix des divers pays, une certaine harmonie dans les mouvements des prix qui sont tous in-

fluencés par les changements dans la production de l'or. Cette concordance dans les mouvements des prix n'implique pas uniformité des prix dans tous les pays. Les économistes classiques ont toujours admis qu'il y avait des différences de prix entre les différents pays; C'est pourquoi, pour traduire leur conception, il faut parler, non pas d'uniformité des prix dans le monde, mais seulement d'équilibre des prix dans le monde, d'équilibre mondial des prix. Il y a entre les pays certaines différences de structure, qui entraînent des différences dans les prix. Mais ces différences sont supposées assez constantes pour que les différences de prix entre les divers pays restent elles-mêmes assez constantes, et qu'il y ait équilibre des prix dans le monde. Si la production de l'or croît, les prix montent dans les différents pays du monde, mais l'équilibre subsiste, puisqu'il y a hausse des prix partout. Si au contraire la production de l'or est insuffisante, les prix baissent dans les différents pays du monde, mais l'équilibre subsiste parce qu'il y a baisse des prix partout.

Contradiction interne dans la théorie quantitative basée sur l'or ?

Théorie quantitative nationale basée sur l'or, et théorie quantitative internationale basée sur l'or sont souvent admises toutes les deux à la fois par les mêmes économistes. Mais alors on peut se demander si cette dualité de théories n'implique pas contradiction interne dans la théorie quantitative de la monnaie basée sur l'or.

Admettre à la fois ces deux variantes de la théorie quantitative basée sur l'or, c'est admettre que les prix dans chaque pays dépendent, d'une part, du stock d'or national, et d'autre part, du stock d'or mondial. D'une part de la quantité d'or qui existe dans le pays, d'autre part des changements dans la production mondiale de l'or. Mais il peut y avoir discordance entre les mouvements du stock d'or national et les mouvements du stock d'or mondial. Il se peut que tel stock d'or national augmente, alors que la production mondiale de l'or n'a pas subi de changement appréciable. Dans ce cas, si l'on se réfère à la théorie quantitative nationale basée sur l'or, on dira que les prix dans le pays considéré doivent monter, puisque la quantité d'or y a augmenté. Mais si l'on se réfère à la théorie quantitative internationale basée sur l'or, on dira que les prix doivent rester stationnaires, puisque la production de l'or est restée stationnaire.

La théorie quantitative nationale basée sur l'or semble impliquer la possibilité de différences sensibles dans les variations des prix des différents pays, puisqu'il peut y avoir des différences dans les vari-

tions des stocks d'or nationaux. Au contraire, la théorie quantitative internationale basée sur l'or semble indiquer qu'il y a toujours équilibre dans les prix mondiaux, que les mouvements des prix dans les différents pays du monde sont concordants, parallèles. Lorsque la production des mines d'or augmente, on doit, d'après la théorie quantitative internationale basée sur l'or, assister à une hausse des prix dans tous les pays, et lorsque il y a baisse de la production des mines d'or, on doit assister à une baisse des prix dans tous les pays : L'une des théories paraît donc impliquer des possibilités de discordances dans le mouvement des prix des divers pays; l'autre paraît, au contraire, impliquer un grand parallélisme dans le mouvement des prix des différents pays. Comment concilier ces deux théories, comment concilier la possibilité de changements de prix spéciaux à certains pays en raison de la théorie quantitative nationale basée sur l'or, et la tendance à un certain parallélisme dans les prix mondiaux, en raison de la théorie quantitative internationale basée sur l'or ?

Beaucoup d'économistes ne se posent pas la question. Mais chez les économistes classiques du moins il y avait conciliation entre ces deux thèses, grâce à une troisième thèse, que l'on retrouve chez ces économistes et dont on aura à reparler, à savoir : la thèse de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Lorsqu'on traitera de la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, on dira que cette théorie est une application de la théorie quantitative de la monnaie. Mais on voit qu'en même temps que cette théorie est une pièce de la théorie quantitative, elle en est un élément nécessaire pour comprendre la dualité des deux théories : théorie nationale et théorie internationale. C'est la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or qui sert de pont pour passer de l'une des variantes de la théorie quantitative basée sur l'or à l'autre.

Si, en effet, on fait jouer en même temps les trois thèses, on peut dire que les prix peuvent bien hausser dans un pays comme conséquence d'un gros afflux d'or. Mais cette ascension des prix nationaux doit être tenue pour anormale et ne peut par suite être que temporaire. La hausse des prix va déclencher une série de mouvements, grâce auxquels le surplus d'or, qui est venu dans le pays considéré, re-

La thèse de
l'équilibre
dans la dis-
tribution mon-
diale de l'or

Comment elle
permet de con-
ciler les
deux variantes
de la théorie
quantitative,
basée sur l'or

tournera à l'étranger. La hausse des prix entraînera un accroissement des importations de marchandises; tout le monde voudra vendre dans ce pays où les prix sont plus élevés. Augmentation des importations, restriction des exportations, donc déficit de la balance commerciale entraînant déficit de la balance des comptes. Il faudra envoyer de l'or au dehors pour payer cet excédent d'importations, ce déficit de la balance. L'or en excès tendra donc à retourner à l'étranger. Par là, en même temps que le surplus d'or tend à disparaître, les prix qui étaient trop élevés vont tendre à s'abaisser. De sorte que de nouveau il y aura équilibre dans les quantités d'or des divers pays et équilibre des prix.

On voit que par la tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, qui détermine en même temps l'équilibre dans les prix mondiaux, il y a concordance entre la théorie quantitative nationale basée sur l'or et la théorie quantitative internationale basée sur l'or. La théorie quantitative de la monnaie peut, sans véritable contradiction, être présentée comme une thèse à la fois nationale et internationale, justement parce qu'il y a tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, tendance à l'équilibre entre le stock d'or national et le stock d'or international. La théorie quantitative peut affirmer que les prix dépendent d'abord du stock d'or national et en second lieu du stock d'or international, parce que, en troisième lieu, il ne peut y avoir déséquilibre durable entre le stock d'or national d'un pays et le stock d'or mondial; stock d'or national et stock d'or international ont tendance à évoluer de concert. S'il y a un déséquilibre, s'il y a trop d'or dans un pays, des mouvements spontanés se produisent, qui tendent à supprimer les inégalités dans la distribution mondiale de l'or, qui tendent à ramener le stock d'or national dans un rapport à peu près toujours le même avec le stock d'or mondial. Le niveau des prix commandé par le stock d'or national tend ainsi à être le même que le niveau des prix commandé par le stock d'or international. Le niveau des prix commandé par la théorie quantitative nationale basée sur l'or tend à être le même que le

niveau des prix commandé par la théorie quantitative internationale basée sur l'or. L'équilibre dans la distribution mondiale de l'or rétablit l'harmonie entre la thèse nationale et la thèse internationale.

En particulier, lorsque la production de l'or augmente dans un pays, lorsqu'un pays producteur d'or jette des quantités de plus en plus grandes de métal jaune sur le marché, c'est le mécanisme décrit quant à la distribution mondiale de l'or, qui va répandre cet or supplémentaire dans les différents pays. La production de l'or croît dans le pays minier; les prix s'élèvent dans ce pays, mais cette hausse des prix va entraîner des importations accrues de marchandises, grâce à quoi l'or sortira du pays pour aller vers les autres pays. Le mouvement de hausse des prix dans les régions minières va se propager dans le reste du monde en même temps que s'y répand la nouvelle quantité d'or. La hausse des prix est donc à la fois une hausse commandée par la théorie quantitative nationale et une hausse commandée par la théorie quantitative internationale. Grâce à leur association avec la thèse de l'équilibre de la distribution mondiale de l'or, la théorie nationale et la théorie internationale peuvent toutes deux être soutenues.

§ 2 - Critique de la première forme de la théorie quantitative -

Faits que l'on peut invoquer en faveur de la théorie quantitative

On aura occasion de reparler de la troisième et de la deuxième thèse. Mais on peut dire dès maintenant que c'est la seconde thèse qui est assurément le point le plus fort de la théorie telle qu'on l'a exposée; On peut invoquer en sa faveur des faits importants, notamment la hausse des prix au XVI^e siècle comme conséquence de l'afflux de l'or après la découverte de l'Amérique. De même au XIX^e siècle les faits montrent comment il y a eu des mouvements de longue durée des prix, qui concordent assez bien avec les mouvements de la production de l'or. Par exemple, après 1850, il y a eu hausse des prix mondiaux, comme conséquence d'une extraction d'or plus considérable, hausse des prix qui se continue jusque vers 1873. Puis mouvement de longue durée de baisse des prix de 1873 à 1896, comme conséquence, diront les partisans de la théorie quantitative, de la diminution dans la production de l'or; Puis de nouveau hausse des prix de 1896 à 1920 comme conséquence de l'accroissement de la production de l'or; Et enfin, à partir de 1920, baisse des prix concordant avec un ralentissement de l'extraction des mines aurifères.

Sans insister plus longuement sur cette deuxième thèse, ni sur la troisième parce qu'on y reviendra, on s'arrêtera seulement sur la première thèse, la théorie nationale basée sur l'or.

Etroitesse de la théorie nationale basée sur l'or

On peut d'abord reprocher à cette théorie nationale basée sur l'or, son étroitesse. Elle fait dépendre la valeur de la monnaie uniquement de l'or, alors que comme monnaie il y a autre chose que l'or; il y a la circulation de billets, et aussi les paiements par chèques. Il arrive certains moments où l'or disparaît complètement de la circulation, où l'étalon d'or lui-même est abandonné dans le pays; dans ce cas, on ne peut plus faire dépendre les mouvements des prix de la quantité d'or; on les fait dépendre de la quantité de billets, de la quantité du papier monnaie. S'il en est ainsi, lorsque l'or est complètement abandonné, pourquoi n'en serait-il pas de même lorsqu'à côté de l'or, il y a d'autres instruments monétaires?

Contradiction que les faits ont apportée à la théorie nationale

On peut encore reprocher - et c'est la seconde objection - à cette théorie nationale basée sur l'or, les contradictions que les faits y ont apportées souvent. On aura à insister longuement sur le cas des Etats-Unis. Aux Etats-Unis, entre 1920 et 1927, s'est produite une augmentation considérable du stock d'or, et cependant, en 1927, les prix sont aux Etats-Unis à un niveau plus bas qu'en 1920. Ainsi, le flot d'or, s'est acheminé vers les Etats-Unis pendant cette période, n'a entraîné aucune hausse des prix.

De même, en France, on relève des faits qui sont contraires à cette théorie nationale basée sur l'or.

En France, on a constaté souvent, avant la guerre, de gros afflux d'or sans hausse des prix et inversement, de faibles accroissements de l'or ou même des diminutions du stock national d'or sans baisse des prix. Bien plus, on a constaté depuis le milieu du 19ème siècle que fréquemment les périodes d'augmentation du stock de métaux précieux en France sont des périodes de baisse des prix et les périodes de diminution ou de faible accroissement du stock de métaux précieux sont des périodes d'élévation des prix.

Ainsi, par exemple, après la crise de 1857, le stock de métaux précieux augmente sensiblement; en 1858, 1859, les excédents d'importations de métaux précieux ont atteint environ 420 millions de francs par an, et cependant les prix ont baissé.

De même dans la période de 1865 à 1869, il y a eu augmentation du stock de métaux précieux d'environ 410 millions de francs par an, et cependant il y a eu encore baisse des prix.

Entre 1874 et 1878, on constate un accroissement moyen par an de 747 millions du stock de métaux précieux et cependant il y a eu pendant cette période une chute des prix très forte.

On constate des faits semblables après 1890, après 1900, après 1907.

Au contraire voici des périodes où le stock de métaux précieux n'augmente guère et même diminue.

De 1860 à 1864, le stock de métaux précieux en France n'augmente que de 35 millions par an, ce qui est un chiffre bien faible, et cependant les prix montent.

Faits semblables en 1871-1872, mais on ne peut en faire état parce que a pu intervenir l'influence de la guerre.

Mais en tout cas faits identiques dans la période 1879-1882 : le stock de métaux précieux ne s'accroît pas, il diminue en moyenne de 35 millions par an et cependant les prix s'élèvent.

De même encore pendant les années qui ont précédé 1890, les excédents d'importations de métaux précieux ne sont que de 25 millions par an, et cependant les prix se sont élevés.

Il ne s'ensuit pas qu'il faille renverser la théorie quantitative de la monnaie et déclarer que l'augmentation du stock d'or amène la baisse des prix et que sa diminution ou sa faible augmentation les élève. Ce serait là une théorie fantaisiste.

L'explication des faits est simple : si l'on a assisté aux mouvements indiqués, c'est parce que les périodes où les prix ont baissé étaient des périodes de dépression, postérieures à la crise économique mondiale et les périodes où les prix ont monté étaient des périodes de prospérité cyclique précédant la crise économique mondiale.

On connaît le phénomène des cycles économiques. Périodiquement, à des intervalles qui ont varié entre 7 et 11 ans, des crises éclatent et l'on appelle prospérité la période qui précède la crise et dépression la période qui suit la crise. Depuis le milieu du XIX^e siècle, les crises qui se sont succédé ont été les crises de 1857, de 1864-1866, de 1873, de 1882, de 1890, de 1900, de 1907, de 1913. Si l'on se reporte aux chiffres donnés, on voit que les mouvements signalés sont bien des mouvements de hausse des prix précédant la crise et des mouvements de baisse des prix suivant la crise. On ne prétend nullement que c'est parce que le stock de métaux précieux a augmenté que les prix ont baissé, on prétend seulement que le stock national de métaux précieux est sans influence sur les

Comment s'explique ce phénomène. Les cycles économiques.

prix. Les prix à raison des mouvements cycliques ont monté ou baissé indépendamment des variations du stock de métaux précieux.

Mais pourquoi ce fait extraordinaire que périodiquement le stock de métaux précieux se faisait un malin plaisir de démentir la théorie quantitative, en flétrissant ou n'augmentant guère en période de hausse des prix et en croissant fortement au contraire en période de baisse des prix ? C'est probablement sous l'influence de certaines particularités des cycles économiques. Pendant les périodes de dépression, la crise économique mondiale entraîne souvent des défaillances des débiteurs. Et alors un pays prêteur comme la France n'est guère disposé à prêter. Il y a manque de confiance et la France ne prête plus l'excédent de sa balance des comptes. Ne prêtant plus son excédent elle le reçoit en or. En période de prospérité au contraire, la France prête à l'étranger l'excédent de sa balance des comptes, et c'est la raison pour laquelle elle reçoit peu d'or.

Depuis 1926, l'augmentation considérable du stock d'or n'a pas été accompagnée d'une hausse des prix

Pour la période d'après-guerre, on négligera la période antérieure à 1926, parce que c'est une période de papier monnaie inconvertible. Mais à la fin de 1926 se place la stabilisation de fait du franc et le stock d'or devrait, d'après la théorie quantitative, reprendre son influence. Or, depuis la fin de 1926, le stock d'or français a augmenté considérablement. A la fin de 1926 il était de 22,5 milliards; à la fin de 1932 il s'élevait à 83 milliards. Depuis cette date, il a diminué, puis repris. Actuellement, à la fin de 1934, il est encore de 82 milliards. Donc accroissement énorme presque quadruplement du stock d'or, accroissement de 60 milliards en quelques années; Les prix cependant ne se sont pas élevés de la façon formidable que pourrait faire croire la théorie quantitative. Les prix de gros en France, en 1927 ont un peu baissé; En 1928, ils ont un peu haussé. A partir de 1929, c'est la crise mondiale et les prix de gros ont baissé. Si l'on considère les points extrêmes, on trouve à la fin de 1926 l'indice des prix de gros donné par la Statistique générale de la France à 640 et à la fin de 1934 à 344. Ce sont donc là des faits identiques à ceux constatés avant la guerre; baisse considérable des prix, malgré de gros afflux d'or. L'explication est toujours la même. La crise, la dépression, découragent les placements français à l'étranger.

Quant aux prix de détail en France, leurs mouvements ont été plus compliqués, mais on aura plus loin l'occasion d'y revenir.

Ce qui précède suffit à montrer que les mouve-

ments des prix nationaux ne sont pas, comme le prétend la première forme de la théorie quantitative, assujettis aux mouvements du stock d'or national.

Passons maintenant aux autres formes de la théorie quantitative, aux formes plus perfectionnées de cette théorie, qui font dépendre les variations des prix, non pas seulement des mouvements de l'or, mais des mouvements de la monnaie, entendue dans un sens plus large. Ces deux formes de la théorie quantitative de la monnaie ont été renouvelées par l'économiste américain Irving Fisher dans son livre sur le pouvoir d'achat de la monnaie. Pour faire comprendre sa théorie, pour la démontrer plus aisément, Irving Fisher a présenté une équation de l'échange, dont les éléments d'ailleurs avaient déjà été exposés par d'autres économistes antérieurs. C'est à cette équation de l'échange, qui permet de mieux comprendre ces deux dernières formes de la théorie quantitative de la monnaie, que l'on arrive maintenant.

§ 3 - L'équation de l'échange d'Irving Fisher -

Utilité de l'équation de l'échange

L'équation de l'échange n'entend pas être une théorie; elle entend simplement formuler l'égalité entre les deux termes de l'équation de l'échange, les paiements, d'une part, les prix des marchandises et services d'autre part. Cette équation de l'échange a le mérite de préciser ce qui se passe, d'aider à la compréhension des théories quantitatives de la monnaie, mais il faut se garder d'y voir un argument en faveur d'une théorie quelconque. Elle peut être admise à la fois par les partisans et par les adversaires de la théorie quantitative de la monnaie.

Comment s'établit l'équation de l'échange.
Le côté marchandise

Au cours d'une période déterminée, d'une année par exemple, un certain nombre de marchandises ou de services ont été vendus dans le pays et payés. Appelons T le total de ces marchandises ou services vendus, le total des transactions. Supposons qu'au cours de la période considérée, la valeur des marchandises et des services échangés soit de 20 milliards et que le nombre des transactions effectuées soit de un milliard, le prix moyen de chaque transaction ressort donc à 20 frs. Si nous appelons T le nombre des transactions et P le prix moyen de chaque transaction, nous avons un des termes de l'équation de l'échange, $P T = 20$ milliards, dans lequel T représente un milliard de transactions et P le prix moyen de chaque transaction; de sorte que PT s'élève à 20 milliards. La valeur totale des marchandises et des services échangés est égale au total des marchandises ou services échangés,

multiplié par leur prix moyen.

Mais d'autre part, ces 20 milliards de transactions ont été payés, à moins de faillite ou d'insolubilité, ce que nous ne supposons pas. Si dans l'équation de l'échange on met d'un côté P.T. représentant la valeur totale des marchandises, échangées, soit 20 milliards, il faut qu'il y ait de l'autre côté de l'équation, 20 milliards également, parce qu'il a fallu que l'on payé 20 milliards pour régler ces transactions. Le côté monétaire de l'équation doit donner un total égal au côté marchandises et services de l'équation. S'il y a eu des ventes pour 20 milliards il faut qu'il y ait eu des paiements pour 20 milliards.

Le côté monétaire de l'équation de l'échange. Les instruments monétaires

Pour payer on a employé de la monnaie. Soit M la quantité de monnaie qui a servi aux échanges, M constitue une notion plus large que la notion M_0 , dont on a parlé précédemment à propos de la première forme de la théorie quantitative de la monnaie, M comprend non seulement les métaux précieux, servant de monnaie mais aussi les billets qui ont cours libératoire illimité, M comprend donc les éléments monétaires métalliques et les billets de banque, parce que les uns et les autres servent aux paiements.

Mais chaque unité monétaire, chaque franc métallique ou chaque franc billet, dans le cours d'une année peut servir à effectuer plusieurs paiements. Supposons que les paiements effectués à l'aide de la monnaie, métaux précieux et billets de banque, aient été au total de 10 milliards. Il n'est pas nécessaire qu'il y ait 10 milliards d'instruments monétaires dans le pays pour effectuer un total de paiements s'élevant à 10 milliards. Un milliard suffira peut-être. S'il en est ainsi, chaque unité monétaire aura, dans l'année considérée, circulé 10 fois en moyenne : chaque franc métallique ou chaque franc billet aura servi à payer 10 francs. Si l'on appelle V cette vitesse de circulation de la monnaie ou comme disent les anglo-saxons "le travail utile de l'unité monétaire", on aura $M \cdot V$ qui représente le total des paiements effectués au moyen de la monnaie.

Les dépôts sujets à chèques

Il fut un temps où les paiements ne se faisaient guère qu'à l'aide de monnaie et alors l'équation de l'échange, comme l'avait aperçue notamment Stuart Mill était $M \cdot V = P \cdot T$. S'il n'y avait comme instruments de paiement que les instruments métalliques, on devait avoir nécessairement $M \cdot V = P \cdot T$, la valeur totale des marchandises achetées est égal au total des paiements effectués. Mais aujourd'hui on dispose d'autres instruments de paiement, surtout répandus dans les pays anglo-saxons, où le chèque sert à effectuer probable-

ment les 4/5èmes des règlements. La monnaie, les billets servent pour le règlement des salaires ou pour les achats faits au détail, les chèques servent à effectuer les paiements les plus importants, les paiements de marchandises achetées en gros; En France, le chèque n'a pas l'importance qu'il a dans les pays anglo-saxons, mais il se répand de plus en plus.

L'usage des paiements par chèque oblige à compliquer un peu l'équation de l'échange. En effet, celui qui paye par chèque fait passer le dépôt qu'il a dans une banque de son compte au compte d'une autre personne. Celui qui paie par chèque fait passer une certaine somme, qu'il a à son compte, au compte d'une autre personne; Il y a donc quelque chose qui circule en même temps que la monnaie, qui sert aux paiements en même temps que la monnaie. C'est le dépôt en banque sujet à chèque. Le chèque par lui-même n'est pas un instrument monétaire, il sert seulement à faire passer une somme déposée dans une banque du compte d'une personne au compte d'une autre personne. Ce qui passe d'un compte à un autre c'est le dépôt, absolument comme dans le paiement par billet, le billet passe d'un portefeuille à un autre. Dans le paiement par chèque, ce n'est pas le chèque qui est transmis, il aide seulement à la transmission, ce qui est transmis c'est le dépôt sujet à chèque.

Ces dépôts en banque sujets à chèque, qui peuvent servir aux paiements, nous les appellerons M' . Dans une année donnée, le montant des dépôts en banque sujets à chèque varie d'un jour à l'autre; M' représente le montant moyen des dépôts dans une année donnée. Si tel jour les dépôts atteignent cinq milliards, tel autre un milliard, tel autre 6 milliards, M' sera la moyenne de ce chiffre quotidien ou hebdomadaire des dépôts; Ou encore M' sera le solde moyen des comptes courants créditeurs des particuliers dans les banques. Ces comptes courants des particuliers dans les banques, se soldent chaque jour ou chaque semaine par un crédit de 1, de 5 ou de 6 milliards et M' c'est le solde moyen de ces comptes courants créditeurs. C'est ce solde moyen qui va servir aux paiements, qui va être transmis par les particuliers des uns aux autres.

Mais, de même qu'il y a une vitesse de circulation de la monnaie, il y a une vitesse de circulation des dépôts. Une personne qui a un dépôt en banque, un solde créditeur inscrit à son compte à la banque et qui a un paiement à faire, tire un chèque sur cette banque au profit d'une seconde personne. Elle transmet son dépôt à cette seconde personne. Et cette seconde personne, à son tour, si elle a elle-même un

paient à effectuer tire un nouveau chèque au profit d'une troisième personne et transmet le dépôt à cette troisième personne. De même qu'un billet de banque ou qu'une pièce de monnaie peut servir à une série de paiements successifs, de même un même solde créditeur de comptes-courant, un même dépôt peut servir à une série de paiements successifs. De même que les francs métalliques et les francs billets circulent les francs dépôts, et l'on peut parler d'une vitesse de la circulation des dépôts, comme on a parlé d'une vitesse de circulation de la monnaie métallique ou des billets.

Cette vitesse de circulation des dépôts on l'appellera V' . Si l'on suppose, comme tout à l'heure, que le solde moyen des comptes courants créditeurs possède par les divers individus dans les banques, s'élève à un milliard et si l'on suppose encore que, grâce à ce milliard, en le faisant passer d'un compte à un autre, on a pu effectuer au total dans l'année dix milliards de paiements, on dira que la vitesse de circulation des dépôts est 10. Si M' représente un milliard et si $M' V'$ représentent 10 milliards, cela signifie que V' représente 10. $M' V'$ c'est le total de paiements effectués par chèque en transmettant les dépôts en banque.

Nous avons ainsi toute l'équation de l'échange

$$M V + M' V' = P T$$

Équation dans laquelle M représente l'ensemble de la monnaie, M' l'ensemble des dépôts sujets à chèque, V et V' leurs vitesses respectives de circulation.

On a dit que $P T$ était égal à 20 milliards, étant le total des transactions, soit un milliard et P le prix moyen, soit 20 francs. Si nous avons 20 milliards pour la seconde partie de l'équation de l'échange, nous devons avoir également 20 milliards pour la première partie pour le côté monétaire de l'équation. M représente un milliard comme monnaie, M' représente un milliard comme dépôt, V et V' représentent 10, qui est la vitesse de circulation de la monnaie et la vitesse de circulation des dépôts; de sorte que $M V +$ représente encore 20 milliards. Nous avons donc 20 milliards des deux côtés, égalité entre les deux membres de l'équation de l'échange.

Si l'on ne connaît pas exactement P on le tire de l'équation, on a :

$$P = \frac{M V + M' V'}{T} = \frac{20 \text{ milliards}}{1 \text{ milliard}} = 20$$

On peut aussi dire que l'équation de l'échange se ramène à :

$$P = \frac{M V + M' V'}{T}$$

condition pour
ue l'équation
e l'échange
oit rigoureu-
ement exacte

L'équation de l'échange prétend simplement représenter les faits tels qu'ils se passent en dehors de toute théorie; elle exprime que la valeur totale des marchandises et des services rendus est égale à la somme totale payée. Il y a égalité entre la valeur totale des marchandises et des services rendus et le total des paiements effectués. C'est une vérité indépendante de toute théorie, et que l'on admettra, tout au moins comme approximative, dans tout ce que l'on dira par la suite.

Une réserve cependant doit être apportée quant à l'exactitude de cette équation. L'équation de l'échange n'est vraie qu'à condition de faire une hypothèse, qui ne répond pas à la réalité, qu'à condition de supposer que les paiements sont faits instantanément, que dans chaque contrat la passation du contrat et le paiement sont à peu près simultanés. Or, en fait il n'en est pas ainsi, il y a un certain décalage dans le temps entre les deux membres de l'équation; Sans doute, si les prix restaient immobiles pendant toute l'année, on n'aurait pas besoin d'appeler l'attention sur ce point. Mais comme il y a des changements continuels dans les prix, il en résulte que l'équation de l'échange n'est pas exacte, à raison du retard fréquent du paiement par rapport au moment où les prix sont fixés. Supposons que journallement le montant des transactions atteigne 500 millions et que pendant un certain temps il n'y ait pas eu de variation des prix; dans ce cas, nous aurons d'une part : $P T = 500$ millions et d'autre part $M V + M' V' = 500$ millions, de sorte que les deux membres de l'équation représentent bien la même somme, qu'il y a égalité entre ces deux termes.

Mais supposons que les prix baissent de 10%. Il y a autant de transactions qu'auparavant, mais comme les prix ont baissé de 10%, $P T$ ne représente plus 500 millions, mais seulement 450 millions. Admettons qu'en moyenne il y ait un retard de trois mois pour les paiements. Il en résulte que pendant trois mois, alors que les prix ont baissé de 10%, on continuera de faire néanmoins des paiements aux prix antérieurs. De sorte que $M V + M' V'$ sera égal à 500 millions alors que $P T$ n'est plus égal qu'à 450 millions. Il n'y a donc pas égalité entre les deux termes de l'équation de l'échange. Si la tendance générale des prix est à la baisse, comme c'est le cas depuis quelques années, les paiements seront constamment plus élevés que $P T$; nous aurons 500 millions pour les paiements et 450 millions pour la valeur des transactions.

Donc l'équation de l'échange n'est exacte que si

l'on suppose que les paiements se font instantanément au moment où chaque contrat est passé, se font dès que le prix a été fixé. C'est seulement sous réserve de cette hypothèse que l'équation de l'échange doit être tenue pour exacte.

Mais en tout cas cette équation ne doit servir d'argument ni pour, ni contre la théorie quantitative. Tout le monde est obligé d'admettre que la valeur totale des transactions effectuées est égale à la valeur des paiements faits en contre-partie. L'équation de l'échange et la théorie quantitative de la monnaie sont deux choses différentes. L'équation de l'échange ne fait qu'exprimer dans une formule claire l'égalité entre la valeur des marchandises et des services échangés et le montant des paiements effectués, mais par elle-même elle ne peut servir d'argument ni pour, ni contre la théorie quantitative.

§ 4 - La seconde forme de la théorie quantitative de la monnaie -

Cette seconde forme de la théorie quantitative de la monnaie est la plus répandue, la plus généralement admise. C'est à elle que l'on pense couramment, quand on parle de la théorie quantitative de la monnaie. Dans cette seconde forme de la théorie, on considère, monnaie et billets de banque, que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité; autrement dit que les prix sont en raison directe de la quantité de monnaie. Mais par monnaie on entend, non plus seulement l'or ou les métaux précieux, mais tout ce qui représente tout ce qui a cours libératoire, métaux précieux et billets de banque.

Sous sa première forme $P = M_0$, la théorie signifie que les variations de P sont parallèles aux variations de M_0 du stock d'or national. Sous sa seconde forme $P = \frac{M}{T}$, la théorie signifie que les variations de M et de P sont parallèles, les variations de P étant déterminées par les variations de M, monnaie métallique et billets.

Les prix varient donc en sens direct de la quantité de monnaie. Mais il n'en est ainsi qu'en faisant toujours abstraction de la marchandise, en supposant que la quantité de marchandise reste immobile. Si au contraire on veut tenir compte de la quantité de marchandises et des services, de la quantité des transactions, on dira, $P = \frac{M}{T}$ c'est-à-dire que P varie en

raison directe de la quantité de monnaie M et en raison inverse des transactions T. Mais dans cette seconde

de forme comme dans la première, il reste toujours que le facteur déterminant du mouvement des prix c'est la quantité de monnaie; si les prix baissent, lorsque la quantité de marchandises augmente, c'est parce que la monnaie n'a pas augmenté en quantité suffisante, c'est parce qu'il y a insuffisance de monnaie, de sorte que c'est toujours sur la monnaie que l'on met l'accent. On dit que les prix ont baissé à cause de l'insuffisance de monnaie, parce que la quantité de monnaie n'a pas crû aussi vite que les transactions.

Irving Fisher défend dans son ouvrage sur le pouvoir d'achat de la monnaie deux variantes de la théorie quantitative qui constituent ce que nous avons appelé la seconde et la troisième forme de cette théorie. Il soutient tantôt l'une, tantôt l'autre, sans qu'on sache quelle est véritablement sa théorie.

La théorie
d'Irving Fisher

On peut faire
d'après Fisher
abstraction des
éléments de
l'équation de
l'échange, au-
tres que la
quantité de mon-
naie

La vitesse de
la circulation
serait constan-
te.

La seconde forme de la théorie quantitative de la monnaie, telle que la présente Irving Fisher, se résume en deux points principaux : en premier lieu, Irving Fisher assure que dans l'équation de l'échange on peut ne pas tenir compte de V de M' et de V' de manière qu'il reste seulement M comme facteur monétaire agissant. En second lieu, il déclare que c'est la monnaie qui agit sur les prix, que les prix n'ont qu'un rôle passif.

Le premier point consiste à prétendre que les prix dépendant de la quantité de monnaie et qu'on peut faire abstraction des autres éléments de l'équation de l'échange de la vitesse de la circulation de la monnaie et des dépôts parce que, déclare Irving Fisher, les éléments autres que M sont liés à M par un certain rapport constant ou bien ne varient pas.

On peut d'abord négliger comme facteur déterminant la vitesse de la circulation V et V' . On peut la négliger, parce que, dit Irving Fisher, la vitesse de la circulation, à la condition de considérer un temps qui ne soit pas trop bref, reste à peu près constante. Il y a, dit-il, toujours un rapport identique, un rapport constant entre ce que chacun de nous détient en caisse ou en portefeuille et les paiements qu'il effectue, de sorte que la vitesse de la circulation ne varie pas.

Supposons un fonctionnaire, qui reçoit un traitement de mille francs par mois. Au commencement du mois, il a en caisse ou dans son portefeuille mille francs, et à la fin du mois, il n'a plus rien. Mais ces mille francs, qui constituent son traitement, il les dépense progressivement, de sorte qu'on peut dire qu'en moyenne il a 500 frs par mois dans sa caisse ou son portefeuille. Ces 500 frs lui ont permis de faire

re des achats de 1.000 frs pendant le mois. Le mois suivant le même jeu se répète. Il a de nouveau au commencement du mois en caisse une somme de 1.000 frs et rien à la fin, de sorte que son encaisse est en moyenne de 500 frs pendant ce mois. On peut donc dire que, pendant toute l'année, il a eu comme somme moyenne en caisse 500 frs et avec cette somme moyenne de 500 frs il a pu effectuer 12.000 frs de paiements. Ceci représente une vitesse de circulation de 12.000, c'est-à-dire 500.

re 24. La vitesse de la circulation est pour ce fonctionnaire de 24, c'est-à-dire qu'une unité monétaire, un franc en caisse lui sert en définitive, au cours de l'année, à effectuer 24 frs de paiement.

Pour Irving Fisher la vitesse de la circulation demeure toujours la même. En effet, supposons que par suite de certaines circonstances, ce fonctionnaire touche maintenant 2.000 frs par mois et qu'il les dépense de la même façon; la somme moyenne qu'il garde en caisse est de 1.000 frs; avec ces 1.000 frs, il paye 2.000 frs de dépenses par mois et pendant l'année la somme moyenne de 1.000 frs qu'il a en caisse ou en portefeuille lui permet de faire des achats pour une somme de 24.000 frs. La vitesse de la circulation est dans ce cas encore de 24.000, c'est-à-dire 24; elle n'a pas varié. Une 1.000 somme moyenne de 1.000 frs a permis de faire des paiements 24 fois plus élevés.

Il en est de même pour tout le monde. Les commerçants et les industriels ont toujours une encaisse à peu près proportionnelle aux paiements qu'ils effectuent. Si, dans une période de beaucoup plus grande activité, ils sont obligés d'augmenter leurs paiements, il faudra qu'ils augmentent leur encaisse. Si avec un million de francs en caisse en moyenne, un commerçant ou un industriel fait dans l'année 10 millions de paiements, lorsqu'il lui faudra faire 20 millions de paiements, il s'arrangera pour avoir une encaisse de 2 millions, de façon que la vitesse de la circulation de la monnaie reste toujours la même. Il est donc inutile, prétend Irving Fisher, de faire de la vitesse de la circulation de la monnaie un facteur causal du mouvement des prix, puisque cette vitesse

D'après Fisher ne varie pas.

le montant des dépôts est dans un rapport à un rapport à peu près constant avec le montant de la montant de la M¹ est dans un rapport à peu près constant avec M¹.

En second lieu, en ce qui concerne les dépôts, le montant des dépôts prétend Irving Fisher est dans un rapport à peu près constant avec le montant de la monnaie en circulation, monnaie métallique et billets;

monnaie en circulation

De sorte qu'on peut finalement en faire abstraction. Il en est ainsi parce que, déclare Irving Fisher, les particuliers s'efforcent de maintenir un rapport à peu près constant entre la monnaie qu'ils ont en caisse et leurs dépôts dans les banques.

D'autre part, ajoute Irving Fisher, la loi elle-même favorise cette constance du rapport entre les dépôts et la monnaie, entre M' et M . Ainsi par exemple aux Etats-Unis, les Banques Fédérales sont les banques d'émission et elles sont rattachées entre elles par un Bureau fédéral. La loi américaine fixe un rapport au-dessous duquel l'en-caisse des banques fédérales ne peut descendre. L'en-caisse des Banques Fédérales doit représenter au minimum 40% des billets. Mais la loi fixe aussi un rapport entre l'encaisse et les dépôts que peuvent recevoir les banques fédérales. Leur encaisse doit représenter 35% des dépôts. Il y a ainsi un rapport entre la monnaie en circulation entre M et l'encaisse et il y a aussi un rapport entre les dépôts, entre M' et l'encaisse; donc déclare un peu audacieusement Irving Fisher, il en résulte une sorte de rapport fixe entre la monnaie et les dépôts, entre M et M' , puisque tous deux sont dans un rapport légal avec l'encaisse.

Ainsi, pour la vitesse de la circulation on peut en faire abstraction, parce qu'elle ne varie pas et pour les dépôts leur montant est dans un rapport constant avec la monnaie en circulation, de sorte que l'on peut négliger M' , V et V' comme facteurs déterminant des variations. Il ne reste dans l'équation de l'échange $M V + M' V' = P T$ que M d'une part et $P T$ d'autre part. Quant à T , on le suppose immobile. Et à supposer que T ne demeure pas immobile, à supposer que T double, que la quantité des transactions double de sorte que les prix diminuent de moitié, on dit que M n'a pas augmenté suffisamment, qu'il y a insuffisance de monnaie et que cette insuffisance entraîne la baisse des prix.

Du raisonnement d'Irving Fisher, il résulte que l'on peut ne pas tenir compte de M' de V et de V' et que l'on a d'un côté M et P de l'autre.

D'après Fisher Or, et c'est le second point de la thèse d'Irving le facteur causal-Fisher, si $M = P$, le facteur causal des variations sal dans l'équation de l'échange. C'est la quantité de monnaie M ; ce change, c'est ne sont pas les prix qui commandent la quantité de monnaie. La valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité et les prix sont en raison directe de la quantité de monnaie; ils varient parce que varie la quantité de monnaie. Si l'on admettait que dans l'é-

uation de l'échange ce soit la quantité de monnaie qui dépende des prix, on abandonnerait la théorie quantitative. Si l'on reste fidèle à cette théorie, il faut dire que c'est M et non pas P qui est le facteur causal. Les prix individuels peuvent varier indépendamment de la monnaie, mais l'ensemble des prix ne peut varier que par suite d'une variation de la quantité de monnaie. P , dans l'équation de l'échange conserve toujours un rôle passif, ses variations obéissent aux variations de M .

Cette seconde forme de la théorie quantitative de la monnaie apparaît comme une théorie nationale; les prix dans chaque pays dépendent de la quantité de monnaie or et billets, qui s'y trouve. Lorsque l'on a exposé la première forme de la théorie quantitative, on a vu que les prix dépendent de la quantité d'or, qui se trouve dans le pays. Ici les prix dépendent de la quantité de monnaie, c'est-à-dire de l'or et des billets.

Mais on trouve presque toujours chez les économistes, qui défendent cette seconde forme de la théorie quantitative, comme chez ceux qui défendaient la première, une adhésion à une théorie quantitative internationale basée sur l'or. Par conséquent, en ce qui concerne les partisans de cette seconde forme de la théorie quantitative, ils diront, comme la théorie nationale basée sur l'or, que les prix dans chaque pays dépendent de la quantité de monnaie qui s'y trouve, mais ils diront en même temps que les prix dans le monde dépendent du stock d'or mondial, c'est-à-dire dépendent des variations dans la production de l'or.

Mais alors la question de savoir comment on peut soutenir à la fois la théorie nationale et la théorie internationale, quel est le pont entre ces deux théories, devient plus obscure. On déclare que les prix dépendent du stock d'or mondial et en même temps on déclare que les prix dans chaque pays dépendent de la quantité d'or et de billets qui s'y trouve. Mais il peut se faire que la production de l'or dans le monde augmente considérablement et que cependant la quantité de monnaie or et billets qui se trouve dans un pays, n'augmente pas ou n'augmente guère. Dans ce cas, les prix devraient augmenter d'après la théorie internationale et rester stationnaires d'après la théorie nationale.

Comment donc faire dépendre les prix de deux grandeurs, qui peuvent varier de façon différente ? Lorsqu'on a parlé de la théorie quantitative sous sa première forme, à la thèse nationale et à la thèse internationale, on a joint une troisième thèse, celle

de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Vraisemblablement, si l'on insistait auprès des économistes, qui soutiennent que les prix dans chaque pays dépendent de la quantité de monnaie qui s'y trouve et que les prix dans le monde dépendent du stock d'or mondial, ils se référeraient aussi à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

Seulement si cet équilibre dans la distribution mondiale de l'or pouvait servir à concilier la théorie nationale et la théorie internationale, lorsque toutes deux étaient basées sur l'or, comment peut-elle servir à concilier deux théories, dont l'une est basée sur l'or et l'autre sur l'or et les billets ? Lorsque les deux théories, théorie nationale et théorie internationale, comme dans la première forme de la théorie quantitative, étaient toutes deux basées sur l'or, on pouvait dire que quand il y a de l'or en excès dans un pays, cet or a tendance à s'en échapper, de sorte que finalement le stock d'or national dans chaque pays varie dans les mêmes proportions que le stock d'or international. Mais lorsqu'il s'agit de théories dont l'une est basée, non plus sur l'or, mais sur l'or et les billets, comment soutenir que l'or et les billets varient dans le même sens que le stock d'or international ? Certains pourront dire que c'est parce que dans chaque pays il y a un certain rapport à peu près constant entre l'or et les billets, mais alors il ne s'agit plus de la seconde forme de la théorie, il s'agit de la première, puisque c'est le stock d'or national, qui est le facteur déterminant des variations des prix nationaux.

§ 5 - Critique de la seconde forme de la théorie quantitative de la monnaie.

On ne peut faire abstraction des variations de la vitesse de la circulation

Dans cette seconde forme de la théorie quantitative de la monnaie, on fait abstraction de M' , de V et de V' et l'on prétend que M reste le seul facteur causal des prix.

Tout d'abord, est-il exact que l'on puisse faire abstraction des variations de la vitesse de la circulation de la monnaie, ainsi que de la vitesse de la circulation des dépôts. On nous dit qu'il peut en être fait abstraction, parce que cette vitesse reste à peu près constante, étant donné que les individus restent à peu près fidèles à leurs habitudes, qui leur font maintenir un rapport à peu près constant entre la monnaie qu'ils ont en caisse et les paiements qu'ils effectuent. Seulement on peut remarquer que lorsque l'on

invoque une habitude de cette nature, on invoque une fidélité à un rapport, à quelque chose d'abstrait. Or, il est vraisemblable que s'il y a habitude, fidélité à quelque chose ce sera, non pas à l'égard d'un rapport, mais à l'égard d'un fait concret. Les individus ont l'habitude de conserver en caisse une certaine somme pour effectuer leurs paiements. Ils restent fidèles à cette habitude pendant un certain temps. Quand les paiements à effectuer augmentent ou diminuent, ils y voient quelque chose de passager ou d'accidental et ils ne modifient pas immédiatement l'habitude de conserver une encaisse donnée. Il en résulte qu'avec la même encaisse on peut arriver à effectuer des paiements plus importants ou moins importants; mais alors ce sera le contraire de ce que prétend Irving Fisher, ce sera la variation dans la vitesse de la circulation. Comme on conserve la même encaisse pour effectuer des paiements plus importants ou moins importants, il en résulte des variations dans l'ordre de grandeur de V, qui tantôt augmentera, tantôt diminuera. Une série de faits semblent bien indiquer qu'il en est ainsi.

Les faits montrent que la vitesse de la circulation ne reste pas constante.

La Banque de France donne toute une série de renseignements sur ses opérations. Elle indique le solde moyen dans l'année des comptes courants créditeurs des particuliers, c'est-à-dire le solde moyen des dépôts des particuliers à la Banque de France. Avant la guerre, on pouvait constater que le montant du solde moyen des dépôts des particuliers à la Banque de France ne variait pas considérablement d'une année à l'autre. D'autre part, la Banque de France donne des renseignements sur le montant total des paiements effectués au moyen de ce solde moyen des dépôts. Or, le montant total des paiements effectués pendant l'année à l'aide du solde moyen des comptes courants créditeurs des particuliers change beaucoup d'une époque à une autre. Ce qui signifie bien qu'avec un solde moyen de dépôts, qui ne varie guère, on arrive à faire des paiements, tantôt plus considérables, tantôt moins importants.

Pendant une période de 31 années, entre 1877 et 1907, le solde moyen des comptes courants créditeurs des particuliers à la Banque de France s'est maintenu autour de 400 à 500 millions. Le minimum a été 370 millions et le maximum 526 millions. Au contraire, pour les paiements effectués à l'aide de ce solde moyen, l'amplitude du mouvement a été beaucoup plus considérable; Le total des paiements s'est présenté avec un minimum de 31 milliards et un maximum de 108 milliards. Donc une variation de simple au triple, alors pour le solde moyen des comptes courants créditeurs

la variation n'est que de 370 millions à 526 millions.

Si dans cette période de 31 années, on prend les deux années extrêmes, la première et la dernière, on trouve qu'en 1877, le solde moyen des comptes courants créditeurs était de 474 millions et en 1907 de 460 millions, soit à peu près les mêmes chiffres. Quant au total des paiements effectués, on trouve 31 milliards en 1877 et 104 milliards en 1907. Si l'on divise 31 milliards par 474 millions et 104 milliards par 460 millions, on trouve pour 1877 un quotient de 66 et pour 1907 un quotient de 226, c'est-à-dire que la vitesse de la circulation a été de 66 en 1877 et de 226 en 1907. En 1907, un franc en compte courant créditeur à la Banque a permis de payer trois fois plus qu'en 1877. La vitesse de la circulation a donc triplé entre le commencement et la fin de la période. Donc s'il y a une certaine fidélité à conserver à peu près toujours le même montant de dépôts, la vitesse de la circulation peut grandement varier. En trente ans, elle a varié comme du simple au triple.

Pour la période de l'après guerre, on peut donner un exemple de même nature; en 1921, le solde moyen des comptes courants créditeurs des particuliers à la Banque de France était de 2.900 millions et en 1924 de 2.200 millions, c'est-à-dire un peu plus faible. Quant au total des paiements effectués, il a été beaucoup plus considérable en 1924 qu'en 1921. En 1921, le total des paiements est de 562 milliards et en 1924 de 827 milliards. Si l'on fait le calcul comme précédemment, on trouve un quotient de 194 pour 1921 et de 376 pour 1924, de sorte que la vitesse de la circulation était en 1921 de 194 et en 1924 de 376. Elle a donc doublé. Quand les prix s'élèvent plus que ne le fait la circulation monétaire, industriels et commerçants arrivent à suffire à un total de paiements beaucoup plus considérable par l'accroissement de la vitesse de la circulation.

Voici un troisième exemple : en 1895, le journal de la Société des Statistiques de Paris a publié un article de M. des Essarts, qui a constaté que la vitesse de la circulation augmente considérablement dans la phase de prospérité, qui précède une crise périodique et diminue notablement dans la phase de dépression, qui suit la crise périodique. Dans la période de prospérité, il y a plus de paiements à effectuer et on arrive à les effectuer avec une augmentation de la vitesse de la circulation. Dans la période de dépression c'est le contraire; il y a moins de paiements à effectuer et on les effectue avec une diminu-

La vitesse de circulation augmente dans la période de prospérité et diminue dans la période de dépression

tion de la vitesse de la circulation.

Cette observation a été répétée dans tous les cycles qui se sont succédé, notamment dans le cycle actuel. En 1928, le solde moyen des comptes courants créditeurs à la Banque de France était de 12.700 millions; en 1933, en y comprenant le solde créditeur du compte courant de la caisse d'amortissement, le solde moyen des comptes courants créditeurs à la Banque de France est de 19.700 millions. Cependant, comme il était à prévoir, dans une année de dépression comme l'année 1933, les paiements ont été beaucoup moins importants qu'en 1928 année de prospérité. En 1928, les paiements se sont élevés à 1237 milliards et en 1933 à 982 milliards. Si on fait le calcul, on trouve comme vitesse de la circulation 97 en 1928 et 50 en 1933. Comme en 1933 l'activité économique a été beaucoup plus faible qu'en 1928, on a eu beaucoup moins de paiements à effectuer. Commerçants et industriels ont laissé leurs dépôts à la Banque et les ont utilisés beaucoup plus rarement, de sorte que la vitesse de la circulation a diminué. Ainsi, dans les cycles économiques, la vitesse de la circulation lointaine de rester constante, augmente dans la période de prospérité et diminue dans la période de dépression.

On sait que, de même qu'il y a des mouvements cycliques, il y a aussi des mouvements de longue durée. Il semble qu'en ce qui concerne les mouvements de longue durée des prix, on constate également des variations de la vitesse de la circulation. Dans les périodes de hausse des prix de longue durée, la vitesse de la circulation augmente à cause de la hausse des prix, et dans les périodes de baisse des prix de longue durée, la vitesse de la circulation diminue ou reste stationnaire. Voilà du moins ce qu'on peut constater en France entre 1850 et 1920. Pour plus de détails renvoi à l'ouvrage de M. Aftalion, Monnaie, prix et change.

Ainsi donc, contrairement à ce que croyait Irving Fisher, la vitesse de la circulation ne reste pas constante; elle subit des changements considérables.

Variations de la vitesse de la circulation dans les périodes de longue durée

Il n'existe pas de rapport cons-faire abstraction des dépôts, de M' , parce que ces deux derniers sont dans un rapport constant avec la quantité monnaie en circulation et la quantité de billets en circulation. Et cela pour deux raisons; d'abord, les particuliers ont tendance à conserver la même proportion de sommes en caisse et de sommes en banque; ensuite la monnaie en circulation étant dans un rapport légal fixe avec les réserves métalliques des Banques Fédérales de Réserve et les dépôts étant également dans un rapport légal fixe avec ces réserves, il en résulte un certain rapport constant entre M et M' .

Ces deux arguments sont ce qu'il y a de moins solide dans l'argumentation de Irving Fisher. Dire que les particuliers conservent la même proportion entre les sommes qu'ils ont en caisse et les sommes qu'ils ont en banque ne prouve nullement qu'il y ait un rapport constant entre la monnaie en circulation M et les dépôts M' . C'est surtout aux Etats-Unis qu'il faut étudier les faits, puisqu'Irving Fisher s'appuie surtout sur l'exemple américain. Il s'appuie sur les habitudes des gens, qui ont à la fois de l'argent en caisse et des dépôts en banque. Mais ce qui compte aux Etats-Unis pour M , pour la monnaie, ce sont les gens qui n'ont pas de compte en banque ou qui n'y ont qu'un faible compte, ceux qui payent avec de la monnaie, à savoir les ouvriers et les petits détaillants. Ce sont eux les véritables détenteurs de la monnaie aux Etats Unis. Ceux qui au contraire ont de gros comptes en Banque ce sont les industriels et les commerçants, qui font des paiements au moyen de chèques. Il est bizarre d'affirmer qu'il existe un rapport fixe entre M et M' en s'appuyant sur les habitudes de gens qui ont la totalité des dépôts, de M' et une petite partie seulement de la monnaie, des billets, de M . Les habitudes de ces gens ne prouvent rien sur le rapport de M' et de M .

De même pour l'autre argument, celui qui s'appuie sur le rapport légal qui existerait entre l'or et les billets et les dépôts et qui entraînerait un certain rapport indirect entre les billets et les dépôts. Le raisonnement est assez vicieux; en effet il suffit de réfléchir pour voir que le fait que les dépôts doivent être gagés par une certaine quantité d'or et que les billets doivent être gagés par une certaine quantité d'or ne prouve nullement que les billets et les dépôts soient dans un rapport constant les uns avec les autres. De plus, le rapport légal n'a rien à voir avec le rapport de fait, et ce rapport de fait est variable aux Etats-Unis. Les banques fédérales peuvent augmenter à volonté leurs dépôts ou les réduire sans maintenir un rapport constant entre leur encaisse et ces dépôts parce qu'en fait la quantité d'or qu'elles conservent est bien supérieure au rapport légal.

Seulement s'il y a là une partie très faible dans l'argumentation d'Irving Fisher, cela ne prouve pas grand'chose contre la théorie quantitative de la monnaie. Il n'y a qu'à corriger la formule d'Irving Fisher et dire que les prix dépendent de la quantité conjuguée de monnaie et de dépôts, que dans un sens large ce sont tous les instruments monétaires, monnaie et dépôts, M et M' qui agissent sur les prix. La thèse des

Correction
à la formule
d'Irving Fisher

partisans de la théorie quantitative ne se trouverait pas contredite par le fait que les dépôts ne sont pas dans un rapport constant avec la monnaie. Il suffit de dire que les prix dépendent de M et de M' , c'est-à-dire du total des instruments de paiement.

Irving Fisher nous dit encore que dans l'équation de l'échange les prix ont toujours un rôle passif et que c'est la monnaie seule qui a le rôle actif, que les variations des prix résultent de la quantité de monnaie. Mais il peut très bien arriver que les variations proviennent des prix. Indépendamment de la quantité de monnaie, des raisons psychologiques, changements de prix à l'étranger, prévisions sur les événements futurs sur l'état du marché, peuvent déterminer des variations de prix. Et ces variations de prix peuvent s'effectuer sans changement de M et sans qu'on se mette en contradiction avec l'équation de l'échange, parce que la vitesse de la circulation variera. Supposons que les prix montent, on pourra avec la même quantité de monnaie arriver à faire les paiements plus considérables qu'implique la hausse des prix. Si par exemple les prix doublent, on pourra, avec la même quantité de monnaie faire des paiements doubles, grâce au doublement de la vitesse de la circulation. Il faudra bien si M ne bouge pas que quelque chose varie dans la partie monétaire de l'équation et ce sera V , la vitesse de la circulation. Si P double, si M n'a pas changé, ce sera la vitesse de la circulation qui augmentera et qui permettra avec la même quantité de monnaie de faire des paiements doubles. Le facteur causal peut consister dans les prix et non plus dans la monnaie.

Il arrivera d'ailleurs qu'au bout d'un certain temps, M à son tour variera. Au début, V , on se servira de la même quantité d'instruments monétaires pour faire les paiements, mais peu à peu on se trouvera gêné par cette pénurie de monnaie. Alors les particuliers, qui ont des paiements plus élevés à effectuer pousseront l'augmentation de la quantité de monnaie. Industriels et commerçants directement ou indirectement porteront une plus grande quantité de papier à escompter à la Banque centrale; celle-ci émettra plus de billets, de sorte que M augmentera.

Quand il y a hausse des prix, pendant un certain temps la quantité de monnaie n'a pas besoin de croître parce que la même quantité de monnaie permet de satisfaire à des paiements plus considérables, grâce à l'augmentation de la vitesse de la circulation. Mais au bout d'un certain temps on voit la quantité de monnaie augmenter à son tour, parce que les inté-

Les prix n'ont pas toujours un rôle passif

ressés, qui ont besoin de monnaie, apportent une plus grande quantité de papier à escompter à la Banque Centrale, laquelle émet une plus grande quantité de monnaie. Les prix ont varié d'abord, ce sont eux qui ont entraîné les variations de la vitesse de la circulation et ensuite les variations de la quantité de monnaie. La valeur de la monnaie dans ce cas varie indépendamment de sa quantité. C'est la quantité même de monnaie qui, au bout d'un certain temps, varie à cause des mouvements des prix.

Voilà la critique générale de cette théorie. Mais ce qui est plus intéressant que cette critique générale, c'est la confrontation de la théorie avec les faits, c'est de rechercher si dans les faits on constate toujours des changements concordants entre la quantité de monnaie et les prix.

Après ces observations critiques générales sur la seconde forme de la théorie quantitative, il convient de confronter la théorie avec les faits, tant en ce qui concerne les mouvements cycliques que les mouvements de longue durée des prix.

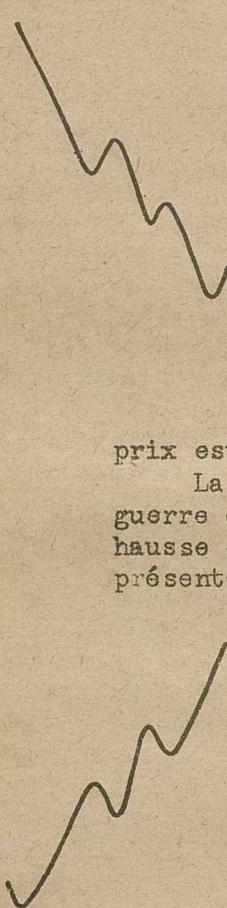
Mouvements cycliques et mouvements de longue durée

On sait ce qu'il faut entendre par ces expressions "mouvements cycliques" et "mouvements de longue durée". Les mouvements cycliques sont des mouvements qui se déroulent autour des grandes crises périodiques qui se sont succédé depuis un siècle à des intervalles variant de sept à onze ans. Depuis le milieu du 19ème siècle nous avons eu les crises de 1857, 1864, 1866, 1873, 1882, 1890, 1900, 1907, 1913 et depuis la guerre nous avons les crises de 1920 et de 1929. Les cycles sont constitués par des périodes de prospérité, qui précèdent la crise et par des périodes de dépression qui suivent la crise, prospérité et dépression réunies forment les deux phases d'un cycle qui se déroule périodiquement.

Mais en même temps que ces mouvements cycliques, il existe des mouvements de longue durée des prix, qui chevauchent à travers plusieurs cycles successifs. Dans une période de hausse ou de baisse de longue durée, les mouvements cycliques continuent. Mais, en même temps la tendance générale est, soit à la baisse, soit à la hausse.

Combinaison des deux mouvements

Je prends une période de baisse de longue durée, qui a duré de 1873 à 1896. Entre 1873 et 1896, il y a eu des variations cycliques et en même temps il y a eu un mouvement de longue durée, qui est un mouvement de baisse. Le mouvement de longue durée et les mouvements cycliques se combinent de la façon suivante : de 1873 à 1879, les prix baissent, puis il y a une petite hausse jusqu'en 1882, puis une baisse pro-



fonde à nouveau jusqu'en 1887, puis une faible hausse jusqu'en 1890 et de nouveau grande baisse jusqu'en 1896. Nous avons en même temps des mouvements cycliques et un mouvement de baisse de longue durée. Dans une période de baisse de longue durée, les courbes cycliques descendantes sont longues. Les phases cycliques de hausse sont brèves. Et cela parce que, pendant les périodes de dépression cycliques, les deux mouvements, mouvement de longue durée et mouvement cyclique sont dans le même sens. Au contraire pendant les périodes de prospérité cycliques les deux mouvements, mouvement de longue durée vers la baisse et mouvements cycliques vers la hausse se contrarient et l'ascension des prix est moins intense et plus courte.

La période, qui s'écoule depuis 1896 jusqu'à la guerre de 1914 est une période de longue durée de hausse et nous avons un mouvement tel que celui représenté sur le graphique ci-contre : ce sont les phases cycliques de prospérité, qui sont représentées par des lignes très longues, alors qu'au contraire les phases cycliques de dépression sont représentées par des lignes très courtes. Cette fois, c'est pendant les périodes de prospérité cyclique que les deux mouvements, mouvement de longue durée et mouvement cyclique sont dans le même sens et au contraire dans la dépression, le mouvement de longue durée et le mouvement cyclique sont en sens contraire, d'où moindre intensité de la baisse.

Les grands cycles

Il y a des économistes, qui ont déclaré que ces mouvements de longue durée de hausse et de baisse des prix, devaient être considérés comme constituant eux aussi de grands cycles, et ils ont émis l'hypothèse que depuis la fin du 18ème siècle, il fallait considérer que plusieurs grands cycles, d'un demi-siècle environ chacun, s'étaient ainsi succédé. Il y aurait eu un grand cycle allant de 1790, vers le milieu du 19ème siècle, avec une branche ascendante de 1790 à 1815 ou 1820 et une branche descendante de 1815 ou 1820 jusqu'en 1847. Puis de 1847 à la fin du 19ème siècle, il y aurait eu un second grand cycle de longue durée avec une branche ascendante depuis 1847 jusqu'en 1873 et une branche descendante jusqu'en 1896. Le premier grand cycle occupe la première moitié du 19ème siècle et le second grand cycle la seconde moitié. Puis vient un troisième grand cycle avec une

branche ascendante de 1896 jusqu'en 1920 et une branche descendante depuis 1920 et si le troisième cycle doit avoir comme les autres une cinquantaine d'années, la branche descendante se prolongerait jusque vers 1845.

Les mouvements de longue durée s'expliquent par les variations de l'or

On déclare que les mouvements de longue durée, qu'ils constituent ou non de véritables cycles, sont dûs aux variations de la production de l'or et confirment la théorie quantitative. C'est ainsi que pour en revenir à ce qui s'est produit depuis le milieu du 19ème siècle, il y a eu deux mouvements de hausse de longue durée, un mouvement de 1850 à 1873 et un mouvement de 1896 à 1920. Ces deux mouvements seraient d'après les partisans de la théorie quantitative, dûs à l'accroissement de la production de l'or; Ce seraient les découvertes des mines d'or de Californie et d'Australie qui, en jetant de gros stocks d'or sur le marché auraient provoqué la hausse des prix dans le troisième quart du 19ème siècle et ce seraient les mines d'or du Transvaal, qui auraient provoqué la hausse des prix dans la période de 1896 à 1920.

Entre ces deux périodes de hausse de longue durée, il y a une période de baisse de longue durée de 1873 à 1896. Cette période de baisse ne tient pas à la diminution du stock d'or mondial, puisque ce stock d'or, même quand la production de l'or est faible, diminue toujours. Mais lorsque la théorie quantitative déclare que les prix dépendent des quantités de monnaie c'est en supposant que la quantité des marchandises reste immobile. En réalité la théorie précise que les prix dépendent du rapport entre la quantité de monnaie et la quantité de marchandises. C'est pour faciliter l'explication que l'on ne parle que de l'augmentation de la quantité de monnaie, mais les partisans de la théorie ont toujours admis que les prix dépendent du rapport entre la quantité de marchandises et la quantité de monnaie. Si les prix ont baissé dans cette période c'est parce que la quantité de marchandises a continué de croître alors que la quantité de monnaie n'a pas suffisamment augmenté. Pour que les prix montent ou tout au moins pour qu'ils restent stationnaires, il faut que la quantité d'or extraite chaque année soit en rapport avec l'augmentation de la production. Le Professeur Cassel a même cru pouvoir affirmer qu'il faut que la quantité d'or augmente de 3% par an dans le monde pour que les prix restent au moins constants. La baisse qui s'est produite entre 1873 et 1896 s'expliquerait donc, non par une diminution du stock d'or mondial, mais par une insuffisance d'augmentation de ce stock.

De même pour ce qui est de la baisse des prix depuis 1920. Sans doute les mines du Transvaal produisent plus qu'auparavant, mais on déclare qu'il y a eu diminution de la production de l'or dans le monde, d'où baisse des prix. Il est vrai que dans ces quelques dernières années, la production de l'or tend à s'accroître, mais je n'insiste pas d'autant plus qu'on ajoute à cette considération de l'insuffisance de la production des considérations relatives à la mauvaise répartition de l'or dans le monde. On reviendra sur ces faits afin de rechercher s'ils ont vraiment ou non un rapport avec les mouvements des prix.

Pour le moment on se contente d'observer que cette confirmation de la théorie que l'on cherche dans les mouvements de longue durée est une confirmation de ce que l'on a appelé "la théorie internationale quantitative" basée sur l'or. Mais la seconde forme de la théorie quantitative est en même temps une théorie nationale basée sur la quantité de monnaie qui se trouve dans chaque pays. Ce qu'on vient de dire concernant les variations de la production de l'or et les variations des prix n'apporte aucune confirmation à la théorie nationale basée sur l'or; Et il reste qu'on ne voit pas très bien comment peut se concilier une théorie nationale quantitative basée sur l'ensemble de la monnaie, or et billets, et une théorie internationale basée uniquement sur l'or. Donc pour les mouvements de longue durée, il y a bien quelque chose qui pourrait sembler une confirmation de la théorie, mais il y a des réserves sur lesquelles on reviendra.

Pour les mouvements cycliques la théorie n'est pas confirmée

Pour les mouvements cycliques, la confirmation n'existe pas. On ne voit pas bien comment on pourrait chercher une confirmation de la théorie dans les mouvements cycliques de l'or qui rendraient compte des mouvements cycliques des prix. Il n'y a pas de raison pour que pendant trois ou quatre ans la quantité d'or augmente déterminant une phase cyclique de prospérité et que durant trois ou quatre ans, la production de l'or diminue, déterminant une phase cyclique de dépression.

Reste la théorie nationale basée sur l'ensemble de la monnaie dans un pays, sur M. Les faits sur ce point sont plutôt en contradiction avec la théorie quantitative sous sa seconde forme. Pendant les périodes de prospérité qui précèdent la crise, les prix haussent d'ordinaire, il faut prendre soin de dire d'ordinaire, parce que dans la phase de prospérité qui a précédé la crise de 1929, la hausse des prix a été à peine sensible et pas constante; dès 1925, les prix mondiaux ont baissé, alors que la pros-

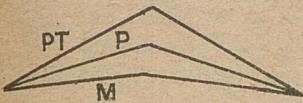
périté a subsisté; Mais en général, la phase de prospérité cyclique est caractérisée par la hausse des prix et également par l'augmentation du volume des échanges, du volume des transactions. Dans la phase

de prospérité P augmente, T augmente aussi, de sorte que P T la valeur totale des transactions augmente sensiblement. Dans la phase de dépression, c'est l'inverse. Les prix baissent, les transactions diminuent également et P T le total des paiements diminue très fortement. Quant à la

quantité de monnaie, on constate bien qu'elle augmente dans la phase de prospérité et diminue dans la phase de dépression. Mais cette augmentation est très modérée par rapport aux prix et au volume total des transactions. La quantité de monnaie dans la phase de prospérité n'augmente que faiblement et la phase de dépression elle ne diminue que de peu. Par conséquent le mouvement des prix n'apparaît pas déterminé par le mouvement de la quantité de monnaie. On a donc l'impression que ce sont les mouvements des prix, qui commandent la quantité de monnaie. Les variations cycliques ne semblent guère confirmer la théorie quantitative de la monnaie. C'est pourquoi déjà dans son ouvrage sur les prix, paru avant la guerre, M. Aftalion estimait que les faits, qui n'étaient pas contraires à la théorie quantitative quant aux mouvements de longue durée, ne semblaient pas conformes à cette théorie quantitative quant aux mouvements cycliques. Mais ce sont les faits survenus depuis la guerre, qui ont déterminé M. Aftalion à abandonner complètement la théorie quantitative.

Si l'on jette un regard sur l'histoire des prix en France depuis 1914, on trouve bien des raisons de douter de la théorie. De 1914 à 1926, c'est-à-dire pendant la période de l'inconvertibilité des billets pendant la période du papier monnaie, du cours forcé en France, nous avons un très bon terrain d'observation pour la théorie quantitative. Lorsque l'on est sous le régime de l'étalon-or, la discussion et le contrôle deviennent difficiles, parce que quand on trouve des faits contraires à la théorie quantitative nationale, on objecte le mouvement mondial de l'or. On joue des deux théories, nationale et internationale, pour obscurcir la discussion. Au contraire, quand on est en période de papier monnaie, l'or n'intervient plus, on ne peut plus parler des mouvements internationaux. Il n'y a plus interchangeabilité entre la monnaie nationale et la monnaie étrangère. Pour que la théorie quantitative se vérifie, il faut que ce

La période du cours forcé en France est un bon terrain d'observation



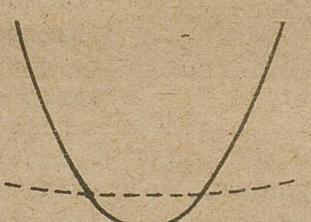
soient les mouvements quantitatifs du papier monnaie du pays qui déterminent les mouvements des prix de ce pays. Or, en France de 1914 à 1926, si l'on compare les mouvements de la quantité de monnaie et les mouvements des prix, on ne constate plus un parallélisme constant entre ces mouvements; il y a bien certaines concordances, mais il y a aussi discordances.

Discordance entre le mouvement de la circulation et celui des prix dans la période 1920-1924 en France

La discordance la plus caractéristique entre le mouvement de la circulation et le mouvement des prix apparaît de 1920 à 1924. De 1920 à 1924, pour les prix, on constate deux grands mouvements, une baisse très forte de 1920 à 1922 et ensuite une hausse considérable de 1922 à 1924. Dans cette même période, au contraire, la circulation monétaire n'accuse que des variations à peine sensibles. Au lieu des grands mouvements, qui caractérisent les prix, ce sont de simples ondulations de la circulation, légère baisse jusqu'en 1922 et légère augmentation jusqu'en 1924. De 1920 à 1922, la baisse a été de 48% pour les prix et de 4% seulement pour la circulation monétaire. Quant à la hausse de 1922 à 1924, elle a été pour les prix de 78% et pour la circulation monétaire de 8% seulement. Dans cette période, M varie très peu, alors que P varie considérablement.

Divers procédés statistiques que l'on trouve décrits dans l'ouvrage de M. Aftalion "Monnaie, prix et change" permettent de déclarer que les variations des prix sont à peu près cinq ou six fois plus fortes durant cette période que les variations de la circulation monétaire.

Dans cet ouvrage, on trouve aussi une série de graphiques, qui permet de bien éclaircir ce qui s'est passé. Lorsque l'on considère dans cette période les deux courbes de la circulation et des prix, on constate de grandes variations pour la courbe des prix, alors que la courbe de la circulation apparaît presque stationnaire; Pour la courbe des prix nous avons un



grand mouvement de baisse jusqu'en 1922, suivi d'un grand mouvement de hausse, au contraire, pour la courbe de la circulation, il y a une légère inflexion vers la baisse, puis une légère inflexion vers la hausse.

M. Aftalion a voulu savoir quelle était la discordance exacte entre la courbe de la circulation et la courbe des prix. Par certains procédés statistiques, il a pu modifier l'aspect des courbes, grossir les inflexions de la courbe de la circulation pour les adapter davantage aux in-

flexions de la courbe des prix; Il a grossi de cinq à six fois le mouvement de la circulation. En agissant ainsi, il est arrivé à un second graphique, qui est à peu près le graphique ci-contre. On constate bien alors que les prix et la circulation ont à peu près varié dans le même sens; Mais aussitôt apparaît une autre observation, à savoir : que les mouvements de la circulation ont été postérieurs aux mouvements des prix. Si on considère l'ensemble des variations de détail, on trouve qu'en moyenne, pour toute la période, le retard de la circulation sur les prix est de deux mois entre 1920 et 1924.

Alors M. Aftalion a eu l'idée de construire un nouveau graphique, où il rapproche la courbe de la circulation de celle des prix. Il la rejette vers la droite, il la rapproche de deux mois de la courbe des prix; en face des prix de Janvier, il met les indices de la circulation de Mars, en face des prix de Février, il met les indices de la circulation d'Avril et ainsi de suite. Ayant ainsi avancé la circulation de deux mois, il arrive à un troisième graphique. Le résultat n'est pas entièrement satisfaisant. Les deux courbes ne cadrent pas. Dans la période de baisse, la courbe de la circulation est encore en retard sur la courbe des prix; dans la période de hausse au contraire, elle est en avance sur la courbe des prix.

On a alors séparé les deux mouvements et fait un quatrième graphique. La courbe de la circulation est avancée de cinq mois dans la période de baisse et de un mois dans la période de hausse; alors les deux courbes de la circulation et des prix coïncident dans plusieurs de leurs parties. On trouvera ces courbes dans l'ouvrage de M. Aftalion, "Monnaie, prix et change".

L'enseignement tiré de ces quatre graphiques paraît très net, il montre : 1°) qu'il y a bien eu similitude de direction dans les mouvements, mais que 2°) il y a amplitude plus grande pour les mouvements des prix que pour les mouvements de la circulation, amplitude cinq ou six fois plus forte pour les prix que pour la circulation; 3°) Les mouvements de la circulation ont été postérieurs à ceux des prix; le retard moyen de la circula-

Les mouvements des prix ont commandé les mouvements de la circulation

tion sur les prix a été de cinq mois pour la période de baisse et de un mois pour la période de hausse. D'où cette conclusion générale que, pendant cette période, ce sont les mouvements des prix qui ont commandé les mouvements de la circulation, puisque ces mouvements des prix ont été beaucoup plus amples que ceux de la circulation et qu'ils ont été antérieurs; c'est P qui a commandé M.

Les mouvements du change et les prix or extérieurs, facteurs du mouvement des prix

On trouvera encore dans l'ouvrage de M. Aftalion "Monnaie, prix et change" une nouvelle série de graphiques, par lesquels on a cherché à voir quels ont été les facteurs du mouvement des prix. Ces facteurs du mouvement des prix ce sont le change ou plutôt les mouvements du change et les prix or extérieurs. Ce sont les prix or extérieurs qui, à la suite des variations du change, ont entraîné les grandes variations de prix, que l'on vient d'indiquer.

Supposons que le cours du dollar s'élève en France. Le dollar valait avant la guerre 5 frs 18, mettons cinq francs. Supposons que le dollar, au lieu de valoir cinq francs vaille maintenant dix francs, et supposons que les prix restent immobiles en France; cela signifie que les prix or français ont baissé de moitié. Voilà un article, qui valait un dollar à l'étranger et cinq francs en France. Les prix étaient à égalité. Maintenant que le dollar vaut dix francs en France, si ce même article se vend toujours cinq francs en France, ces cinq francs ne valent maintenant qu'un demi-dollar. Cela représente une baisse de moitié des prix or français.

Mais à cause des relations internationales cette baisse ne peut pas durer; Il y a une certaine catégorie de produits pour lesquels la hausse des prix doit être très rapide, à moins que les produits cessent d'être vendus en France, ce sont les produits importés.

Si un article se vendait à l'étranger un dollar, il se vendait en France cinq francs. Aujourd'hui, l'importateur français continue d'acheter cet article à l'étranger un dollar, mais ce dollar valant dix francs en France, pour que cet importateur retrouve ce dollar et continue ses achats à l'étranger, il faut qu'il vende le produit au moins dix francs. Le produit importé, qui se vendait auparavant cinq francs, doit, après la hausse du dollar, se vendre dix francs, à moins qu'il ne cesse de se vendre complètement. Les prix des produits importés doivent suivre fidèlement les variations des prix étrangers.

Si l'on trace pour la période de 1920 à 1924 une courbe combinée des changes et des prix étrangers, on

constate que de 1920 à 1924, cette courbe a fortement baissé pendant la première moitié de la période et haussé pendant la seconde. Si l'on confronte avec cette courbe les mouvements des prix français, on observe qu'il y a identité d'allure presque complète entre cette courbe combinée des indices des prix or étrangers et du change et la courbe des prix des produits d'importation en France. Identité qui s'explique par le raisonnement tenu précédemment.

Quant à la courbe des prix des produits domestiques français elle accuse une baisse sensible moindre de 1922 à 1924. Les prix des produits domestiques ont suivi avec un certain retard le mouvement venu de l'étranger, le mouvement des prix des produits d'importation.

Ceci montre bien que le mouvement ne venait pas de l'intérieur, mais de l'extérieur. Les changes variaient d'abord et à cause de cette variation les prix or extérieurs déterminaient une variation quasi-égale des prix des produits d'importation, puis les prix des produits domestiques, quoiqu'avec moins d'intensité, suivaient.

De sorte que cette nouvelle série de graphiques nous montre que l'ordre de succession était le suivant: 1°) variation du change; 2° Variation des prix des produits d'importation sous l'influence des prix or extérieurs; 3°) Variation des prix des produits domestiques. Et si l'on rattache ces résultats à l'enseignement qui se dégage de la première série de graphiques on dira 4°) variation des quantités de monnaie en circulation. Ainsi le mouvement est venu de l'extérieur; les changes ont varié d'abord, puis les prix, puis la quantité de monnaie en circulation. Les changes ont varié fortement, les prix ont varié moins fortement quand il s'est agi des produits domestiques et la quantité de monnaie a varié encore dans des proportions moindres. Tout le mouvement est venu de l'étranger et a entraîné la série de répercussions indiquée. Voilà ce qu'enseigne très nettement la confrontation du mouvement des prix et du mouvement de la circulation en France de 1920 à 1924, et ces discordances jointes à d'autres sur lesquelles on n'insiste pas, obligent à rejeter la théorie quantitative de la monnaie sous sa seconde forme.

Pour terminer avec la critique de cette seconde forme de la théorie quantitative, il faut dire un mot d'une réserve qu'Irving Fisher a apportée à sa théorie, réserve qui est souvent reprise par d'autres économistes. Il déclare que peut-être la théorie ne vaut pas pour les mouvements de transition. Dans l'es-

Réserve apportée
à sa théorie
par Irving Fisher

prit de Fisher ces mouvements de transition c'étaient les variations saisonnières. D'autres économistes reprennent cette idée de périodes de transition pendant lesquelles la théorie quantitative ne s'appliquerait pas. Et alors la théorie deviendrait irréfutable. Si en effet l'on invoque les contradictions constatées pendant la guerre, on répond que la guerre est une période exceptionnelle, qui ne peut entrer en ligne de compte; Si l'on invoque les faits postérieurs à la guerre, on déclare que l'on est dans une période de transition. Si l'on invoque les dérogations cycliques, on déclare que les cycles ont quelque chose de transitoire, qu'ils représentent des périodes de déséquilibre et qu'on ne peut pas non plus en tenir compte. La théorie quantitative de la monnaie devient ainsi très difficile à combattre, puisqu'on est toujours dans une période de transition. En effet, on sort toujours d'un mouvement pour entrer dans un autre. Une théorie ne peut se vérifier que quand il y a des changements. Si elle ne vaut que quand il n'y a pas de changement, on se demande quel intérêt elle peut présenter. Une théorie doit être explicative et elle n'est explicative que si elle explique les changements qui se produisent; Elle doit donc se vérifier dans les périodes où il y a des changements. Si elle ne se vérifie pas dans ces périodes elle n'existe pas.

§ 6 - La troisième forme de la théorie quantitative -

On trouve encore cette troisième forme de la théorie quantitative chez Irving Fisher, qui semble soutenir, tantôt la seconde forme, tantôt la troisième forme. L'idée qui domine ces diverses variantes de la théorie quantitative c'est que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité, mais par monnaie on entend des choses différentes, suivant la forme de la théorie que l'on considère. Dans la première forme, la monnaie c'était l'or; dans la seconde forme c'est l'or et les billets; dans la troisième forme ce sont tous les éléments monétaires, qui se trouvent dans le premier membre de l'équation de l'échange, à savoir M , V , M' et V' .

Dans la troisième forme de la théorie quantitative comme dans les deux précédentes, l'idée générale est toujours la même à savoir : que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité. Dans la première forme de la théorie on entendait par quantité de monnaie la quantité d'or, ce qu'on a appelé M_0 . Dans la seconde forme de la théorie, la quantité

de monnaie était l'or et les billets, tout ce qui a cours libératoire, ce que l'on a appelé M. Dans la troisième forme de la théorie, on fait entrer dans la notion de quantité de monnaie, non seulement la monnaie M, mais aussi les dépôts M'. Et également la vitesse de circulation soit de la monnaie soit des dépôts, ce que l'on a appelé V et V' : une monnaie qui circule plus vite c'est comme une monnaie accrue; De sorte que, dans ce sens très large, la quantité de monnaie c'est à la fois la monnaie, les dépôts et leurs vitesses de circulation respectives; ce sont tous les éléments qui figurent dans la partie gauche de l'équation de l'échange; c'est l'ensemble des instruments monétaires multipliés par leurs vitesses de circulation.

L'essentiel
de la troisième
forme de la thé-
orie quantita-
tive

Quel est l'essentiel de cette troisième forme de la théorie quantitative ?

Si l'on suppose que les transactions restent immobiles, ce qui est l'essentiel de la troisième forme de la théorie, ce ne peut pas être l'égalité entre les deux termes de l'équation de l'échange.

Prétendre que la théorie quantitative serait une théorie d'après laquelle la monnaie multipliée par sa vitesse de circulation est égale à P T, ce serait à force d'élargir la théorie, lui enlever tout intérêt, ce serait à force de l'étendre l'annihiler, lui retirer tout caractère de théorie. Réduire la théorie quantitative à la simple constatation que formule l'équation de l'échange, c'est simplement formuler un truisme, mais ce n'est pas une théorie. Ce qui caractérise cette troisième forme de la théorie quantitative, c'est l'affirmation que les changements nécessairement identiques dans les deux branches de l'équation de l'échange sont dus aux éléments monétaires, aux éléments qui figurent dans la partie gauche de cette équation, sont dus soit à M, soit à M', soit à V, soit à V' et ne sont jamais dus aux prix. Les variations dans l'équation de l'échange sont dues aux variations de la quantité de monnaie, la monnaie étant prise dans un sens large et ces variations ne sont pas dues aux variations des prix.

Il faut bien qu'il y ait égalité entre les deux termes de l'équation de l'échange. Mais ce qu'affirme la théorie quantitative sous sa troisième forme c'est que l'action causale appartient toujours aux facteurs monétaires. C'est cette action causale attribuée aux facteurs monétaires qui constitue l'essentiel de la théorie quantitative sous sa troisième forme. Les prix ne sont qu'un effet, ils n'ont qu'un rôle passif. C'est par là seulement que l'on peut encore parler

de fidélité à la théorie quantitative. L'essentiel de la théorie c'est toujours que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité. La troisième forme de la théorie reste fidèle à cette notion que les prix dépendent de la quantité de monnaie. Mais la quantité de monnaie ce n'est plus seulement M , ce n'est plus seulement M' , mais c'est la monnaie et les dépôts, multipliés par leurs vitesses de circulation.

Il n'y a théorie quantitative que si l'on admet que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité, sauf à donner à cette notion de monnaie une acception plus large.

Ceci m'amène à présenter une observation sur certaines opinions parfois émises. Devant les critiques adressées à la théorie quantitative, certains économistes déclarent qu'ils sont toujours partisans de cette théorie, mais en concédant que dans l'équation de l'échange, ce soient tantôt les facteurs monétaires, qui agissent sur les prix et tantôt les prix qui agissent sur les éléments monétaires. Ce pourrait n'être là qu'une question de terminologie. Mais en réalité c'est une attitude un peu dangereuse pour la science, parce que ces économistes qui, devant la pression des faits, acceptent que parfois ce soient les prix qui exercent l'action causale, une fois cette concession faite pour se mettre en règle avec les faits, oublient par la suite cette concession et reviennent aux formes habituelles de la théorie quantitative, d'après lesquelles ce sont les facteurs monétaires qui commandent les prix.

En réalité, il n'y a de théorie quantitative de la monnaie que si l'on admet que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité. Si au contraire on admet que parfois la valeur de la monnaie dépend de sa quantité et que parfois elle n'en dépend pas, on abandonne la théorie quantitative. Si l'on admet que parfois ce sont les prix qui varient d'abord et qui entraînent les changements dans la quantité de monnaie, on déclare que la valeur de la monnaie peut varier indépendamment de sa quantité. Admettre que la valeur de la monnaie peut varier indépendamment de sa quantité, c'est abandonner la théorie quantitative.

Si l'on admet que les prix puissent agir sur la quantité de monnaie, il faut se demander de quoi dépendent les prix. S'ils ne dépendent plus de la quantité de monnaie, ils doivent dépendre d'autres facteurs, de facteurs très divers, de facteurs psychologiques ou autres. Alors on n'est plus en présence d'une théorie quantitative, mais d'une théorie qualitative de la monnaie, théorie d'après laquelle la valeur de la

De quoi dépendent les prix

monnaie ne dépend plus de sa quantité, mais dépend de facteurs indépendants de cette quantité, de facteurs autres que la quantité de monnaie, de facteurs qualitatifs. Pour rester dans la théorie quantitative, il faut estimer que c'est la quantité de monnaie qui commande les prix, que la valeur de la monnaie dépend de sa quantité.

Il ne faut pas objecter que la théorie quantitative a toujours admis qu'en dehors des facteurs monétaires, la quantité de marchandises puisse agir sur les prix. En réalité, c'est pour employer une formule elliptique que l'on néglige la quantité des transactions et que l'on dit que la valeur de la monnaie dépend uniquement de sa quantité. La théorie quantitative a toujours prétendu que la valeur de la monnaie dépend du rapport entre la quantité de monnaie et la quantité de marchandises. Mais on ajoute que s'il y a variation dans la quantité des marchandises, que le facteur causal est toujours la monnaie, que c'est parce qu'il y a insuffisance ou excès de monnaie que les prix varient. Si par exemple la quantité de marchandises augmente, la quantité de monnaie restant immobile, les prix doivent baisser, mais on dit que les prix doivent baisser, parce qu'il y a insuffisance de monnaie; de sorte que c'est toujours le facteur monétaire, qui reste le facteur causal. Ainsi quand on fait intervenir la quantité des transactions, on reste toujours dans la théorie quantitative, on déclare toujours que la valeur de la monnaie dépend du rapport entre la quantité de monnaie et la quantité des marchandises. Mais si l'on prétend que tantôt la valeur de la monnaie dépend de sa quantité, et que tantôt la valeur de la monnaie n'en dépend pas, on sort de la théorie quantitative. Par conséquent, comme le soutiennent les partisans logiques de la troisième forme de la théorie quantitative, la caractéristique de cette troisième forme, c'est que ce sont les facteurs monétaires, compris dans le sens large, qui commandent les variations des prix; les prix ont toujours un rôle passif, l'action causale appartient aux facteurs

La différence entre partisans et adversaires de la théorie quantitative est M, M', V et V', il en résulte que les discordances dans la détermination de l'action causale

et adversaires de la théorie quantitative est M, M', V et V', il en résulte que les discordances dans la détermination de l'action causale

Si par monnaie on comprend la monnaie dans un sens large avec tous les éléments que l'on a appelés signalées précédemment entre la quantité de monnaie et les prix, entre M et P, ne sont plus une objection à la troisième forme de la théorie quantitative. Dans certaines périodes, on a montré précédemment que les prix ont augmenté beaucoup plus que la quantité de monnaie, que M. C'était là une contradiction à la thé-

orie quantitative sous sa seconde forme, mais ce n'est pas nécessairement une contradiction à la théorie quantitative sous sa troisième forme. Les partisans de la troisième forme de la théorie nous diraient que sans doute P a augmenté plus que M , mais que c'est parce que c'est un autre facteur monétaire qui a agi, c'est par exemple M' ou le plus souvent V , la vitesse de la circulation. Si les prix ont augmenté plus que M , il faut bien que dans l'équation de l'échange quelque chose ait varié. Si ce n'est pas M , on déclare que c'est M' , V ou V' , qui sont le facteur causal de cette hausse des prix. Donc les discordances signalées et qui étaient des objections à la seconde forme de la théorie ne sont plus une objection à la troisième forme.

Mais d'autre part, il faut bien comprendre que si les mouvements allégués de M' , de V ou de V' , se sont bien produits, cela n'implique pas confirmation de la théorie quantitative sous sa troisième forme. Il ne suffit pas qu'on montre que, quand P a augmenté plus que M , V a augmenté, pour que la théorie quantitative se vérifie. Cette augmentation de V , à défaut de M est, en effet, forcée. Elle est nécessairement impliquée dans l'équation de l'échange. Si P augmente plus que M , il faut bien que quelque chose dans la partie gauche de l'équation ait varié. Ce sera soit V' , soit M' . La théorie quantitative ne se vérifie que si l'on montre, non seulement qu'à défaut de M , un autre élément monétaire a varié, mais que c'est cet élément monétaire, qui a été le facteur de la variation des prix, que c'est cet élément monétaire qui ayant varié d'abord, a entraîné par voie de conséquence, la variation des prix, que le facteur causal est toujours, à défaut de M , un autre élément monétaire. Si par exemple il s'agit de V , il faut prouver que ce sont bien les variations de V , qui ont été la cause de changements des variations de P .

C'est toujours dans la détermination de l'action causale que persiste la différence entre les adversaires et les partisans de la théorie quantitative. Pour les adversaires de la théorie quantitative l'équation de l'échange pose également, sous certaines réserves une vérité. Pour eux aussi, du moment qu'il y a discordance entre M et P , il faut bien qu'il y ait variation de V . Si les prix ont doublé, alors que la quantité de monnaie est restée immobile, il faut bien que la vitesse de sa circulation ait doublé; Seulement les adversaires de la théorie quantitative contestent que ces changements de la vitesse de la circulation soient nécessairement toujours la cause des changes-

ments des prix, des variations de P. Sans doute il peut arriver que M ou V aient varié pour des raisons propres et que les prix aient varié ensuite. Mais fréquemment aussi ce sont les prix, qui ont varié d'abord et qui ont exercé une action causale, soit sur V, soit même plus tard sur M.

Lorsque, en France, dans la période de 1922 à 1924 les prix ont monté, alors que la circulation monétaire n'a guère varié, les adversaires de la théorie quantitative admettent, comme ses partisans, que la vitesse de la circulation s'est nécessairement accélérée. Seulement, les adversaires de la théorie quantitative déclarent que ce sont les prix qui ont varié pour certaines causes qui leur sont propres, et que c'est la vitesse de la circulation qui a suivi. C'est la hausse des prix, qui a entraîné un changement de la vitesse de la circulation. Il faut bien, pour effectuer des paiements accrus avec la même quantité de monnaie, que la vitesse de la circulation ait augmenté.

On peut ajouter que souvent, après un changement dans les prix indépendants des facteurs monétaires, si l'on voit d'abord varier la vitesse de la circulation, on voit plus tard varier aussi la quantité de monnaie elle-même. C'est donc en ce qui concerne l'action causale que subsiste une différence entre partisans et adversaires de la théorie quantitative sous sa troisième forme.

§ 7 - Critique de la troisième forme de la théorie quantitative -

La critique de la troisième forme de la théorie doit être nécessairement plus subtile, plus complexe que la critique de la seconde forme. Il n'y a plus ici de discordances brutales à opposer à la théorie quantitative, puisque, comme on l'a dit, ni les discordances entre M et P ne peuvent lui être opposées, ni les concordances ne peuvent être invoquées en sa faveur. On arrive cependant à montrer que la théorie sous sa troisième forme prête à objections.

Objections.
Souvent les
prix précè-
dent d'un
temps assez
long les paie-
ments

Une première objection peut être tirée du fait, auquel on a déjà fait allusion précédemment, à savoir que souvent les prix précèdent d'un temps assez long les paiements. Si l'établissement des prix précède d'un mois, deux mois, trois mois, l'époque des paiements, cela montre que les changements de prix ne dépendent pas de la quantité de monnaie en circulation. Je rappelle l'objection et je la généralise en indiquant que si les prix peuvent varier avant le paiement, cela signifie que

"Les Cours de Droit"

Source : BIU Cujas
3, PLACE DE LA SORBONNE 3

U

Répétitions Ecrites et Orales

Reproduction interdite

les prix peuvent varier avant qu'aient varié ou M ou M' ou V ou V'. Sans doute il n'en est pas toujours ainsi; Il peut y avoir des variations de la quantité de monnaie, qui commandent les prix. Mais lorsque l'établissement des prix précède les paiements, ce peuvent être des changements dans les prix qui précèdent les changements dans les paiements. Si par exemple les prix montent, il faut bien qu'au bout de quelque temps le montant des paiements augmente, puisque les transactions effectuées doivent être payées un prix plus élevé. Mais s'il y retard du paiement sur les prix, ce changement de M, de M' de V ou de V' ne s'observera que plus tard. L'égalité entre les deux membres de l'équation de l'échange s'établira bien, mais ce sera par une variation des facteurs monétaires postérieurs à la variation des prix; Dans ce cas donc, ce n'est pas le facteur monétaire qui commande les variations des prix.

Les commandes anticipées

Voici maintenant une seconde objection, qui est d'ailleurs un corollaire de la première. Elle est tirée du fait des commandes anticipées. Il y a toujours des commandes anticipées. Mais c'est surtout dans les périodes de hausse des prix que les commandes anticipées, les ordres à livrer se multiplient. Comme l'on voit que la hausse s'accentue, on se hâte d'acheter immédiatement des marchandises, qui ne seront livrées que dans un mois, deux mois, trois mois, parfois même six mois, un an ou dix huit mois plus tard. Dans certaines périodes de prospérité les usines arrivent à vendre d'avance leur production d'un an ou de dix huit mois; Dans ce cas, il est manifeste que les prix sont indépendants des variations de la quantité de monnaie. Les prix auxquels s'établissent les commandes anticipées sont indépendants des quantités de monnaie, puisque les prix changent aujourd'hui et que la quantité de monnaie accrue, qu'il faudra employer pour payer ces marchandises, n'entrera en circulation que dans six mois, un an ou dix huit mois plus tard, lorsque se feront les livraisons. Dans l'équation de l'échange ce seront les paiements qui s'ajusteront aux prix, ce sont les éléments monétaires qui s'ajusteront aux variations des prix. Or le facteur des variations des prix, c'est le facteur psychologique; c'est la crainte d'une hausse plus grande, qui multiplie les commandes anticipées et accentue la hausse; c'est cette hausse des prix, survenue à raison de facteurs psychologiques qui finira par agir sur la quantité de monnaie, par entraîner des variations de V et même des variations de M.

Voici maintenant une troisième objection, qui se

Changements de prix dus aux variations des prix extérieurs. rattache encore à la première et qui peut être tirée des changements de prix dus aux variations des prix extérieurs. Nous sommes tous les jours témoins de variations de prix en France, dues aux variations des prix à l'étranger. Prenons n'importe quel grand marché de marchandises, qui ne soit pas très protégé par des droits de douane, le marché du pétrole, le marché du café, le marché du coton, de la laine, tous les jours en signalent des variations de prix dues au fait que les prix du pétrole, du café, du coton, ont varié à l'étranger. Les changements de prix, qui se produisent à New-York, à Chicago, à Liverpool, au Brésil, entraînent des changements des prix en France; Qu'il y ait à l'étranger des facteurs quelconques de changement des prix, changements politiques, guerre, récoltes déficitaires, ces changements de prix à l'étranger entraînent des changements de prix en France. Les modifications des prix se produisent bien avant que la vitesse de la circulation de la monnaie n'ait eu le temps de se modifier. Ce n'est pas parce qu'il y a eu variation de la quantité de monnaie, variation de la vitesse de la circulation en France, c'est parce que l'on a reçu une dépêche ou une communication téléphonique de l'étranger que les prix varient instantanément en France.

Voilà une série de critiques générales, que l'on peut faire à la troisième forme de la théorie quantitative, et qui servent à montrer que très souvent les prix varient avant qu'un changement ne se soit produit dans aucun des éléments monétaires de l'échange. Il faut maintenant examiner de plus près ce qui s'est passé dans certaines des périodes que nous avons précédemment étudiées, soit dans certaines périodes de hausse des prix consécutives à des hausses des changes étrangers, soit dans certaines périodes cycliques.

Reprendons l'exemple relatif au papier monnaie en France, la période de 1920 à 1924 ou simplement la période de hausse des prix entre 1922 et 1924. On a vu que dans cette période de hausse des prix de 1922 à 1924, les prix ont monté à la suite des variations du change tandis que la quantité de monnaie en circulation restait à peu près stationnaire; Comment la troisième forme de la théorie quantitative de la monnaie va-t-elle expliquer ce qui s'est passé ? Lorsque les prix ont ainsi haussé sans accroissement correspondant de la quantité de monnaie, il en résulte nécessairement, étant donné l'égalité entre les deux branches de l'équation de l'échange, qu'il faut que quelque chose ait changé en ce qui concerne les élé-

La période de hausse des prix en 1922-1924 en France

ments monétaires pour faire équilibre à la hausse des prix. Ce qui a augmenté de 1922 à 1924 c'est la vitesse de la circulation de la monnaie. Puisque P a augmenté dans la partie droite de l'équation et que M dans la partie gauche n'a pas augmenté, il faut qu'un autre élément ait augmenté et c'est très vraisemblablement V . C'est ce qu'admettent partisans et adversaires de la théorie. Supposons, pour simplifier que l'équation de l'échange soit $MV = PT$. Si l'augmentation de MV ne vient pas de M , elle viendra nécessairement de V . Donc, quand il y a eu augmentation de prix, il y a eu augmentation de la vitesse de la circulation. La différence entre les partisans de la théorie et ses adversaires sera dans l'action causale.

D'après les partisans de la théorie quantitative la variation des prix étant une conséquence nécessaire des variations des facteurs monétaires, c'est V la vitesse de la circulation qui a dû augmenter d'abord et qui a entraîné la hausse des prix. Pour les partisans de la théorie quantitative, la hausse des prix est un effet de l'augmentation de la vitesse de la circulation. Pour justifier cette allégation, les partisans de la théorie quantitative diront sans doute que les mêmes facteurs qui entraînaient en France la hausse des changes étrangers, entraînaient aussi l'accélération de la vitesse de la circulation. C'est la même défiance à l'égard de la monnaie nationale, qui déterminait sa dépréciation extérieure, sa dépréciation quant au change, qui poussait à l'intérieur les détenteurs de cette monnaie à s'en débarrasser au plus tôt. La fuite devant la monnaie, que représente cette accélération de la vitesse de circulation, serait la conséquence de la hausse même des changes étrangers. Fuir devant la monnaie, cela veut dire que l'on se jette sur les marchandises, que chaque personne, dès qu'elle reçoit de la monnaie, s'en défait au plus tôt et pour s'en défaire elle achète de nouvelles marchandises. La défiance à l'égard de la monnaie, qui entraîne la hausse des changes étrangers, entraîne en même temps la fuite devant la monnaie, accélération de la vitesse de la circulation, achats multipliés de marchandises et par conséquent hausse des prix. D'après les partisans de la théorie quantitative, l'ordre de succession des phénomènes serait : 1°) variation des changes; 2°) Variation de la vitesse de la circulation; 3°) variation des prix. Voilà comment sans doute les partisans de la théorie quantitative expliqueraient, qu'à défaut de M , ce soit V qui dans cette période ait provoqué les changements de prix.

Les adversaires de la théorie quantitative de

monnaie répondent qu'il est possible que dans certains cas l'augmentation de la vitesse de la circulation précède la hausse des prix, mais il n'en est pas ainsi dans le cas présent. Il n'en est pas ainsi en ce qui concerne la hausse des prix dans la période de 1922 à 1924. Il y a bien des raisons de penser que ce ne sont pas les changements de V, qui ont déterminé les changements de P, mais au contraire les changements de P qui ont déterminé les changements de V.

Voici ces raisons qui permettent d'estimer que l'action causale a été du côté des prix et non du côté de la vitesse de la circulation :

Pourquoi l'action causale est, dans cette période, du côté des prix.

La vitesse de la circulation est un facteur interne, or c'est un facteur externe qui a entraîné la variation des prix

Premier argument : la vitesse de la circulation constitue un facteur interne, un facteur d'ordre national. Si donc c'était l'accélération de la vitesse de la circulation, l'accélération de V, qui eut entraîné la hausse de P, cette hausse n'avait pas de raison de prendre des proportions différentes suivant les diverses catégories de marchandises. Le facteur de la hausse étant un facteur interne, la hausse devait être aussi importante pour les prix des produits domestiques que pour les prix des produits importés. Il n'en a rien été. D'après les chiffres puisés dans les statistiques américaines (le Federal Reserve Board a calculé les variations des prix en France pour diverses catégories de marchandises), on constate que les variations des prix ont été beaucoup moindres pour les produits domestiques que pour les produits importés ou exportés.

D'Avril 1922 à Février 1924, la hausse du dollar en France a été de 110%, la hausse des produits d'importation a été de 111%, c'est-à-dire à peu près égale à celle du change. Pour les prix des produits exportés c'est-à-dire pour les prix des marchandises indigènes destinées à être vendues à l'étranger, la hausse est déjà moindre; elle est de 80%. Quant à la hausse des prix des produits domestiques, elle n'a été que de 40%. Il y a donc de très grandes inégalités dans la hausse des diverses catégories de produits, suivant que ces produits dépendent uniquement du marché intérieur ou qu'ils dépendent également des marchés extérieurs. La différence est surtout grande entre les prix des produits d'importation et les prix des produits domestiques.

Or, si l'origine du mouvement était interne, si c'était la vitesse de la circulation, qui eut commandé la hausse des prix dans cette période, il n'y avait pas de raison pour que les prix des produits domestiques n'aient pas haussé à peu près à la même allure que les prix des produits d'importation. Si on cons-

tate, au contraire, une hausse sensiblement plus forte pour les prix des produits d'importation que pour les prix des produits domestiques, c'est la preuve que l'impulsion donnée au mouvement de hausse venait de l'extérieur et non pas de l'intérieur. Ce n'est pas un facteur interne, comme la vitesse de la circulation, qui a entraîné la variation des prix, c'est un facteur externe. Ce sont les prix extérieurs, qui ont agi sur les prix des produits d'importation et également, quoiqu'avec une intensité beaucoup moindre, sur les prix des produits domestiques. L'ordre effectif de succession des phénomènes a été 1°) Le change, 2°) les prix; 3°) seulement les changements dans la vitesse de la circulation. La hausse des prix a nécessairement entraîné, puisque M n'a guère bougé, l'accélération de la vitesse de la circulation. Avec la même quantité de monnaie on a pu, grâce à l'accélération de la vitesse de la circulation, faire face à un total de paiements plus considérable. Voilà le premier argument, que l'on peut donner pour cette période, en vue de montrer que c'est bien P qui a commandé V et non pas V qui a commandé P .

Les variations des prix de certaines marchandises sont impossibles à expliquer par les variations de la vitesse de la circulation.

Voici maintenant un second argument, qui se rapproche d'ailleurs du premier. Il y a dans tous les cas des variations des prix de certaines catégories de marchandises qu'il est impossible d'expliquer par les variations de la vitesse de la circulation, ce sont les variations des prix des produits importés. Ces prix, on vient de le dire, varient presque instantanément avec la hausse du change et avec une amplitude égale à celle du change. Ils varient instantanément, donc bien avant que la vitesse de la circulation ait eu le temps de se modifier. Puisque les prix varient instantanément, il faudra bien que plus tard, quand surviendra l'heure des paiements, la hausse des prix entraîne un changement dans le total des paiements. Puisque M n'a pas augmenté, il faudra bien que V s'accélère. Les changes, les prix extérieurs agissent directement sur les prix des produits importés et la vitesse de la circulation ne peut que suivre. L'allure de V ne peut se modifier qu'ensuite, comme conséquence des variations des prix.

C'est la hausse des prix qui en 1922-1924 a déterminé l'accélération de la vitesse de la circulation.

Aux arguments que l'on vient de donner pour établir que dans la période de dépréciation du franc en France de 1922 à 1924, ce n'est pas la vitesse de la circulation de la monnaie, qui a déterminé le mouvement des prix, on peut en ajouter un troisième. La thèse exposée invoque la fuite devant la monnaie qui se serait produite à cette époque. Il est exact que la fuite devant la monnaie a existé dans nombre de pays, durant

la période de dépréciation du change. Il est exact aussi que cette fuite devant la monnaie a été constatée en France à la fin de 1923 et en 1924. Mais en 1922 et pendant une grande partie de 1923, on ne peut parler de fuite devant la monnaie en France. Pendant une bonne partie du mouvement de hausse, il n'y avait pas véritablement défiance envers le franc; bien des gens ne se rendaient pas compte encore que la hausse des changes étrangers devait entraîner un jour ou l'autre la hausse des prix. Plus tard, cela est devenu un phénomène familier, mais au début on n'était pas très au courant des répercussions économiques des mouvements du change. La preuve en est qu'au début on se plaignait au Parlement et dans la presse de la thésaurisation des billets de banque par les particuliers; Or, la thésaurisation des billets, c'est le contraire de la fuite devant la monnaie. Ce n'est qu'ensuite que la défiance est apparue et qu'il a pu être question de l'accélération de la vitesse de la monnaie comme conséquence de la fuite devant la monnaie.

Voilà une série d'arguments, qui permettent d'établir que ce n'est pas la vitesse de la circulation de la monnaie qui a déterminé les changements des prix en France entre 1922 et 1924, mais que c'est, au contraire, la hausse des prix qui a peu à peu déterminé le changement de la vitesse de la circulation.

Même constatation dans les pays de l'Europe Centrale, notamment en Allemagne, où la dépréciation de la monnaie a été infiniment plus grave qu'en France. Dans ces pays, il y a bien eu fuite devant la monnaie. Cette fuite devant la monnaie avait pour cause le désir de se défaire, aussitôt reçue, de la monnaie nationale et d'acheter des marchandises. Mais la défiance à l'égard de la monnaie nationale, cela veut dire déjà dépréciation de cette monnaie. La défiance devant la monnaie nationale c'est déjà une dépréciation intérieure de la monnaie. On n'a plus confiance dans la monnaie et l'on s'attend que très prochainement les prix montent. On apprécie moins la monnaie par rapport aux marchandises, on estime plus les marchandises que la monnaie. On accepte déjà la hausse des prix. Il n'était donc pas besoin qu'il y ait accélération de la vitesse de la circulation pour qu'à toute dépréciation des changes succédaît une dépréciation nouvelle intérieure de la monnaie, une hausse des prix. Dès que la hausse des changes se produisait, sans attendre le changement de la vitesse de la circulation, les vendeurs se hâtaient d'imposer la hausse. Il n'y avait

pas : 1^o- Hausse des changes étrangers; 2^o- fuite devant la monnaie; 3^o- Vitesse accélérée de la circulation; 4^o- Hausse des prix. Il y avait 1^o- Hausse des changes; 2^o- Défiance à l'égard de la monnaie nationale; dépréciation de la monnaie et appréciation des marchandises; 3^o- Hausse des prix, acceptation de prix plus élevés.

Du reste, il y a eu dans les pays de l'Europe centrale et en Allemagne des moments où l'on a vu nettement et sans conteste que le changement de la vitesse de la circulation n'avait pas deboin de s'intercaler entre, d'une part les modifications du ~~change~~ et d'autre part, celles des prix. Ce chainon intermédiaire a nettement manqué dans les derniers mois de 1923, en Allemagne, c'est-à-dire à l'époque où la hausse des changes est devenue véritablement catastrophique, où le mark or a fini par valoir mille milliards de marks papier. On avait compris peu à peu, dans ce pays, que toute hausse des changes étrangers, que toute dépréciation extérieure du mark devait entraîner fatallement une dépréciation intérieure, une hausse des prix. A mesure qu'on le comprenait davantage la hausse des prix était de plus en plus rapide; La hausse des changes étrangers et la hausse des prix devenaient pour ainsi dire simultanées. En moins d'une heure, bien avant que la vitesse de la circulation ait eu le temps de croître, on assistait à plusieurs hausses successives des prix. Et cependant en si peu de temps la vitesse de la circulation n'avait pas pu se modifier. Dès que la nouvelle hausse des changes était connue, la hausse des prix avait lieu. Ce n'était donc pas la vitesse de la circulation, qui était le chainon intermédiaire entre la hausse des changes et la hausse des prix, c'étaient les communications téléphoniques annonçant les modifications du change. invoquer les changements de vitesse de la circulation, c'est essayer de sauver à tout prix la théorie; Il vaut mieux reconnaître que la succession des phénomènes était la suivante : 1^o) variations des changes; 2^o) variations des prix; 3^o) la vitesse de la circulation ne se modifiait qu'après, comme conséquence du changement des prix.

Voici maintenant une troisième situation, c'est celle des variations cycliques des prix. On a dit plus haut que dans les phases cycliques, les prix en général varient beaucoup plus amplement que la quantité de monnaie. Il en résulte fatallement, pour les partisans comme pour les adversaires de la théorie quantitative, que la vitesse de la circulation se modifie, afin qu'il y ait égalité entre les deux par-

Dans les périodes cycliques les prix varient plus amplement que la quantité de monnaie.

ties de l'équation de l'échange. Pendant la phase de prospérité, P les prix augmentent; T les transactions augmentent également et P T augmente considérablement. M ne variant que dans des proportions assez réduites. Il en résulte nécessairement que V doit augmenter, afin que l'on ait $M \cdot V = P \cdot T$. Inversement, pour la phase de dépression, P diminue, T également, P T diminue; il faut donc nécessairement que V décroisse, puisque M ne varie pas. Ainsi, sur le fait même de la variation cyclique de la vitesse de la circulation aucune contestation entre partisans et adversaires de la théorie quantitative. La différence porte sur le caractère causal des variations de la vitesse de la circulation.

Mais ce n'est pas la vitesse de la circulation qui est le facteur causal

Pour les partisans de la théorie quantitative, ce sera encore la vitesse de la circulation qui sera le facteur causal, ce sera l'accroissement de la vitesse de la circulation qui entraînera la hausse des prix dans la phase de prospérité de la période cyclique et la diminution de vitesse la baisse des prix dans la phase de dépression.

Pour les adversaires de la théorie quantitative au contraire, si la vitesse de la circulation s'accroît dans la prospérité et décroît dans la dépression, c'est comme conséquence du mouvement même des prix et des transactions. P s'élève, T grossit, P T augmente et comme M n'a pas changé aussi rapidement, il faut que V croisse aussi. Industriels et commerçants s'efforcent de faire face à un total de paiements considérablement accrus avec une quantité de monnaie qui n'a pas encore beaucoup augmenté en faisant travailler plus vite les unités monétaires qu'ils ont à leur disposition. Ce n'est que plus tard et peu à peu que, se sentant à l'étroit dans leur trésorerie, industriels et commerçants demanderont plus de monnaie aux banques. Et après les variations de V surviennent les variations de M. Les adversaires de la théorie quantitative affirment donc que dans la période cyclique, comme tout à l'heure dans les périodes de variations des prix dues aux changes, ce sont les prix qui ont varié d'abord et entraîné les changements de la vitesse de la circulation.

Arguments en faveur de la théorie en faveur de cette affirmation; On ne voit pas

se des antiquem-pourquoi la vitesse de la circulation aurait des mouvements cycliques autonomes, pourquoi elle se mettrait à croître dans la phase de prospérité et à décroître dans la phase de dépression. Il faut que quelque chose explique ces changements de la vitesse de la circulation. Ce quelque chose ce sont les modifications des

"Les Cours de Droit"

Source : BIU Gujas
3, PLACE DE LA SORBONNE, 3

U

Répétitions Ecrites et Orales

Reproduction interdite

prix lesquelles finissent par déterminer les changements de la vitesse de la circulation. Bientôt aux changements survenus dans les prix s'ajoutent les changements escomptés des prix; La hausse déjà effectuée fait prévoir la continuation de la hausse. La prévision de la hausse future des prix favorise la hausse immédiate des prix. C'est un facteur psychologique, qui agit sur les prix, et ce n'est que plus tard que la vitesse de la circulation croîtra, au moment où s'effectueront les paiements.

Les commandes anticipées, facteur immédiat de la hausse des prix

En particulier, dans la phase de prospérité, intervient ce fait de la multiplication des commandes anticipées. Les commandes anticipées pour des échéances de plus en plus lointaines augmentent, et ces commandes anticipées sont un facteur immédiat de la hausse des prix. L'industriel, qui reçoit cette avalanche de commandes, en profite naturellement pour lever progressivement ses prix. Après avoir vendu la production du premier mois, il vend celle du second, parfois même la production d'une année, mais il ne le fait qu'en augmentant ses prix. Les usines, qui se trouvent avoir vendu plusieurs mois d'avance leur production, élèvent leurs prix. Et le mouvement des prix précède de beaucoup le mouvement de la vitesse de la circulation.

Ainsi, en définitive, la troisième forme de la théorie quoique plus compréhensive que les deux formes précédentes, doit être rejetée également. Sans doute, la quantité de monnaie en circulation agit parfois sur les prix. Sans doute aussi la vitesse de la circulation de la monnaie peut, en variant, agir aussi sur les prix. Mais il y a des cas où l'inverse paraît beaucoup plus exact, des cas où ce sont les mouvements des prix, qui ont commandé les mouvements de la circulation et dans ces cas, il ne peut être question de la théorie quantitative. La valeur de la monnaie n'a pas varié comme conséquence de sa quantité; elle a varié indépendamment de la quantité de monnaie; Ce sont des facteurs qualitatifs, et non des facteurs quantitatifs, qui ont commandé ces variations; C'est la hausse des prix qui a entraîné d'abord l'accélération de la vitesse de la circulation et parfois ensuite l'augmentation de la quantité de monnaie elle-même.

Chapitre III

LES THEORIES PSYCHOLOGIQUES DE LA MONNAIE

§ I - La théorie du revenu en matière monétaire -

La théorie du revenu se dégage directement des expériences monétaires d'après guerre; on a vu précédemment comment en France et à l'étranger, pendant certaines périodes, le mouvement des changes a déclenché le mouvement des prix et comment ce sont les mouvements des prix qui ont déterminé les changements dans la vitesse de la circulation et dans la quantité de monnaie.

On a expliqué ces variations des prix, consécutives aux variations du change. Pour les prix des produits importés, l'explication a déjà été donnée; on a dit que lorsque s'élèvent les cours des changes étrangers, l'importateur de marchandises étrangères, qui donne toujours autant de monnaie étrangère pour acquérir la même marchandise, est obligé de vendre à l'intérieur ses produits à un prix plus élevé puisque la monnaie étrangère représente maintenant un nombre d'unités monétaires nationales plus considérable. Soit un importateur, qui achète une marchandise à l'étranger moyennant un dollar, et qui, lorsque le dollar valait 5 francs, vendait cette marchandise en France 5 frs. Lorsque le dollar vaudra 10 frs, en France, notre importateur qui paye toujours la marchandise au dehors un dollar, lequel représente maintenant en France 10 frs, devra vendre son produit en France, 10 frs. La hausse du dollar détermine donc la hausse des prix des produits importés. Ou si notre importateur n'arrive pas à vendre son produit à l'intérieur pour 10 frs, il cessera d'importer. Ainsi les variations du change déclenchent des variations correspondantes des prix des produits importés.

xplication des
variations des
prix consécu-
tives aux va-
riations des
changes

Le change n'a
qu'une action
sur les prix,
c'est de di-
minuer les prix
or intérieurs

C'est pour abréger et pour me conformer aux apparences que je dis que les variations des prix des produits importés suivent les variations du change, sont la conséquence des variations du change. Mais en réalité le change par lui-même n'a qu'une seule action sur les prix, c'est de diminuer les prix or intérieurs. L'action directe de la hausse des changes c'est la diminution des prix or intérieurs. Quand le cours du dollar double brusquement et passe de 5 frs à 10 frs, la conséquence de cette hausse, ne serait-ce que ren-

dant quelques instants, c'est que les produits, qui se vendent encore en France 5 frs, ne se vendent plus que un demi dollar. La hausse des changes étrangers a comme action spécifique comme action propre d'abaisser les prix or des marchandises. Ce qui relève les prix des produits d'importation, ce n'est pas à proprement parler la hausse du change, ce sont les prix extérieurs. C'est parce que les produits se vendent toujours un dollar à l'étranger que les prix extérieurs déterminent très vite une hausse en France du prix du produit d'importation, lequel devra monter à dix francs pour pouvoir continuer d'être importé. Ce sont les prix or extérieurs, qui exercent leur action et tendent à rétablir la parité or entre les prix intérieurs et les prix extérieurs.

Quand on déclare que les changes déterminent la hausse des prix, c'est une façon commode de parler. Mais, en réalité, l'influence qui s'exerce, c'est celle des prix or extérieurs.

Très vite, presque instantanément les prix des produits importés varient pour que les prix or intérieurs se mettent à la parité des prix or extérieurs; quelque temps après, quoique avec une amplitude moindre, les prix des produits domestiques varient également.

La hausse des produits domestiques est pour une bonne part la conséquence de la hausse des prix des produits importés

On pourrait dire que la hausse des prix des produits domestiques est pour une bonne part la conséquence de la hausse des prix des produits importés. Bien peu de marchandises échappent totalement à l'action des relations extérieures. Les produits qu'on importe en France sont surtout des matières premières. La hausse des prix en francs dépréciés des matières premières importées va tendre à déterminer une hausse des prix des produits fabriqués que cette matière première importée sert à manufacturer. Le coût plus élevé de la matière première va entraîner un prix de vente plus élevé du produit fabriqué. Si la matière première se vend 10 frs au lieu de 5 frs, le prix du produit qu'on fabrique avec cette matière première tendra aussi à hauser.

La hausse des prix des produits exportés, conséquence des variations du change

D'autre part, les prix des produits exportés tendent aussi à s'élever comme conséquence directe des changements survenus dans les changes. Si l'on continue à vendre à l'étranger la même marchandise au même prix or qu'auparavant, si on continue à la vendre comme autrefois un dollar, ce dollar représentant maintenant 10 frs en France, l'exportateur recevra pour ses ventes à l'étranger plus d'unités monétaires françaises qu'il n'en recevait autrefois. De sorte que pour ses ventes sur le marché intérieur aussi il demandera plus d'uni-

tés monétaires qu'auparavant, et les prix des produits d'exportation monteront assez vite. Mais cette hausse des prix des produits d'exportation va avoir des répercussions sur divers éléments du prix de revient. L'exportateur acceptera plus aisément de payer un prix plus élevé pour les matières premières qu'il achète dans le pays, de payer un peu plus cher les services des agents de la production, de payer des salaires plus élevés puisque les produits qu'il vend lui rapportent en monnaie nationale plus d'unités.

Ainsi la hausse des matières premières importées tend à faire hauser les prix des produits fabriqués. Et la hausse des prix des produits exportés tend à faire hauser les prix des matières premières indigènes et des services producteurs indigènes.

Dans le cas de répercussion des prix des matières premières importées sur les prix des produits fabriqués, on voit donc qu'il est fait application de la théorie qui fonde la valeur sur le coût de production; c'est parce que la matière première est plus coûteuse que le produit fabriqué devient peu à peu plus coûteux. Et, d'autre part, quand on parle de l'action des prix des produits exportés sur les matières premières et sur la valeur des services producteurs, on s'appuie sur la théorie qui fait dépendre les prix des services producteurs ou les prix des biens indirects, des prix de vente des marchandises ou biens directs. Dans le premier cas, on fait intervenir le coût de production; dans l'autre, on fait intervenir le prix de vente de la marchandise comme facteur de relèvement des prix des services producteurs. C'est une des questions qui reste des plus débattue celle de savoir si c'est le coût de production qui a git sur les prix ou si c'est l'utilité finale. Il est probable que les deux facteurs agissent.

La hausse des
prix, consé-
quence de l'aug-
mentation du
revenu

Quoi qu'il en soit, on peut dire que, d'une part, la hausse des produits importés, et, d'autre part la hausse des produits exportés, ayant des répercussions multiples, tendent à provoquer, à généraliser la hausse des prix. Cela signifie qu'il y a tendance à cette hausse, qu'il y a des facteurs qui poussent à la hausse des prix.

Mais, pour que la hausse ait lieu, il faut que les conditions du marché soient telles que cette hausse générale soit acceptée. On comprend très bien que les vendeurs tendent à vendre de plus en plus cher en conséquence de la hausse des prix des produits importés et des produits exportés, mais comment expliquer que les acheteurs acceptent cette hausse.

Quand il s'agit d'un marché particulier, on dit que cela se fait à raison des changements, soit du côté de l'offre, soit du côté de la demande. Un change-

ment du côté de l'offre peut déterminer la hausse des prix de vente des produits domestiques par des restrictions des quantités mises en vente. Il est probable qu'une certaine restriction des ventes a dû avoir lieu souvent sur le marché intérieur dans les pays dont le change se déprécie. En France, dans la période de 1922 à 1924, il est possible qu'au début il ait pu y avoir une certaine restriction des importations, parce que les importateurs attendaient, avant de s'engager de nouveau, de voir si la hausse serait acceptée sur le marché intérieur. Il a pu aussi y avoir une certaine restriction des ventes sur le marché intérieur, à cause des exportations plus considérables qui étaient facilitées par la hausse des prix.

Mais pour l'ensemble de la période considérée, 1922 à 1924, sauf une réserve en ce qui concerne le début, il est certain qu'il n'y a pas eu restriction des quantités vendues sur le marché intérieur français. Assurément, il y a eu un progrès notable des exportations, ce qui est un facteur de restriction des quantités vendues, mais il y a eu, d'autre part, une telle augmentation de l'activité productive qu'au total on a certainement vendu beaucoup plus qu'auparavant sur le marché intérieur.

D'après la statistique générale de la France, l'indice de la production industrielle française, serait passé de 55 en 1921 à 109 en 1924. La production industrielle française aurait donc dans cette période approximativement doublé. Une telle augmentation dans la production industrielle fait que, malgré une certaine progression des exportations, il y a eu accroissement considérable des quantités vendues sur le marché intérieur français; il n'y a donc pas eu de restriction du côté de l'offre, et il ne reste plus qu'à chercher du côté de la demande.

Il a fallu une augmentation de la demande pour un grand nombre de produits domestiques. S'il en a été ainsi, si le mouvement a été général, on ne peut imaginer que le désir des hommes en France ait augmenté d'un coup, que beaucoup de gens aient été disposés à payer plus cher, parce qu'ils désiraient davantage les marchandises; Donc pas de changement en ce qui concerne l'utilité que les marchandises présentent pour les individus. Il ne reste alors qu'une raison de l'accroissement de la demande, c'est l'augmentation du revenu. Il est probable, en effet, que c'est cette augmentation du revenu en monnaie nationale qui est intervenue dans la période 1922 à 1924 et l'on peut en trouver plusieurs causes.

Tout d'abord, il y a eu augmentation du revenu

Les causes de l'augmentation en France du revenu en monnaie nationale

1^o Augmentation du revenu des importateurs.

en monnaie nationale des importateurs à raison des marchandises en magasin qu'ils ont acquises et payées avant la hausse du change. La hausse du change détermine très vite la hausse des prix des produits d'importation. Si les importateurs ont en magasin des marchandises, qu'ils ont payées avant la hausse du change, la vente de ces marchandises leur rapporte plus d'unités monétaires qu'ils n'en ont déboursées pour les acheter. Leur bénéfice en est considérablement accru. Si la hausse du change se poursuit pendant toute la période, entraînant continuellement la hausse des prix des produits d'importation, il en résulte une augmentation continue du revenu des importateurs. Sans doute, il s'agit d'une augmentation du revenu apprante, d'une augmentation en monnaie nationale dépréciée mais c'est la hausse des prix en monnaie nationale que l'on veut expliquer. Et l'augmentation du revenu en monnaie nationale explique la hausse des prix en monnaie nationale.

2^o Augmentation du revenu des détenteurs de valeurs étrangères

En second lieu, augmentation du revenu en monnaie nationale des détenteurs de valeurs étrangères. Les actions, les obligations étrangères donnent le même revenu, le même dividende qu'autrefois en monnaie étrangère et ce revenu, ce dividende représente maintenant un nombre d'unités monétaires nationales plus considérable. Celui qui recevait autrefois un dollar pour un coupon de valeur mobilière américaine, reçoit toujours un dollar, mais ce dollar vaut maintenant 10 frs, au lieu de 5 frs auparavant; donc augmentation du revenu en monnaie nationale.

3^o Augmentation du revenu des étrangers vivant dans le pays

En troisième lieu, augmentation du revenu en monnaie nationale des étrangers vivant dans le pays et qui tirent leurs revenus de leur propre patrie. Cette augmentation du revenu a toujours la même cause. Celui qui avait auparavant mille dollars de revenu était à la tête d'un revenu de 5.000 frs, mais aujourd'hui mille dollars de revenu représentent dix mille francs.

4^o Augmentation du revenu des étrangers visitant le pays

En quatrième lieu, augmentation du revenu en monnaie française des étrangers visitant le pays. Les touristes étrangers sont disposés à donner beaucoup plus d'unités monétaires françaises, lorsqu'ils voyagent en France, puisque l'unité monétaire de leur pays leur permet d'obtenir plus d'unités monétaires françaises.

5^o Augmentation du revenu des exportateurs

En cinquième lieu, progression du revenu des exportateurs. Si les exportateurs français vendent leurs marchandises à l'étranger au même prix-or qu'auparavant les sommes qu'ils reçoivent représentent un nombre d'unités monétaires nationales plus considérable. Il arrive sans doute que l'exportateur, pour triompher dans

la concurrence internationale, accepte des prix or diminués. Il consentira à recevoir, au lieu de dix dollars, neuf dollars; seulement ces 9 dollars représentent aujourd'hui pour lui 90 francs, alors que dix dollars d'autrefois représentaient 50 frs. Le changement pour lui n'est pas comme de cinquante à cent, mais comme de cinquante à 90. Cependant c'est toujours une forte augmentation du revenu. Même s'il se produit une baisse des prix or des produits vendus à l'étranger l'exportateur touchera encore beaucoup plus d'unités monétaires qu'auparavant.

6°- Augmentation des revenus due à l'accroissement des exportations

7°- Augmentation du revenu de ceux qui travaillent pour l'exportation

En sixième lieu, augmentation des revenus due à l'accroissement des exportations. Tout à l'heure, on parlait d'augmentation du revenu due au fait que l'on touchait pour chaque article vendu plus d'unités monétaires. Mais, en même temps qu'il y a augmentation du revenu due à l'augmentation des prix par article vendu, il y a accroissement du revenu des exportateurs à cause de l'accroissement des quantités exportées. On gagne davantage, parce que l'on vend davantage parce que l'on peut vendre à des prix-or plus bas et ainsi élargir ses débouchés.

En septième lieu, augmentation du revenu de ceux que l'exportation emploie, en particulier augmentation des salaires, d'une part, parce qu'il y a beaucoup travailleur pour l'exportation occupés à raison de l'accroissement des exportations, et d'autre part, parce que le taux des salaires s'élève peu à peu. L'exportateur réalisant des bénéfices plus grands est obligé d'associer ses collaborateurs à ses bénéfices.

Voilà une série de facteurs, qui expliquent l'augmentation du revenu. La hausse des changes étrangers a comme conséquence directe la hausse de certains prix; elle a aussi comme conséquence indirecte la hausse progressive des revenus, hausse des revenus, qui va entraîner une généralisation du mouvement de hausse sur le marché intérieur. Sans doute, cette hausse du revenu est une hausse nominale; c'est une augmentation du revenu en unités monétaires nationales, mais cela importe peu, puisque ce que l'on veut expliquer c'est une hausse des prix en unités monétaires nationales.

Tels sont les faits que l'on a pu constater pendant la période de 1922-1924, en France. Ils montrent qu'il y a eu augmentation du revenu, augmentation qui a pu faciliter la généralisation du mouvement de hausse des prix. Cette hausse des prix due à l'augmentation du revenu, ainsi suggérée par les faits va servir à élaborer une théorie générale, qui sera la théorie du revenu.

Ainsi, dans la période de hausse des prix de 1922 à 1924, il n'y a pas eu inflation de monnaie, il y a eu inflation du revenu, due aux changes et c'est cette augmentation du revenu, qui a déterminé la hausse des prix. Les faits observés en 1922-1924 peuvent servir à élaborer une théorie monétaire générale, qui se rapporte, non seulement au cas du change, mais qui s'adapte encore à d'autres hypothèses.

L'équation du revenu
On a vu plus haut l'équation de l'échange de Irving Fisher. Il y a une autre équation très importante que l'on peut formuler ainsi :

$$R = P Q$$

équation dans laquelle R représente le revenu en argent du pays, Q le total de la production en nature et P le prix moyen. Abstraction faite des échanges avec l'étranger, le revenu en argent du pays est égal, en effet, à la quantité de marchandises produites multipliée par leur prix moyen. Valeur totale de la production et revenu en argent sont des grandeurs équivalentes, ce sont les deux aspects d'un même phénomène. La production en nature, c'est le revenu réel du pays; elle se vend un certain prix; et sa valeur en argent est aussi le montant en argent du revenu du pays.

Les variations du revenu, les variations de R sont d'ordinaire des conséquences des variations de la production, de Q; mais comme en même temps les variations de la production déterminent certains changements dans les prix, R varie à raison, à la fois des variations de P et des variations de Q, des changements dans la production et des changements dans les prix.

Inflation du revenu en cas de hausse des changes étrangers.
Mais il peut parfois arriver que le revenu varie indépendamment de la production. Il en est ainsi déjà si l'on tient compte des relations avec l'étranger. Il en est de même comme conséquence des changements de R tenant à des facteurs ayant des rapports avec la monnaie.

C'est d'abord le cas du change que l'on a vu précédemment; on a vu comment une hausse des changes étrangers entraîne une inflation du revenu et cette inflation du revenu se répercute sur le prix des marchandises; dans ce cas c'est R, qui varie et qui entraîne les variations de P.

en cas d'augmentation de la production de l'or
Un autre exemple c'est ce qui peut se produire au cas de l'augmentation de la production de l'or. La théorie que l'on expose en ce moment a été dégagée des faits d'après-guerre, des mouvements du change. Mais une fois dégagée, on lui trouve d'autres applications. Une application importante, c'est ce qui a lieu au cas

d'un accroissement considérable de la production de l'or. L'accroissement de cette production est une source d'augmentation du revenu pour toute une série de personnes, pour les actionnaires des mines d'or, pour les ouvriers qui y travaillent, pour tous ceux qui sont autour de l'exploitation minière, commerçant et autres. Il y a ainsi accroissement du revenu, accroissement de la demande, donc hausse des prix. Ainsi l'accroissement de la production de l'or est un facteur de relèvement des prix, non pas à cause de l'augmentation des instruments monétaires, mais à cause de l'augmentation du revenu.

En cas d'émission de papier-monnaie pour suppléer à une insuffisance budgétaire

Une troisième application de la théorie se réfère aux émissions de billets de banque, aux émissions de papier-monnaie, lorsque ces émissions ont pour but de suppléer à une insuffisance budgétaire. Ici encore on accepte l'allégation de la théorie quantitative, d'après laquelle l'inflation monétaire entraîne inflation des prix. Mais on n'accepte pas que toute inflation monétaire entraîne inflation des prix. Cette inflation monétaire n'entraîne inflation des prix que quand l'augmentation des billets a pour but de suppléer à une insuffisance budgétaire. C'est seulement dans ce cas qu'il y a inflation du revenu et hausse des prix.

En effet, quand le budget est en équilibre, l'Etat paye les parties prenantes du budget, les fonctionnaires, les pensionnés, les rentiers et autres au moyen de l'impôt. Dans ce cas ce que l'Etat donne aux uns, il le prend à d'autres. Si la valeur de la production dans le pays est de 40 milliards, le revenu correspondant à cette production est également de 40 milliards. L'Etat préleve sur ce revenu 10 milliards par la voie de l'impôt et ce sont ces dix milliards prélevés par l'impôt qu'il donne à d'autres. Le revenu reste donc toujours de 40 milliards. Mais lorsque l'Etat paye ses fonctionnaires, ses pensionnés, ses rentiers et autres, par des émissions de billets et non par des prélèvements fiscaux, lorsque l'Etat paye avec des billets émis pour suppléer aux insuffisances budgétaires, ce qu'il donne aux uns il ne le prend à personne. La valeur de la production étant de 40 milliards, le revenu correspondant est de 40 milliards. Si l'Etat, sans prélèvement sur ce revenu, à l'aide d'émission de billets, verse dix milliards à certains ces dix milliards il ne les prend plus à personne. La valeur de la production étant toujours de 40 milliards le revenu total, touché par les individus, s'élève à 50 milliards. L'Etat par de simples émissions de billets a ajouté dix milliards de revenu nominal. Cette

La hausse du revenu entraîne la hausse des prix.

La théorie quantitative d'application de la loi de l'offre et de la demande sous sa forme ancienne

Inflation du revenu est un facteur de hausse des prix. Qu'il s'agisse de hausse des changes étrangers, qu'il s'agisse de l'augmentation de la production de l'or ou qu'il s'agisse d'émission de billets pour suppler aux insuffisances budgétaires, il y a inflation du revenu, création d'un surplus de revenu par rapport à la production; Sans que la production ait changé, le revenu a augmenté. R est ainsi supérieur à P Q, et c'est ce surplus de R sur P Q, qui va entraîner une hausse des prix, R étant plus élevé, alors que P Q reste stationnaire, l'égalité va tendre à s'établir entre les deux membres de l'équation par la hausse de P.

La théorie quantitative de la monnaie était l'application à la valeur de la monnaie de la loi de l'offre et de la demande. Mais c'était l'application de la loi de l'offre et de la demande sous sa conception ancienne, qui ne considère dans l'offre et la demande que des quantités. On disait autrefois que l'augmentation de la demande élève les prix, que plus la quantité de marchandises demandée croît, plus les prix s'élèvent, et inversement que, plus la quantité de marchandises offerte augmente et plus les prix baissent. Mais ainsi entendue, prise à la lettre, la loi de l'offre et de la demande est aussi défectueuse que la théorie quantitative de la monnaie, qui en est une application. Dans cette vieille formule de la loi de l'offre et de la demande, qui fait dépendre les prix des quantités offertes et des quantités demandées, on ne considère que des éléments quantitatifs, sans considérer des éléments qualitatifs, tels que les prix d'offre et les prix de demande, les prix auxquels on veut vendre et les prix auxquels on veut acheter.

Avec la loi de l'offre et de la demande, sous sa forme ancienne, on ne sait pas très bien ce qu'il faut entendre par offre et par demande. Ces deux notions restent très imprécises. En effet, on peut dire que pour bien des produits, la demande est illimitée. A la condition d'abaisser suffisamment les prix, on peut écouter sur le marché des quantités de plus en plus considérables de marchandises. Sans doute cela n'est pas vrai pour tous les produits, mais cela est vrai pour une grande quantité de produits. Pour la plupart des produits, il faut bien admettre que nos besoins sont insatiables, que la demande est à peu près illimitée. Mais alors que signifie l'augmentation de la demande ? Comment quelque chose, qui est à peu près illimité, peut-il augmenter ?

Pour l'offre aussi, on peut dire qu'elle est assez extensible. A condition de hausser les prix suf-

fissamment, on trouve des quantités beaucoup plus considérables de marchandises à acheter que l'on ne croyaient. Des stocks jusque là invisibles se révèlent, quand les prix s'élèvent. C'est pour cela que les manœuvres d'accaparement échouent très souvent. La hausse des prix fait surgir des marchandises de tous côtés.

On peut même renverser la formule de la loi de l'offre et de la demande et déclarer que ce ne sont pas les prix qui dépendent de l'offre et de la demande, mais que c'est l'offre et la demande qui dépendent des prix. Si l'on réduit la loi à des éléments quantitatifs, il est aussi juste de dire l'un que l'autre. Si on abaisse les prix, la demande croît. Si on élève les prix, l'offre augmente.

D'ailleurs, les faits se chargent de nous montrer que les quantités demandées ne sont pas seules à agir sur les prix. Le prix des demandes intervient également. Si par exemple le prix d'une marchandise est fixé un jour à dix francs et que le lendemain il survienne sur le marché beaucoup plus d'acheteurs, mais que ces acheteurs ne veuillent donner que neuf francs pour une unité de marchandise, il y a bien accroissement des quantités demandées, mais il est probable qu'il n'y aura pas baisse des prix, parce que le prix de demande a baissé. Tous les jours à la Bourse on observe des faits semblables. Soit une valeur, la Royal Dutch, qui vaut 1.500 frs un jour. Le lendemain les commis faisant le total des demandes de leurs carnets constatent que le total de ces demandes est bien supérieur à celui de la veille. Mais malgré cela la valeur de l'action ne monte pas, si les commis constatent qu'il y a bien accroissement des quantités demandées, mais que c'est à un prix de demande inférieur à 1.400 frs par exemple. Dans ce cas, quoiqu'il y ait beaucoup plus de quantités inscrites sur les carnets, le cours baîssera, parce que le prix de demande a fléchi.

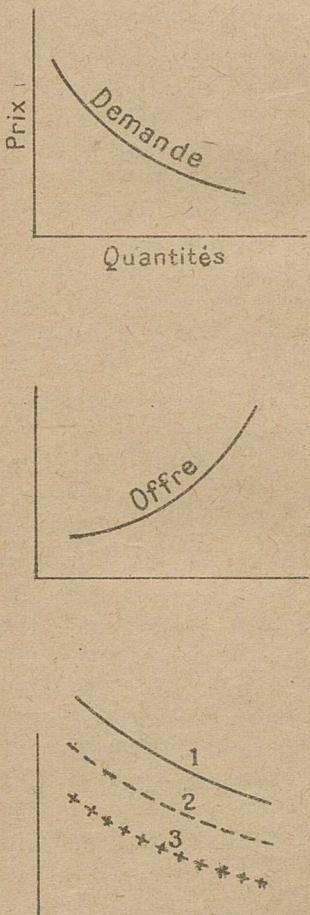
La forme actuelle de la loi de l'offre et de la demande

La loi de l'offre et de la demande doit tenir compte, non seulement des éléments quantitatifs, mais aussi des éléments qualitatifs, non seulement des quantités offertes et demandées, mais aussi des prix d'offre et de demande; En réalité, la demande est toujours une demande à un certain prix; Et si la formule ancienne s'est conservée, c'est parce qu'on sous-entend un prix d'offre ou de demande, à côté des quantités offertes ou demandées. Il y a rarement des demandes de quantités pures et simples, il y a presque toujours des demandes à un certain prix, donc conjugaison de la notion quantitative et de la notion qualitative. Quand on dit que la demande augmente on sous-entend que ce qui augmente c'est la demande au même prix; c'est ain-

si seulement que la notion d'accroissement de la demande prend un sens. Il y a accroissement de la demande, parce qu'au même prix, il y a plus de demandes qu'auparavant.

Les courbes de demandes et les courbes d'offres

Aussi aujourd'hui donne-t-on à la loi de l'offre et de la demande une autre forme, on fait intervenir des éléments qualitatifs à côté des éléments quantitatifs. On fait intervenir les prix à côté des quantités offertes et demandées. On dit que les individus viennent sur le marché avec des courbes de demande et des courbes d'offre. Chaque individu vient sur le marché disposé à acheter une quantité de marchandises, qui n'est pas fixe, qui pourra aller en augmentant, si les prix sont plus bas, qui pourra se restreindre si les prix sont plus hauts. Inversement, des individus viennent sur le marché avec des offres, qui ne sont pas fixes; ces offres pourront croître, si les prix augmentent, et elles se restreindront si les prix baissent.



On peut faire un graphique de ces courbes; en mettant les quantités en abscisses et les prix en ordonnées; on obtient alors les courbes ci-contre : La courbe de la demande est une courbe décroissante. La demande des quantités croît avec des prix plus bas. Inversement l'offre des quantités augmente avec des prix plus élevés. La courbe de l'offre est croissante; à des prix plus élevés on offre des quantités de marchandises plus considérables. Chacun vient donc sur le marché avec des courbes de demandes individuelles; et d'autre part, les vendeurs viennent sur le marché avec des courbes d'offres individuelles.

Mais les courbes individuelles d'offres et de demandes ne sont pas les mêmes pour tous les individus, les uns sont très acheteurs, d'autres le sont moins; tel individu sera disposé à acheter cher une petite quantité d'un produit, il achètera de plus en plus au fur et à mesure que le prix s'abaissera; au contraire, tel autre individu ne sera acheteur qu'à des prix moindres pour la même quantité; un troisième individu aura une courbe de demandes

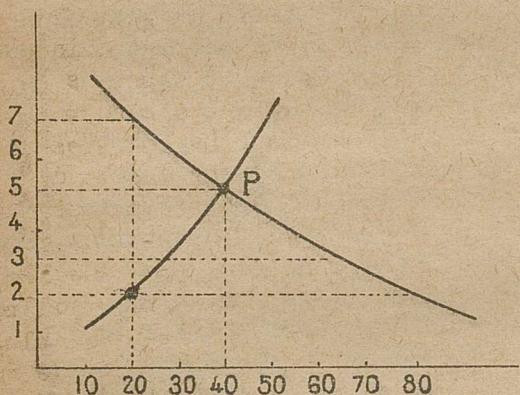
encore plus basse. Il ne sera acheteur d'une même quantité qu'à des prix encore plus bas.

Il en est de même pour les courbes d'offres; il y a des différences entre les courbes individuelles d'offres.

Toutes ces courbes se totalisent, et l'on a, d'une part, l'ensemble des courbes de demandes, une courbe unique des demandes sur le marché à un moment donné, et d'autre part, une courbe unique des offres sur le marché à un moment donné. Il y a diverses quantités demandées au prix de 5 frs, suivant les individus. On fait le total de toutes les quantités demandées au prix de 5 frs et on a la demande à 5 frs, c'est-à-dire un point de la courbe des demandes; De même pour les autres points.

Le prix unique du marché, qui s'établit à un moment donné dépend des deux courbes, courbe de l'offre et courbe de la demande, et le prix unique s'établit au

point où il y a égalité entre les offres et les demandes, au point où il y a autant de quantités demandées que de quantités offertes. Si par exemple, il y a quarante articles demandés à 5 frs et aussi quarante articles offerts à 5 frs, le prix unique du marché se fixera à 5 frs, parce qu'il y a égalité à ce prix entre les offres et les demandes. En d'autres termes, ce prix unique s'établit au point où se croisent la courbe de l'offre et la courbe de la demande.



Le prix ne pourra pas s'établir au-dessus. Il ne pourra pas s'établir à 7 frs, par exemple, parce qu'à ce prix de 7 frs, il y aurait beaucoup plus de quantités offertes, mais il y aurait aussi une quantité plus faible de demandes; il y aurait peut-être 60 articles offerts, mais il y aurait seulement 20 articles demandés. Les vendeurs préfèrent vendre à 7 frs plutôt qu'à 5 frs, mais ils préfèrent vendre à un prix plus bas plutôt que de ne vendre que très peu d'articles. Le prix s'établira donc à 5 frs, parce que c'est le seul prix où il y a égalité entre les offres et les demandes.

Le prix ne pourra pas non plus s'établir au-dessous, il ne pourra pas s'établir à 3 frs; à 3 frs il y aurait beaucoup de demandes, mais à ce prix, il y a très peu d'offres; il y aurait peut-être 80 de-

mandes, mais seulement 20 offres; Il y aurait donc 20 personnes seulement, qui trouveraient à acheter à 3 frs, alors que beaucoup de demandeurs, plutôt que de se passer de la marchandise, accepteraient de payer plus cher. Comme il y a beaucoup d'offres à 5 frs, le prix s'élevera à 5 frs.

Ceci explique que quand les trusts et les cartels élèvent trop les prix, ils n'arrivent plus à écouler qu'une quantité restreinte de leur production; ils sont obligés alors de conserver par devers eux une grande quantité de marchandises; S'ils veulent écouler toute leur production, ils sont obligés d'abaisser leurs prix; S'ils ne peuvent le faire à raison des ententes intervenues entre les membres du cartel ou du trust, ils vendent en fraude au-dessous du prix. De même, lorsque l'Etat fixe un prix minimum pour un produit, pour le blé par exemple. Si le prix minimum est fixé à 110 frs, c'est un prix auquel peuvent se vendre 60 millions de quintaux. Mais s'il y a 100 millions de quintaux à vendre, on ne trouve pas d'acheteurs à ce prix; une grande quantité d'agriculteurs conservent une grande quantité de leur production. Se voyant incapables de se débarrasser de leurs produits à ce prix, ils vendent au-dessous du prix minimum, ils vendent en fraude.

Inversement, pendant la guerre, on a fixé des prix maxima pour certains produits, il était interdit de vendre au-dessus de ces prix; mais à ces prix il y avait très peu d'offres, il en résultait qu'on ne pouvait pas acheter ce dont on avait besoin; si l'on voulait acheter quand même, il fallait passer dans l'arrière-boutique, où l'on acceptait en fraude de payer un prix plus élevé. Il n'y a qu'un seul prix, qui est le prix régulier du marché, c'est le prix où il y a égalité entre les offres et les demandes.

Voilà donc la loi de l'offre et de la demande dans sa teneur moderne. Mais comment s'établissent ces courbes de demandes ? qu'est-ce qui fait que la courbe de la demande de l'un est plus ou moins élevée que la courbe de demande de l'autre ? La courbe des demandes sur le marché rappelle une autre courbe, la courbe de l'utilité décroissante des marchandises; D'après la théorie de l'utilité finale, pour la plupart des marchandises nos besoins sont insatiables, mais à mesure qu'augmente la quantité de marchandises que nous avons à notre disposition, l'utilité de chaque unité de marchandises décroît, parce qu'elle satisfait des besoins moindres. On apprécie beaucoup une première unité, on apprécie moins la seconde et encore moins la troisième et ainsi de suite. D'où une courbe de l'u-

Comment s'établissent les courbes de demandes

tilité décroissante, qui ressemble à la courbe de la demande. La courbe de l'utilité décroissante exprime l'utilité décroissante d'une marchandise d'après nos désirs, et cette courbe n'est pas la même pour tous les individus. Suivant que pour tel ou tel individu le désir est plus ou moins grand, la courbe a des allures différentes. Les gens très avides d'un produit auront une courbe d'utilité décroissante plus élevée que les gens qui s'en passeraient volontiers.

Différence entre la courbe de la demande et la courbe de l'utilité décroissante.

La courbe de la demande se distingue de la courbe de l'utilité décroissante, parce qu'elle est le résultat de deux appréciations; d'une part, appréciation de la marchandise, d'autre part, appréciation de la monnaie. D'une part, désir plus ou moins grand de la marchandise, d'autre part, estimation plus ou moins grande de l'unité monétaire, importance plus ou moins grande attachée à l'unité monétaire. Lorsqu'un individu vient sur le marché disposé à acheter tant d'articles à tel prix, tant à un prix plus bas et ainsi de suite. La courbe dépend à la fois des quantités et des prix, cela signifie à la fois estimation de la marchandise et estimation de la monnaie, demande de marchandise et offre de monnaie. Cela suppose une double appréciation, appréciation de la marchandise et appréciation de la monnaie.

L'appréciation de la marchandise dépend du désir. Suivant qu'on est plus ou moins avide de tel produit, la courbe d'utilité décroissante diffère.

Quant à l'appréciation de l'unité monétaire, elle varie suivant les individus pour diverses raisons; Mais la plus importante de beaucoup, c'est la richesse de l'individu, c'est son revenu. Une personne riche attache beaucoup moins d'importance à l'unité monétaire qu'un individu moins riche. Un franc représente beaucoup plus pour celui qui ne dispose que de dix mille francs par an, que pour celui qui dispose de cent mille francs. Un franc représente beaucoup plus pour le pauvre que pour le riche. Soit donc deux individus, qui ont pour une marchandise particulière le même désir et qui, s'ils étaient également riches, auraient des courbes de demandes identiques; Pour ces deux individus, la courbe de l'utilité décroissante est la même. Mais la courbe de la demande ne l'est pas, s'ils sont inégalement riches. Un individu pauvre, quoiqu'il ait un grand désir d'une marchandise particulière, ne consentira pas à payer un nombre d'unités monétaires aussi élevé que l'individu riche, pour le même nombre d'unités de marchandises. Un individu riche acceptera de payer 40 frs la première unité de la marchandise plutôt que de s'en passer, il donnera 30 frs pour la

seconde, 20 frs pour la troisième et ainsi de suite. Quant à l'individu pauvre, malgré le grand désir qu'il a de la marchandise, il ne voudra pas donner 40 frs pour une seule unité. Il préférera s'en passer. Il ne donnera que 10 frs pour la première unité, 5 frs pour la seconde et ainsi de suite. La courbe de l'utilité décroissante, pour les deux individus serait probablement la même mais étant donné leur différence de fortune, l'individu pauvre aura une courbe moins élevée que celle de l'individu riche, il ne sera acheteur qu'à des prix plus bas.

C'est cette influence du revenu contenue dans la théorie de l'offre et de la demande, qui sert de fondement à la théorie monétaire du revenu. Alors que la théorie quantitative de la monnaie peut être considérée comme une application de la loi de l'offre et de la demande, dans sa teneur ancienne, la théorie du revenu peut être considérée comme l'application de la loi de l'offre et de la demande, dans sa forme moderne, qui fait intervenir des éléments qualitatifs à côté des éléments quantitatifs. La théorie du revenu étend à la valeur de la monnaie ce qui est admis communément pour l'établissement des prix d'une marchandise particulière. Tout le monde admet, lorsqu'il s'agit d'une marchandise particulière, qu'il y a d'une part des courbes d'utilité décroissante, qui dépendent des désirs des individus, d'autre part des courbes de demandes, qui dépendent à la fois du désir des individus et de leurs revenus. Tout le monde admet qu'un individu plus riche apprécie moins l'unité monétaire, qu'un franc représente pour lui moins que pour un individu moins fortuné.

Application
de la théorie
du revenu à la
formation de
la valeur de
la monnaie

Ce sont ces idées, qui sont généralement acceptées, lorsqu'il s'agit des prix d'une marchandise particulière, que la théorie du revenu applique à la valeur de la monnaie. L'estimation de la monnaie dépend pour une large part du revenu. Si l'on suppose que la quantité de marchandises offertes reste immobile, si l'on suppose également que le désir des individus n'a pas changé, il peut cependant y avoir, d'une époque à une autre, changement des prix, si dans l'intervalle il y a eu changement du revenu. Pour des quantités de marchandises identiques, pour des désirs identiques, il peut y avoir hausse des prix, si le revenu s'est accru dans l'intervalle, entraînant appréciation moindre de l'unité monétaire. Avec des désirs semblables, on sera disposé à donner plus d'unités monétaires qu'auparavant pour une même marchandise, parce que l'on en possède davantage. Les variations du revenu peuvent entraîner des changements dans les prix, bien que la quan-

tité de marchandises soit restée la même et que les désirs des individus n'aient pas changé.

Il s'agit ici de variations du revenu, et non pas de variations dans la quantité de monnaie existante dans le pays. La quantité de monnaie en circulation dans un pays, c'est le total des quantités de monnaie existant dans les diverses économies particulières, la quantité de monnaie détenue par les différents individus; Mais l'appréciation de l'unité monétaire par chaque individu ne dépend pas de ce qu'il a en caisse à un moment donné. Un commerçant peut avoir un jour, dans sa caisse, une très grosse somme, beaucoup plus grosse que celle qu'il avait la veille. Il ne sera pas plus riche, s'il sait qu'il doit donner cette somme le lendemain pour effectuer un paiement. Cette forte encaisse momentanée ne l'amènera pas à dépréciier l'unité monétaire; Ce qui lui importe c'est le total des unités monétaires dont il peut disposer dans un mois ou dans une année donnée; autrement dit, ce qui lui importe ce n'est pas son encaisse, c'est son revenu. On n'est pas disposé à acheter plus cher, parce que l'on se trouve par hasard avoir plus d'argent dans sa caisse, on est disposé à acheter plus cher, lorsque l'on a un revenu plus élevé, lorsque l'on est réellement plus riche.

Il en est ainsi d'un individu et il en est ainsi de l'ensemble de la société. Les variations de la valeur de la monnaie dépendent des variations du revenu et non des variations de la quantité de monnaie en circulation. S'il y a plus de monnaie en circulation, mais que le total des revenus individuels n'ait pas varié, les prix ne changeront pas, la quantité de monnaie sera sans action sur les prix; Au contraire, si la quantité de monnaie en circulation est stationnaire, mais que le revenu ait augmenté, il y aura changement dans les prix.

On a montré plus haut comment cette théorie du revenu se dégage des faits observés après la guerre, mais le principe de la théorie avait déjà été dégagé avant la guerre.

En 1919, le professeur autrichien von Wieser, un des principaux économistes de l'école autrichienne, avait déjà formulé le principe de la théorie du revenu, Von Wieser rattachait sa théorie de la monnaie à la théorie de l'utilité finale; Dans cette théorie de l'utilité finale, la valeur de chaque marchandise dépend, pour tout individu, de la dernière unité de cette marchandise qu'il a à sa disposition. Il en est de même pour Von Wieser de la valeur de la monnaie; Seulement pour la monnaie deux particularités doivent é

Le principe de la théorie du revenu dégagé par Von Wieser

tre signalées.

L'utilité d'une unité monétaire est une utilité dérivée

Tout d'abord l'importance attachée à la dernière unité monétaire ne peut pas venir de l'utilité directe de la monnaie car aujourd'hui, et certainement dans le cas du papier monnaie, l'unité monétaire n'a aucune utilité directe. Si les billets de banque sont désirés, c'est qu'ils ont une utilité indirecte, à raison de leur pouvoir d'achat; La monnaie est avant tout pouvoir d'achat. L'utilité d'une unité monétaire c'est l'utilité qu'elle a comme pouvoir d'achat, c'est une utilité indirecte, une utilité dérivée de l'utilité de la marchandise qu'elle permet d'acquérir. L'utilité de l'unité monétaire, se mesure à l'intensité du besoin qu'elle permet de satisfaire par l'échange.

L'utilité de la monnaie, c'est l'utilité de la dernière unité du revenu

La seconde particularité concernant la valeur de la monnaie c'est que, tandis que lorsqu'il s'agit de marchandises, la valeur c'est l'utilité de la dernière unité dont on dispose pour la monnaie, ce n'est pas l'utilité de la dernière unité monétaire que l'on a en caisse, que l'on a provisoirement à sa disposition, mais l'utilité de la dernière unité dont on dispose pour une unité de temps donné, c'est la dernière unité monétaire du revenu. La valeur de l'unité monétaire dépend donc pour chacun de nous de l'intensité du besoin que permet de satisfaire la dernière unité monétaire du revenu. L'intensité du besoin va décroissant à mesure qu'augmente le nombre d'unités; le besoin satisfait par la dernière unité est d'autant plus faible que le revenu est plus élevé. L'importance attachée à la dernière unité monétaire diminue, quand le revenu augmente. Un individu, qui a un revenu de 200.000 frs, attache beaucoup moins d'importance, toutes choses égales d'ailleurs, à la dernière unité monétaire de son revenu, qui est la 200.000ème, que n'en attache un individu, qui a un revenu de 20.000 frs, parce que le besoin que permet de satisfaire la 200.000ème unité est bien moindre que celui que permet de satisfaire la 20.000ème unité.

Voilà pour les divers individus. Quant à la valeur sociale de la monnaie, elle dépend, déclare von Wieser de l'ensemble des appréciations individuelles de la monnaie. Chaque individu vient sur le marché avec son appréciation particulière et la valeur sociale de la monnaie se détermine d'après l'ensemble des appréciations. Le total des marchandises d'un pays déclare Von Wieser, peut être considéré comme le revenu réel du pays, et le total des revenus individuels en argent, c'est le revenu nominal du pays. Les prix dépendent, d'une part, du revenu nominal, et d'autre part, des marchandises, du revenu réel.

Si le revenu nominal s'élève, alors que le revenu réel est stationnaire, les prix tendent à monter. On se rappelle les expressions dont on s'est servi $R = P Q$. Il y a un rapprochement évident à faire entre cette équation et le revenu nominal et le revenu réel de Von Wieser. R correspond au revenu nominal et Q correspond au revenu réel, à la valeur de la production. On arrive à $R = P Q$ en y ajoutant P, le prix moyen par article produit.

De quoi dépend le niveau absolu des prix à un moment donné

La théorie que l'on vient d'exposer explique les raisons de variations des prix; mais Von Wieser s'est demandé aussi de quoi dépend le niveau absolu des prix à un moment donné. D'après Von Wieser, ce niveau des prix à un moment donné est la conséquence des variations successives subies par la valeur de la monnaie au cours des siècles.

Originarialement, la valeur de la monnaie était tirée de son utilité directe, de l'utilité de la marchandise prise comme monnaie qui, au bout d'un certain temps, s'est trouvée être les métaux précieux. Les hommes n'ont adopté les métaux précieux comme monnaie, que parce qu'ils leur ont attribué une utilité. Mais peu à peu la valeur de la monnaie a cessé de dépendre strictement de la valeur de la matière, dans laquelle elle était incorporée; la valeur de la monnaie s'est détachée de la valeur de la marchandise; elle s'est mise à varier à raison des variations respectives du revenu nominal et du revenu réel. Ce sont ces variations successives, qui ont amené les prix dans chaque pays, à leur niveau actuel. L'explication absolue du niveau des prix à un moment donné est donc une explication historique. Au début, il y a eu une certaine utilité directe de la monnaie, une valeur attachée à la monnaie, à raison de l'utilité de la marchandise choisie comme monnaie; ensuite, il y a eu des variations successives au cours des siècles du revenu réel et du revenu nominal, variations qui ont porté la valeur de la monnaie dans chaque pays à son niveau présent.

Réponse à une objection

Par cette explication historique Von Wieser se trouve répondre à une objection qu'on n'a pas manqué de lui faire, qui consiste à dire que la théorie de Von Wieser en ce qui concerne les variations de la valeur de la monnaie tournait en cercle. En effet la théorie du revenu fait dépendre les estimations de la valeur de la monnaie du pouvoir d'achat de cette monnaie, c'est-à-dire des prix existants, et d'autre part, elle prétend que la valeur de la monnaie, que les prix des marchandises dépendent des estimations individuelles de la valeur de la monnaie. Ainsi,

d'une part, Von Wieser prétend que l'appréciation de la valeur de la monnaie dépend des prix existants, et d'autre part, que les prix dépendent de l'appréciation de la valeur de la monnaie. Il semble bien que Von Wieser répond à l'objection par son explication historique de la valeur de la monnaie. La monnaie tirait autrefois sa valeur, non pas des prix, mais de l'utilité directe de la marchandise choisie comme monnaie, et à ce moment, il ne pouvait être question de cercle. La valeur de la monnaie dépendait de l'utilité directe du métal adopté comme monnaie. C'est ainsi qu'ont pu s'établir les premiers prix; Mais peu à peu la valeur de la monnaie s'est détachée de son utilité comme marchandise, la monnaie est devenue surtout pouvoir d'achat. L'importance que l'on attache à la monnaie dépend de ce qu'elle permet d'acquérir. Cette valeur cependant est dérivée de sa valeur antérieure, modifiée par les siècles, qui y ont apporté des changements successifs.

Voici alors l'explication de Von Wieser : il est vrai que la valeur de la monnaie dépend des prix, mais elle dépend des prix existants, des prix de la minute qui vient de s'écouler, des prix d'hier si l'on veut. Les prix d'hier influent ainsi sur les appréciations individuelles de la valeur de la monnaie. Mais ces appréciations individuelles, à leur tour, qui ne sont pas exclusivement assujetties aux prix d'hier, qui dépendent aussi des variations du revenu, déterminent les prix d'aujourd'hui. La valeur de la monnaie dépend, d'une part, des prix d'hier, et d'autre part, des changements du revenu qui entraînent des appréciations individuelles différentes concernant la monnaie, lesquelles à leur tour déterminent un prix d'aujourd'hui, différent des prix d'hier. Le fondement présent de la valeur de la monnaie, ce sont les estimations individuelles, estimations qui dépendent, d'une part, des prix antérieurs, et d'autre part, des changements survenus dans le rapport entre revenu nominal et revenu réel, changements qui modifient les prix d'aujourd'hui.

Telle est la théorie de Von Wieser, parue en 1909, et qui ne paraît pas avoir eu un grand retentissement à l'époque. D'abord, parce que la théorie quantitative de la monnaie était universellement enseignée et que l'on reste volontiers attaché à la théorie qui vous a été enseignée. D'autre part, on ne voyait peut-être pas très bien les différences entre la théorie du revenu et la théorie quantitative de la monnaie. On pouvait même prétendre que la théorie du revenu n'était qu'une sorte de théorie quanti-

tative, qu'une explication de la manière dont joue la théorie quantitative. En effet, Von Wieser admet et M. Aftalion également que les augmentations de la production de l'or, que les augmentations de la circulation monétaire, lorsqu'elles entraînent un changement du revenu, entraînent un changement des prix. On pouvait donc déclarer que la théorie du revenu était une explication de la manière dont l'or, dont la circulation agissent sur les prix, que la théorie du revenu est une espèce de théorie quantitative, qui sert à expliquer comment la quantité de monnaie aagit sur les prix à travers le revenu. Mais les faits survenus depuis la guerre ont montré les différences entre la théorie quantitative de la monnaie et la théorie du revenu. Voici quelques-unes de ces différences, qui se dégagent des faits étudiés précédemment.

Il peut y avoir des modifications des prix indépendantes des changements dans la quantité de monnaie

Première différence : D'après la théorie quantitative de la monnaie, il ne peut y avoir changement des prix que s'il y a changement des quantités monétaires, en entendant par là, soit l'or seulement, soit l'or et les billets, soit l'or, les billets, les dépôts et la vitesse de la circulation. Au contraire, d'après la théorie du revenu, il peut y avoir changement des prix, alors même que la quantité monétaire reste immobile. Il peut y avoir des facteurs de changement des prix indépendants de la quantité monétaire, et un de ces facteurs, que nous avons vu à l'œuvre, c'est le change ou plus exactement l'influence des prix extérieurs à la suite des variations du change. On a vu, par exemple, que dans la période 1922-1924 les prix ont monté en France, alors que la circulation monétaire n'avait guère varié, parce que la hausse des changes étrangers, entraînant une hausse du revenu, a déterminé une hausse des prix. L'influence des prix extérieurs s'est exercée directement sur certains prix et par l'intermédiaire du revenu elle s'est exercée aussi sur les prix des produits domestiques. Malgré toute absence de modification dans la circulation monétaire, les variations du change par l'intermédiaire du revenu ont généralisé la hausse des prix.

Il ne faudrait pas croire cependant que toute hausse des changes étrangers détermine toujours nécessairement une hausse des prix intérieurs. La hausse des changes étrangers ne détermine une hausse des prix intérieurs que s'il y a des raisons pour que les prix extérieurs entraînent directement certaines variations des prix et pour qu'il y ait une augmentation du revenu permettant la généralisation de cette

hausse des prix. C'est ainsi qu'en Angleterre, par exemple, après l'abandon de l'étalon-or, il n'y a pas eu hausse des prix, malgré la hausse des changes étrangers.

C'est qu'en effet, d'une part, l'influence directe des prix extérieurs sur les prix des produits importés et exportés, n'avait pas lieu de s'exercer. Les prix des produits importés n'avaient pas de raison de monter immédiatement après la baisse de la livre-sterling, parce que l'Angleterre tirait un grand nombre de ses importations des Dominions et des autres pays dont la monnaie a suivi la livre dans sa dépréciation. Et pour les produits d'importation provenant des pays étrangers constituant ce qu'on appelle les pays du bloc or, les prix de ces produits n'avaient pas de raison de monter beaucoup en Angleterre parce que la crise mondiale ne cessait de déprimer les prix dans le monde. De même, pour les prix des produits d'exportation. D'une part, les exportations anglaises se faisaient dans des pays à monnaie dépréciée comme la monnaie anglaise, de sorte que les prix en monnaie anglaise n'avaient pas de raison de monter; d'autre part, les exportations anglaises se faisaient dans des pays où la crise continuait de sévir et où les prix baissaient. Par conséquent l'importance, d'une part, des relations de l'Angleterre avec une série de pays à monnaie dépréciée, et l'importance d'autre part, de la crise mondiale qui prolongeait la baisse des prix dans les pays du bloc-or faisaient que les prix anglais n'avaient pas de raison de monter. Mais s'ils n'ont pas monté, ils n'ont pas non plus baissé, alors que, dans les pays restés fidèles à l'étalon-or, la chute des prix a continué.

De même, il n'y a pas eu de raison d'augmentation du revenu. En Angleterre, il n'y a pas eu accroissement du revenu du chef des importateurs puisque les produits d'importation en Angleterre provenaient ou bien de pays à monnaie dépréciée, ou bien de pays où les prix baissaient. Il n'y avait pas non plus de revenu accru du chef des exportateurs, parce que les exportations se faisaient vers des pays à monnaie dépréciée ou vers des pays dans lesquels les prix baissaient. Il n'y a pas eu non plus hausse des revenus tirés de l'étranger, puisque les revenus tirés de l'étranger, aussi bien par les Anglais que par les étrangers vivant en Angleterre, exprimés en livres, ne montaient pas, soit parce que ces revenus provenaient de pays dont la monnaie se dépréciait comme la livre, soit parce qu'ils provenaient d'autres pays où la crise amoindrisait continuellement les revenus. Voilà

toute une série de raisons, qui ont empêché la hausse directe de certains prix et la hausse généralisatrice du revenu, de déterminer l'ascension des prix en Angleterre.

Mais, sauf des hypothèses comme celle-là, la variation du change peut déterminer des changements de prix et des changements de revenu. D'une façon plus générale, on peut dire que ce sont les relations avec l'étranger, qui peuvent déterminer ces changements de prix intérieurs, tantôt à raison des variations du change, tantôt pour d'autres causes : hausses des prix à l'étranger résultant d'une guerre, hausses dues à des récoltes déficitaires. Tous ces changements détermineront immédiatement la hausse de certains prix et, par l'intermédiaire du revenu, la hausse d'autres prix. Ce qui se produit dans le cas du change n'est que l'application d'un phénomène plus général, qui est la variation des prix dans un pays sous l'influence des prix extérieurs. Voilà donc une première différence entre la théorie quantitative de la monnaie et la théorie du revenu. Dans la théorie quantitative, il ne peut y avoir de modifications des prix qu'à la suite de changements dans la circulation monétaire; dans la théorie du revenu, au contraire, il peut y avoir des modifications des prix indépendantes de tous changements dans la circulation monétaire.

Les prix n'ont pas toujours un rôle passif

Seconde différence, qui est d'ailleurs un corolaire de la première : d'après la théorie du revenu, les prix n'ont pas toujours un rôle passif, ils ne sont pas toujours un effet de la circulation monétaire. Et comme il faut que l'égalité s'établisse entre les deux parties de l'équation de l'échange, cette égalité s'établit par l'action des prix sur la circulation. Si les prix varient indépendamment de la circulation monétaire, ce sont les prix qui entraîneront les changements dans la circulation monétaire, changement immédiat de la vitesse de la circulation et postérieurement parfois changement aussi dans la quantité de monnaie.

Les modifications des prix ne se produisent que si les revenus sont modifiés

Troisième différence : Même lorsque la théorie du revenu semble le plus d'accord avec la théorie quantitative, même lorsque la circulation monétaire ou lorsque l'or constituent bien les facteurs des variations des prix, ces variations ne se font pas nécessairement, mécaniquement, elles ne se font que si les revenus sont modifiés. Il ne faut pas dire seulement que ces variations se font à travers le rev-

nu, mais qu'elles ne se font que s'il y a changement du revenu. Il résulte de là, par exemple, que l'augmentation de la circulation monétaire, tantôt entraîne hausse des prix, et tantôt n'en entraîne aucune. L'augmentation de la circulation monétaire n'est facteur de hausse des prix que quand il y a eu augmentation du revenu. C'est ce qui permet d'expliquer que, tantôt il y a eu discordance entre la circulation et les prix, et tantôt concordance. Tantôt circulation monétaire et prix varient de concert, quand des variations de revenus se produisent également, et tantôt circulation monétaire et prix varient en des sens différents, parce qu'il n'y a pas eu variation concomitante du revenu. Ces discordances entre les mouvements de la circulation et ceux des prix, inexplicables avec la théorie quantitative de la monnaie, s'expliquent, au contraire, très bien avec la théorie du revenu.

Exemples empruntés à la circulation monétaire

Lorsqu'une émission de billets a été faite pour suppléer à des insuffisances budgétaires, il y a augmentation du revenu; l'Etat donne à certains des revenus qu'il ne prélève pas sur les autres par l'impost. Il y a alors augmentation du revenu nominal et hausse des prix. Dans ce cas, l'augmentation de la circulation monétaire entraîne bien hausse des prix. Mais si l'augmentation de la circulation monétaire n'a pas pour raison de suppléer à des insuffisances budgétaires, si elle n'a pas pour effet d'augmenter le revenu, bien qu'il y ait plus de billets en circulation, il n'y a pas hausse des prix.

Considérons, en effet, ce qui s'est passé en France depuis la guerre. En France, de 1914 à 1920, on a vu les prix monter et la circulation croître. L'augmentation de la circulation a bien amplifié le revenu, parce que cette augmentation était faite pour suppléer aux insuffisances budgétaires, et c'est pourquoi on peut dire que la hausse des prix de 1914 à 1920 a été due, au moins en partie, à l'augmentation de la circulation monétaire, en même temps qu'à d'autres causes.

Voici maintenant une autre période, où la circulation monétaire a crû fortement en France, sans que les prix aient varié. Depuis la fin de 1926 jusqu'en Mars 1929, époque à laquelle la baisse des prix a commencé en France, la circulation monétaire a augmenté de 53 milliards à 64 milliards de francs; elle a donc crû de 11 milliards, soit un accroissement de la circulation monétaire de 20% environ. Quant à l'indice des prix de la statistique générale de la France, il était de 640 à la fin de 1928; il est à 653 en

Mars 1929; à 640 en Avril 1929, c'est-à-dire à peu près au même point qu'à la fin de 1926. Dans cette période, la circulation a augmenté de 20%, et cependant les prix n'ont pas progressé, parce que cette augmentation de la circulation n'était pas due à des émissions de billets pour suppléer aux insuffisances budgétaires.

Mais si au lieu de s'arrêter au mois de Mars 1929, au début de la chute des prix que la crise mondiale a accentuée, on pousse la comparaison jusqu'à la fin de 1934, on constate qu'à la fin de 1934 la circulation monétaire en France atteint 83 milliards, au lieu de 53 milliards à la fin de 1926. C'est une différence en plus de 30 milliards, c'est dire de 57%. Quant à l'indice général des prix, l'indice des prix de gros est, à la fin de 1934 à 344, au lieu de 640 à la fin de 1926. Non seulement il n'y a pas une hausse des prix de 57%, mais il y a, au contraire, une baisse et une baisse de 46%; Ainsi, à une augmentation de 57% de la circulation monétaire correspond, non pas une hausse des prix, mais une baisse de 46%. C'est que depuis la fin de 1926, l'augmentation de la circulation monétaire ne provient pas des avances de la Banque de France à l'Etat pour suppléer aux insuffisances budgétaires. Comme il n'y a pas eu inflation du revenu, il n'y a pas eu inflation des prix. On ne prétend pas naturellement que ce soit l'augmentation de la circulation monétaire qui ait été la cause de la baisse des prix. On prétend seulement qu'il n'y a pas eu hausse des prix, parce qu'il n'y a pas eu augmentation du revenu.

Exemples concernant l'accroissement de la quantité d'or dans le pays

Ce sont là des exemples empruntés à la circulation monétaire. Voici maintenant des exemples concernant l'accroissement de la quantité d'or dans un pays. Aux Etats-Unis, on a assisté depuis le commencement de la guerre mondiale à de grandes périodes d'augmentation du stock de métal jaune. De 1915 à 1917, il y a eu forte augmentation du stock métallique et également forte ascension des prix aux Etats-Unis. Les partisans de la théorie quantitative de la monnaie n'ont pas manqué d'appeler l'attention sur cette concordance entre mouvements de l'or et mouvements des prix. Mais plus tard, entre 1920 et 1927, on trouve une seconde période d'énorme augmentation du stock d'or, et cette fois les prix n'ont pas monté ils ont au contraire baissé. On aura d'ailleurs l'occasion de revenir sur cette période.

Pourquoi la hausse des prix a-t-elle, tantôt suivie l'augmentation du stock d'or, et tantôt ne l'a-t-elle pas suivie? La théorie quantitative de la monnaie

peut difficilement expliquer cette discordance entre mouvements du stock d'or et mouvements des prix, tandis que la théorie du revenu l'explique aisément. C'est que de 1915 à 1917 la hausse des prix aux Etats-Unis résultait de l'énorme augmentation du revenu, provenant des ventes considérables faites par les Etats-Unis aux pays belligérants à des prix très élevés. Il y a eu d'énormes bénéfices réalisés par les Etats-Unis entre 1915 et 1917, ainsi d'ailleurs que par les autres pays neutres; et c'est cette forte augmentation du revenu, qui explique la hausse des prix. Au contraire, de 1920 à 1927, il y a bien eu afflux d'or aux Etats-Unis, mais il n'y a pas eu augmentation du revenu et par conséquent pas de hausse des prix. Il n'y a hausse des prix que quand en même temps qu'il y a augmentation de la circulation monétaire ou du stock d'or, il y a hausse du revenu.

Les mouvements du revenu déterminent les mouvements des prix

Quatrième différence : D'après la théorie du revenu, il n'y a aucune proportionnalité entre les mouvements des prix d'une part et les mouvements de la circulation d'autre part. Il n'y a même aucune proportionnalité entre les mouvements des prix et les mouvements du revenu. Ce sont les mouvements du revenu, qui déterminent les mouvements des prix, mais il n'y a pas variation proportionnelle du revenu et des prix.

Il n'y a pas variation proportionnelle entre les prix et la circulation

Tout d'abord, il n'y a pas variation proportionnelle entre le mouvement des prix et le mouvement de la circulation. Cela va sans dire, quand les facteurs des changements des prix ne sont pas les changements de la circulation. Si les changements de prix se produisent, alors que la circulation reste stationnaire, il ne peut être question de variations proportionnelles, entre les prix d'une part et la circulation d'autre part. Mais même lorsque les variations du revenu accompagnent les variations de la circulation, il n'y a pas nécessairement de mouvements proportionnels de la circulation et des prix. Et cela d'autant plus qu'il n'y a pas égalité entre le revenu d'un pays et sa circulation monétaire. En général, le revenu d'un pays est beaucoup plus élevé que sa circulation monétaire; de sorte que quand la circulation augmente dans une certaine proportion, cette augmentation ne fait croître le revenu que dans une proportion bien moindre. Puisque c'est à travers le revenu qu'agit la circulation, il n'y a pas de raison pour qu'il y ait variation proportionnelle des prix et de la circulation.

Mais il n'y a pas non plus variation proportion-

Il n'y a pas variation proportionnelle entre le revenu et les prix

nelle du revenu et des prix. Le revenu n'agit pas caniquement sur les prix comme la circulation dans la théorie quantitative de la monnaie. Le revenu n'agit sur les prix qu'à travers les réactions des individus, à travers les estimations individuelles. Lorsque le revenu nominal du pays augmente, les individus disposent de plus d'unités monétaires; étant plus riches en unités monétaires ils apprécient moins l'unité monétaire; mais on ne peut pas dire dans quelle proportion ils l'apprécient moins; cela dépend du caractère des individus, cela varie d'un individu à l'autre et d'un pays à l'autre. Suivant les pays, suivant les époques, une même augmentation de revenu peut entraîner des changements de prix différents.

Il résulte bien de ces quatre différences entre les deux théories que la théorie du revenu ne se confond nullement avec la théorie quantitative de la monnaie. Et il faut bien reconnaître à la théorie du revenu cet avantage qu'elle explique bien des faits dont la théorie quantitative de la monnaie est impuissante à rendre compte.

§ 2 - Théorie psychologique de la monnaie.

La théorie du revenu est déjà une théorie psychologique, mais il convient de la fondre dans une théorie plus générale, qui a un caractère plus psychologique encore. On dira quelques mots seulement de cette théorie; pour de plus amples détails sur la question, renvoi à l'ouvrage de M. Aftalion "Monnaie, prix et change".

On a vu comment l'observation des faits en France conduit tout naturellement à la théorie du revenu, mais des faits observés dans d'autres pays que la France, révèlent dans cette théorie une lacune, et obligent, non pas à l'abandonner, mais à la rectifier, à l'englober dans une théorie plus large, que M. Aftalion appelle "La théorie psychologique de la monnaie".

Les faits qui révèlent cette lacune, ce sont ceux que l'on a constatés lors de la dépréciation des changes dans l'Europe Centrale. En Allemagne, on a déjà eu occasion de le dire, la dépréciation du mark a été extrêmement forte, puisque le mark d'or a fini par valoir mille milliards de marks papier. La théorie du revenu, qui explique les mouvements des prix au début de la dépréciation du mark, n'arrive pas à les expliquer lorsque cette dépréciation dans les derniers temps en Allemagne est devenue très profonde. On ne constate plus alors ces mou-

Les faits qui révèlent une lacune dans la théorie du revenu

vements d'extension progressive de la hausse des prix, qu'on a observés en France; on ne voit plus d'abord varier intensément les prix des produits d'importation; puis d'une manière moindre les prix des produits d'exportation et d'une manière moindre encore les prix des produits domestiques. Dans les derniers temps de l'histoire de la dépréciation du mark en Allemagne, tout de suite, à chaque variation du change, non seulement les prix des produits d'importation, mais les prix de toutes les marchandises, les prix de détail aussi bien que les prix de gros, variaient et souvent plusieurs fois dans l'espace d'un quart d'heure. Dans ces conditions, on ne peut plus déclarer que les changements des prix ont été la conséquence des changements des revenus. Les changements des prix étaient si rapides que le revenu n'avait pas le temps de croître ou qu'on n'avait pas le temps de se rendre compte de l'augmentation du revenu. On ne peut donc pas dire qu'il y avait, d'abord hausse du change, puis hausse du revenu, et enfin hausse des prix. Il y avait hausse du change et immédiatement hausse des prix. Le revenu n'était plus le chaînon intermédiaire, auquel on a eu recours pour expliquer la hausse des prix en France. Lorsque les partisans de la théorie quantitative de la monnaie, déclarent que la hausse des prix résultait des changements dans la vitesse de la circulation, cette affirmation se heurtait à des objections. Il en est de même ici pour la théorie du revenu; on ne peut déclarer que c'est la hausse du revenu, qui a entraîné la hausse des prix. La hausse des prix est tellement rapide qu'on n'aperçoit plus de chaînon intermédiaire entre hausse du change et hausse des prix, ni la vitesse de la circulation, ni le revenu.

On observe des faits semblables aux Etats-Unis en 1933. En Mars 1933, les Etats-Unis abandonnent l'é-talon-or. Dans les premiers mois, qui ont suivi cette décision, il n'y a eu aux Etats-Unis, ni augmentation de la circulation, ni même forte dépréciation du change. Le dollar n'a baissé que légèrement, et cependant il y a eu hausse rapide et très forte des prix de certaines marchandises, matières premières et produits agricoles. Et cette hausse des prix a été supérieure à la dépréciation du change. Cette hausse marquée des prix ne peut pas s'expliquer par l'augmentation de la circulation qui n'avait pas augmenté. Elle ne peut pas non plus s'expliquer par l'augmentation du revenu, parce que le revenu n'avait pas eu le temps de croître.

Comment expliquer que dans certains pays on ait vu les prix monter sans qu'on puisse dire que le re-

L'estimation de la valeur de l'unité monétaire peut varier sans changement du revenu

venu ait eu le temps de croître ?

On a vu que, d'après Von Wieser, la valeur de la monnaie dépend de la satisfaction que tire l'individu de la dernière unité de revenu. Dans le fondement de la valeur de la monnaie, on observe l'existence de deux éléments : un élément quantitatif, le nombre des unités monétaires du revenu et un élément qualitatif, la satisfaction que donne la dernière unité monétaire. Mais de ces deux éléments Von Wieser ne fait jouer comme facteur des variations de la valeur de la monnaie que l'élément quantitatif : le revenu. Jusqu'ici on a vu que, quand le revenu augmente, l'estimation par chacun de la dernière unité monétaire de son revenu diminue, parce que la dernière unité monétaire du revenu se trouve être moins appréciée. Lorsque le revenu passe de 10 à 40.000 frs, la dernière unité monétaire n'est plus la 10.000ème, mais la 40.000ème et la 40.000ème ne peut satisfaire qu'un besoin moindre; d'où appréciation moindre de l'unité monétaire.

Mais ce qui s'est passé en Allemagne, dans l'Europe centrale et aussi aux Etats-Unis, nous montre qu'il est possible que l'estimation de la valeur de l'unité monétaire varie sans changement du revenu, puisque dans ces pays le revenu n'avait pas eu le temps de se modifier. Si donc l'appréciation de l'unité monétaire varie sans que l'élément quantitatif du revenu puisse avoir action sur les prix, c'est qu'il y a changement dans l'élément qualitatif.

Une fois l'attention appelée sur ce point, on découvre, en effet, qu'à côté des éléments quantitatifs, les éléments qualitatifs peuvent jouer un rôle dans les changements de l'appréciation de l'unité monétaire. À revenu égal, il peut y avoir des différences entre les estimations de l'unité monétaire par les divers individus et à revenu égal, il peut y avoir aussi des différences d'une époque à une autre dans l'estimation de l'unité monétaire par le même individu. On peut découvrir plusieurs raisons, qui expliquent ces différences.

En voici trois. La première raison de différenciation, c'est la diversité des exigences des individus dans l'échange. Il est des personnes qui apportent dans l'échange une beaucoup plus grande ténacité que d'autres, des exigences beaucoup plus grandes, ce qui permet de penser qu'ils apprécient plus l'unité monétaire que les autres. Les individus très exigeants dans l'échange n'ont pas la même courbe d'offre de monnaie que les autres. À revenu égal ils exigent davantage. Ils tiennent à ce que l'unité monétaire leur

Raisons qui expliquent les différences dans l'estimation de l'unité monétaire

I° - Diversité des exigences des individus dans l'échange.

rapporte plus; Ils en attendent plus. Sur le marché ils discuteront plus vivement les prix ou bien ils prêteront plus d'attention à la qualité. Ils choisiront le bon moment pour faire leurs achats et ne se laisseront pas acculer au dernier moment, quand le besoin est pressant et que l'on ne peut plus se dispenser d'acheter. Ils achèteront à l'époque la meilleure. Ils attendront le moment favorable pour acheter, et si le prix qu'on leur offre leur paraît excessif, ils remettront leur achat au lendemain. Au contraire, il y a d'autres individus plus insouciants, plus faibles, plus généreux, qui achèteront sans discuter. Nous connaissons tous des personnes qui achètent de façon très différente les unes des autres; il y en a qui sont bien meilleur acheteur que les autres. A revenu identique et à dépense égale, il est des personnes qui par l'échange obtiennent plus que d'autres, qui savent mieux user de leur argent. A revenu égal, tout le monde n'apprécie pas de la même manière l'unité monétaire. Voilà une première raison de différences entre les estimations des individus, tenant uniquement à l'élément qualitatif.

2° Le penchant plus ou moins grand des individus à l'épargne

Un second facteur de différences c'est le penchant plus ou moins grand des individus à l'épargne. Ce second facteur ne se confond pas avec le précédent. On peut être plus exigeant dans l'échange sans être plus économique. On peut savoir très bien acheter et au bon moment, sans cependant épargner. Et l'on peut, au contraire, être peu exigeant dans l'échange et cependant économique. L'individu qui épargne attache plus d'importance, toutes choses égales, à l'unité monétaire que celui qui épargne très peu. L'avare attache une énorme importance à l'unité monétaire pour elle-même, indépendamment des satisfactions qu'elle peut lui donner. Mais sans parler de l'avare, l'individu qui épargne, qui songe au lendemain, apprécie davantage l'unité monétaire, parce que à la considération des besoins présents, il ajoute la considération des besoins futurs. Il estime que l'unité monétaire a plus d'importance, parce qu'il l'évalue en songeant, non seulement aux besoins présents, mais encore aux besoins futurs.

Celui qui épargne, qui ne veut dépenser pour la satisfaction de ses besoins présents que 30.000 frs sur les 40.000 frs de revenu qu'il possède, apprécie l'unité monétaire d'après la satisfaction que peut lui procurer la trente millième unité, alors que celui qui dépense tout son revenu n'apprécie l'unité monétaire que d'après la satisfaction que peut lui proce-

rer la quarante millième unité. Si deux individus ont quarante mille francs de revenu, que l'un soit économie et que l'autre ne le soit pas, c'est comme si le premier avait 30.000 frs de revenu et le second 40.000.

3° - La prévision

Un troisième facteur de l'estimation de l'unité monétaire indépendant des variations du revenu, c'est la prévision. La prévision est, non seulement une raison de différences dans les estimations des divers individus, mais elle est aussi une raison de différences dans les estimations du même individu à des époques différentes. Si l'on prévoit la hausse des prix, si l'on prévoit que dans un très prochain avenir, la monnaie ne pourra plus acheter qu'une quantité moindre de marchandises, si l'on prévoit que la monnaie va tendre à se déprécier, on tendra déjà, dès maintenant à déprécier l'unité monétaire. La prévision de la dépréciation future entraînera déjà une certaine dépréciation présente. S'il ne s'agit pas là d'une prévision que les faits peuvent démentir, s'il s'agit d'une prévision présentant presque toute la rigueur d'une certitude, si cette prévision a été nombre de fois confirmée par les faits, si elle est générale dans le pays, l'influence de la prévision pourra devenir extrêmement grande.

La certitude pour tout le monde que demain ou tout à l'heure les prix monteront, que demain ou tout à l'heure la valeur de la monnaie baissera, fera que déjà aujourd'hui, déjà maintenant, on est à peu près consentant à payer plus cher, à acheter plus cher. Et si les vendeurs, qui font la même prévision, exigent dès aujourd'hui un prix plus élevé de leurs marchandises, les acheteurs ne résisteront pas à leurs exigences, puisqu'ils savent que s'ils n'achètent pas aujourd'hui à ce prix, il leur faudra acheter demain à un prix plus élevé.

Des trois raisons qualitatives de l'estimation de l'unité monétaire, que l'on vient d'indiquer, les deux premières ont beaucoup d'importance pour les différences d'appréciation entre les individus, mais elles n'en ont peut-être pas beaucoup comme facteur de variation générale de la valeur de la monnaie. Au contraire, la troisième raison, la prévision, en même temps qu'elle est un facteur de différences entre les individus peut avoir une grande influence comme facteur du changement général de la valeur de la monnaie. C'est ce facteur qui a été à l'œuvre, en Allemagne, dans l'Europe centrale, à l'époque de la dépréciation catastrophique de la monnaie. Lorsque la certitude s'est imposée aux esprits par une expérience mille fois répétée, que toute hausse du change entraîne fa-

La certitude d'une dépréciation prochaine de la monnaie entraîne une dépréciation immédiate

talement une hausse des prix, la dépréciation prochaine, inéluctable, finit par entraîner la dépréciation immédiate. Les vendeurs l'imposent et les acheteurs finissent par l'accepter. C'est ainsi qu'en Allemagne et dans l'Europe Centrale, lorsque l'on a eu vu des milliers de fois que la hausse du change avait comme conséquence, d'abord éloignée, puis de plus en plus prochaine, la hausse des prix, à toute hausse du change, on a accepté une hausse des prix quasi immédiate ou même immédiate. On a vu, vers la fin de 1923, le change exercer une action directe, immédiate, non plus seulement sur certains prix, sur les prix des produits d'importation, sur les prix des produits d'exportation, mais sur les prix des produits domestiques, prix de détail et prix de gros. Il n'était plus besoin d'un mouvement de généralisation de la hausse des prix pour que toute hausse du change s'accompagnât d'une hausse générale des prix; c'était instantanément que tous les prix montaient sous l'influence du change. Il y avait dépréciation immédiate de la monnaie sous l'influence du change. Le facteur de la dépréciation de la valeur de la monnaie, ce n'était plus l'augmentation du revenu, augmentation qui n'avait pas eu le temps de s'effectuer, c'était une estimation moindre de l'unité monétaire à raison de la prévision.

C'est également ce qui s'est passé aux Etats-Unis en 1933. Dans les premiers mois qui ont suivi l'abandon de l'éton or, en Mars 1933, on a vu les prix de certaines marchandises aux Etats-Unis, monter très vite monter bien plus vite que le change ne se dépréciait, à cause des modifications immédiates dans l'estimation de l'unité monétaire chez certains individus. Non pas dans le grand public, parce qu'il n'était pas encore au courant des conséquences possibles de la baisse du dollar, mais chez les spéculateurs, chez les acheteurs en gros de matières premières ou de denrées alimentaires. Il y a donc eu dépréciation immédiate de la monnaie comme conséquence de la dépréciation du dollar. La hausse attendue des prix, comme conséquence de la dépréciation du dollar, a très vite amené une hausse immédiate des prix, sans qu'on attende même cette dépréciation du dollar.

Dans le fondement de la valeur de la monnaie, interviennent deux éléments : l'élément quantitatif, le revenu, et l'élément qualitatif, estimation de la dernière unité monétaire du revenu. Dans un pays comme la France, dans la période 1922-1924 ce qu'on a vu principalement comme facteur de la hausse des prix, c'est le facteur quantitatif, le changement du revenu;

c'est la hausse progressive du revenu qui a été le facteur de la généralisation de la hausse des prix. Dans les pays de l'Europe Centrale, au début, c'est aussi le facteur quantitatif, qui est intervenu, mais à mesure que le temps passait, que la hausse du change était plus profonde, et la hausse des prix plus certaine, ce qui agissait plus fortement c'était le facteur qualitatif, l'estimation moindre de l'unité monétaire, sans que le revenu ait eu le temps de changer. D'ailleurs, en France aussi, peu à peu, à mesure que le temps passait, l'influence de l'élément qualitatif s'exerçait à côté de celle de l'élément quantitatif; l'influence de l'estimation de l'unité monétaire s'exerçait à côté de l'influence du revenu.

Comment il faut modifier la formule pour passer de la théorie du revenu à la théorie psychologique.

Voilà ce que les faits suggèrent. Voilà comment ils nous montrent qu'à côté de l'influence possible du revenu, s'exerce l'influence de la prévision, de l'estimation moindre de l'unité monétaire. Il nous faut donc corriger la théorie du revenu pour l'adapter à ces nouveaux faits. La théorie du revenu nous a été suggérée par l'observation de certains faits. L'observation d'autres faits nous montre qu'elle est incomplète. Il faut donc la modifier, de manière qu'elle s'adapte à la fois aux faits considérés d'abord et aux faits considérés ensuite. Mais il n'est pas nécessaire de modifier radicalement à cet effet la théorie du revenu. On peut conserver l'idée générale du fondement de la valeur de la monnaie sur l'appréciation de la dernière unité monétaire du revenu, mais en modifiant légèrement la formule dont on s'est servi. Dans la théorie du revenu, on a commencé par dire que chacun apprécie l'unité monétaire d'après la satisfaction obtenue par l'échange de la dernière unité monétaire du revenu. Nous dirons maintenant, pour tenir compte des faits nouveaux, que chacun apprécie l'unité monétaire d'après les satisfactions qu'il s'attend à obtenir de la dernière unité monétaire du revenu, ou encore d'après la satisfaction qu'il entend obtenir de cette dernière unité monétaire. Au lieu de la satisfaction que donne dans le présent l'unité monétaire, on parlera des satisfactions qu'on s'attend à obtenir dans un futur immédiat de l'unité monétaire.

Cette légère modification, cette substitution de la satisfaction que l'on s'attend à obtenir de l'unité monétaire à la satisfaction que donne la dernière unité monétaire, suffit pour passer de la théorie du revenu à la théorie psychologique de la monnaie. Et cette légère modification permet d'expliquer, non seulement les faits tels qu'on les a observés en

France, mais aussi les faits tels qu'on les a observés dans les pays de l'Europe Centrale. Comme l'on dit que l'estimation de l'unité monétaire dépend de la satisfaction que l'on s'attend à obtenir de la dernière unité monétaire, on peut déclarer que peuvent être facteurs des variations de la monnaie, non seulement les changements du revenu, mais aussi les changements de ce que l'on attend de la dernière unité monétaire du revenu, changements purement psychologiques. Il suffit qu'on attende plus ou moins de la dernière unité monétaire du revenu, à raison des différences dans les exigences des individus lors des échanges, à raison de l'épargne et surtout à raison des prévisions, pour que l'appréciation de l'unité monétaire varie. Les prévisions pourront jouer un très grand rôle dans certaines circonstances, à côté des changements du revenu. Sans changement du revenu, à certains moments, de simples prévisions permettront de grands changements dans l'estimation de l'unité monétaire. On donne ainsi une place importante aux éléments qualitatifs dans la théorie générale de la valeur de la monnaie, à côté des éléments quantitatifs, à côté du revenu.

La théorie de la monnaie nous a été, dans tous ses détails, suggérée par les faits. Nous l'avons modelée au fur et à mesure que l'on passait de l'observation de certains faits à d'autres faits. Or, cette théorie, ainsi dégagée de l'expérience des faits d'après guerre, concorde parfaitement avec la théorie générale de la valeur, fondée sur l'utilité finale, avec ce qu'on peut considérer comme la théorie moderne de la valeur.

On connaît cette théorie de l'utilité finale, on sait que, d'après cette théorie, la valeur de la marchandise dépend pour tout individu de son utilité finale, de la dernière unité de cette marchandise. Le fondement de la valeur comprend un élément quantitatif, la quantité de marchandise dont on dispose, et un élément qualitatif, l'utilité de la dernière unité.

L'utilité finale est le fondement de la valeur de la marchandise pour l'individu, le fondement de la valeur individuelle de la marchandise, le fondement de la valeur subjective. Mais elle reste aussi le fondement de la valeur sociale de la marchandise, de la valeur objective. Sans doute, sur le marché, à un moment donné, il n'y a qu'un seul prix, alors que les estimations individuelles des marchandises sont très différentes. Mais ceci n'empêche pas que l'utilité finale reste le fondement de la valeur, parce que, malgré les différences des estimations,

Concordance
de la théorie
psychologique
avec la thé-
orie générale
de la valeur

Théorie géné-
rale de la
valeur

chacun n'achète que d'après son estimation individuelle. Celui qui désire beaucoup la marchandise sera disposé à donner beaucoup d'unités monétaires pour quelques unités de marchandise; Il achètera tout de même au prix unique du marché, au même prix que celui qui apprécie peu la marchandise. Celui qui désire beaucoup la marchandise achètera à ce prix un très grand nombre de marchandises, tandis que l'autre n'en achètera que peu. Le prix unique du marché, à un moment donné, étant de 5 frs, l'un achètera vingt objets et l'autre en achètera trois seulement. Pour celui qui achète vingt objets, 5 frs représentent l'utilité de la 20ème unité de marchandise; pour celui qui n'achète que trois objets, 5 frs représentent l'utilité de la troisième unité de marchandise. Celui qui désire beaucoup la marchandise ne paiera pas plus cher, mais il achètera plus de marchandises, de sorte que cette somme de 5 frs représente, pour lui, non pas l'utilité de la troisième unité de marchandises, mais l'utilité de la 4ème, de la 10ème, de la 20ème. Au contraire, celui qui n'est pas très désireux de la marchandise trouve que la somme de 5 frs équivaut à l'utilité de la troisième unité, mais dépasse celle de la quatrième. Ainsi il peut y avoir appréciation différente par les individus de la marchandise et cependant achat au prix unique du marché.

Le prix unique des marchandises sur le marché s'établit par le jeu de l'offre et de la demande et l'on sait comment dans la conception moderne de la loi de l'offre et de la demande, il faut faire intervenir à la fois des éléments quantitatifs et des éléments qualitatifs. Les prix dépendent des courbes d'offres et des courbes de demandes, c'est-à-dire des quantités offertes et demandées à certains prix, à des prix d'offre et de demande. Le prix s'établit au point où il y a égalité entre les offres et les demandes. Voilà la théorie générale de la valeur.

On reste fidèle à cette théorie dans la théorie psychologique de la valeur de la monnaie. Pour bien le montrer, considérons d'abord dans un premier stade, ce qui s'observe quant à la fixation de la valeur de la monnaie sur le marché. Sur le marché les individus se présentent avec des courbes d'offres ou de demandes de marchandises. La courbe de demandes pour chaque marchandise est en même temps une courbe d'offres de monnaie. Quand on demande une marchandise à un certain prix, cela signifie qu'on est disposé à donner tant d'unités monétaires pour tant de marchandise; Il y a à la fois estimation de la marchandise et estimation de la monnaie. Il peut donc y avoir

Démonstration
de cette con-
cordance

changement de prix, tenant aux marchandises et changement de prix tenant à la monnaie.

Laissons de côté pour le moment les variations de prix, qui peuvent tenir aux marchandises, et considérons seulement les variations de prix, qui tiennent à la monnaie. La valeur de la monnaie se détermine, non pas par rapport à une marchandise, mais par rapport à l'ensemble des marchandises. Si donc sur un marché le niveau auquel s'est établie la veille la valeur de la marchandise, est tel qu'à ce même niveau aujourd'hui demeurent les estimations des acheteurs et des vendeurs, si elles n'ont pas changé, la valeur de la monnaie et les prix ne changent pas. Mais si aujourd'hui les acheteurs viennent sur le marché avec des appréciations plus fortes de l'unité monétaire, disposés à donner moins pour la même quantité de marchandise, disposés à ajourner même une partie de leurs achats, plutôt que d'acheter au niveau de la veille, le niveau de la veille de la valeur de la monnaie, le niveau des prix ne pourra se maintenir. Les prix baisseront, la valeur de la monnaie sur le marché montera. Inversement, si les acheteurs viennent sur le marché plus disposés à acheter, apprécient moins l'unité monétaire, surtout si les vendeurs eux aussi font de même, apprécient moins l'unité monétaire, exigent des prix plus élevés, les prix s'élèveront et la valeur générale de la monnaie flétrira. La valeur de la monnaie sur le marché, qui dépend des courbes d'offres et des courbes de demandes se modifiera, quand se modifient ces courbes d'offres et ces courbes de demandes.

Second stade, second degré de l'explication : comment s'établissent ces courbes individuelles d'offres et de demandes, qui peuvent ainsi varier d'un jour à l'autre ? Comment se fait l'appréciation par chaque individu de l'unité monétaire ? Quel est le fondement, pour chaque individu, de la valeur de cette unité monétaire ? Pour chaque individu, la valeur de l'unité monétaire dépend de la satisfaction que chacun s'attend à obtenir de la dernière unité monétaire de son revenu. Pour les marchandises, on dit que c'est la valeur de leur utilité finale; Mais la monnaie n'a pas d'utilité par elle-même. L'estimation de la monnaie, c'est la satisfaction qu'on entend obtenir par l'échange de la dernière unité monétaire du revenu. L'élément quantitatif, c'est le revenu. Mais à côté de cet élément quantitatif, il y a un élément qualitatif; c'est la satisfaction qu'on s'attend à obtenir de la dernière unité monétaire du revenu.

Troisième stade de l'explication : Quelles sont

les raisons de changements dans les courbes individuelles d'offres et de demandes, dans les appréciations individuelles de la valeur de la monnaie ? On vient de dire que l'estimation dépend du revenu élément quantitatif et aussi d'éléments qualitatifs : l'estimation de l'unité monétaire. Au troisième stade, on doit se demander ce qui fait varier le revenu, l'élément quantitatif et ce qui fait varier l'estimation de l'unité monétaire, l'élément qualitatif.

Ce qui peut faire varier l'élément quantitatif, le revenu, ce sont des facteurs divers, par exemple les variations du change ou plus généralement l'influence des variations des prix au dehors, l'influence des prix extérieurs, car le change n'est guère qu'une application de ce facteur plus général : l'influence des prix extérieurs. Ce qui peut encore faire varier le revenu ce sont les modifications de la circulation monétaire. On a déclaré que les augmentations de la circulation monétaire, n'entraînent une modification du revenu, que si cette augmentation a été faite pour suppléer aux insuffisances budgétaires. La circulation monétaire n'agit sur les prix que quand elle agit sur les revenus. Ce qui peut encore faire varier le revenu, ce sont des variations dans la production de l'or. Variations du change, plus généralement influence des prix extérieurs, variations dans les émissions de billets ou de papier monnaie d'une certaine nature, variations dans la production de l'or, voilà des facteurs de variations du revenu, des facteurs de variations des éléments quantitatifs. Quant aux variations des éléments qualitatifs, aux variations dans les estimations de l'unité monétaire, le facteur principal paraît être la prévision. Comme facteurs monétaires de la valeur de la monnaie, on trouve donc les variations du revenu, d'une part, et la prévision d'autre part.

On voit comment cette théorie psychologique de la monnaie, issue des faits, cadre en même temps avec la théorie générale de la valeur, comme elle s'intègre harmonieusement dans la théorie générale de la valeur.

Ayant ainsi terminé les explications indispensables pour faire comprendre les théories relatives à l'équilibre de la balance des comptes, on peut reprendre les développements relatifs à l'équilibre de cette balance.'

Chapitre 4

THEORIE DE L'EQUILIBRE DE LA BALANCE DES COMPTEES PAR LES MOUVEMENTS DE L'OR

§ I - Exposé de la théorie.-

Cette théorie a été surtout une théorie anglaise. A l'époque où les économistes anglais l'exposaient, les économistes français, à la suite de Jean-Baptiste Say, exposaient des théories d'après lesquelles aussi il y a tendance à l'équilibre de la balance des comptes, mais par un mécanisme différent.

La théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or, avait été déjà exposée, dans certains de ses éléments, par Hume au XVIII^e siècle. On la retrouve plus tard au commencement du XIX^e chez Thornton et plus tard encore chez Stuart Mill; Mais c'est à Ricardo que l'on attribue la paternité de cette théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les déplacements de l'or. Ce qu'il y a, chez Ricardo, c'est une théorie voisine, c'est une théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or et de l'équilibre des prix dans le monde par l'intermédiaire de la balance des comptes. Pour Ricardo, ce sont les prix et l'or qui sont la cause, et la balance des comptes, l'effet.

Au contraire, dans la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or, ce sont les variations de la balance des comptes, qui sont la cause du mouvement, qui sont au point de départ et c'est par le mécanisme des variations de l'or et des prix, que l'équilibre se rétablit.

Avec Stuart Mill, on retrouve les deux doctrines, la doctrine de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or et la doctrine de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, de l'équilibre mondial des prix par les mouvements de la balance des comptes. C'est parce que les deux théories sont chez Stuart Mill qu'on les a généralement attribuées toutes deux à Ricardo; Et aujourd'hui cette théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or est connue comme une théorie spécialement Ricardienne.

La théorie de l'équilibre de la balance des comp-

tes par les mouvements de l'or ne vaut que pour les pays à monnaie d'or. Elle ne vaut pas pour les pays à papier monnaie, où l'équilibre ne peut s'établir par les déplacements de l'or, d'autant moins que ces déplacements de l'or sont d'ordinaire interdits.

D'après cette théorie, c'est l'or qui entraîne les variations des prix, qui finiront par rétablir l'équilibre de la balance.

D'après la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or, l'équilibre de la balance des comptes, lorsqu'il est rompu, doit se rétablir automatiquement par des déplacements de l'or et leurs conséquences. C'est l'or, qui entraîne en vertu de la théorie quantitative de la monnaie, les variations des prix des marchandises, lesquelles variations des prix entraîneront d'autres variations, qui finiront, en définitive, par rétablir l'équilibre de la balance. Une série de mouvements successifs enchaînés les uns aux autres dans un mouvement d'horlogerie finira par rétablir automatiquement l'équilibre de la balance des comptes, lorsque cet équilibre est rompu.

L'équilibre de la balance des comptes est rompu aussi bien quand il y a excédent que quand il y a déficit de la balance.

Voyons ce qui doit se passer, d'après la théorie anglaise, dans ces deux hypothèses.

Considérons d'abord une balance en excédent; la balance des comptes étant en excédent, une série de mouvements vont s'observer : 1°) Le point de départ c'est-à-dire l'excédent de la balance des comptes; 2°- L'afflux d'or dans le pays; Puisque la balance des comptes est en excédent, le pays a plus de paiements à recevoir de l'étranger qu'il n'en a à effectuer; d'où entrées d'or. L'excédent de la balance des comptes détermine un excédent d'importations d'or. 3°- Cet afflux d'or dans le pays va, conformément à la théorie quantitative de la monnaie sous sa première forme, entraîner la hausse des prix; 4°- La hausse des prix va provoquer des modifications dans le commerce extérieur des marchandises, et par ces modifications l'équilibre de la balance des comptes va tendre à se rétablir. 3°- Cet afflux d'or dans le pays, ces importations d'or conformément à la théorie quantitative de la monnaie déterminent la hausse des prix; 4°- La hausse des prix va provoquer des modifications dans le commerce extérieur; Les importations de marchandises vont devenir plus considérables. La hausse des prix stimule l'entrée des marchandises provenant des pays où les prix sont moins élevés. Les producteurs étrangers préfèrent écouter leurs produits dans ce pays où la vente est plus rémunératrice.

Hypothèse de la balance des comptes en excédent

D'autre part, il y aura diminution des exportations, la hausse des prix rend beaucoup plus avantageux pour les producteurs de vendre dans le pays, plutôt que d'exporter. Ainsi, on achète plus au dehors et l'on vend moins. La balance commerciale présentera bientôt un excédent d'importations. Elle sera bien-tôt en déficit. Le déficit de la balance commerciale en s'accentuant réduit d'abord, puis supprime l'excédent de la balance des comptes. Et son effet ira peut-être au delà, il ira jusqu'à un déficit de cette balance.

Le mécanisme pourrait s'arrêter là; mais en même temps que l'équilibre de la balance des comptes, il y a d'autres équilibres qui tendent à se rétablir.

L'or est encore en abondance dans le pays que l'on considère; les prix restent encore élevés. Pour que l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, pour que l'équilibre mondial des prix s'établissent, il faut que la balance des comptes, non seulement cesse de présenter des excédents, mais soit quelque temps en déficit. Il faut un retournement de la balance des comptes. Finalement le quatrième mouvement c'est un retournement de la balance des comptes.

5°) Ce renversement de la balance des comptes, cette continuation des excédents d'importations finira par entraîner des sorties d'or pour payer les marchandises qui entrent en excès. L'or qui était trop abondant dans le pays va commencer à sortir.

6°) En vertu de la théorie quantitative de la monnaie basée sur l'or, cette sortie de l'or va tendre à déterminer la baisse des prix. Ainsi on aura finalement 7°) équilibre de la balance des comptes, équilibre dans la distribution mondiale de l'or, équilibre mondial des prix. Lorsqu'il sera sorti du pays assez d'or, les prix baisseront et se mettront au niveau des prix extérieurs. L'or ne sera plus en excès; le mouvement d'entrée des marchandises s'arrêtera; il n'y aura plus excédent d'importations sur les exportations. On arrivera ainsi au triple équilibre de la balance des comptes, de l'or et des prix.

Supposons maintenant un pays dont la balance des comptes soit en déficit; ce sera la même série de mouvements, mais en sens inverse : 1°) Déficit de la balance des comptes; 2°) sorties d'or pour payer ce déficit; 3°) Par suite de la réduction de la quantité d'or dans le pays, les prix baisseront; 4°) La baisse des prix provoquera des excédents d'exportations de marchandises sur les importations. En effet, les prix bas favorisent les ventes au dehors et arrêtent les importations.

Hypothèse d'un pays dont la balance des comptes est en déficit

La balance commerciale se trouve retournée et bientôt la balance des comptes elle-même change de direction. L'excédent des exportations sur les importations du pays devient si considérable que le déficit de la balance des comptes disparaît et même il y a place à un peu d'excédent.

5°) Cet excédent de la balance des comptes permet des rentrées d'or dans le pays; 6°- Les rentrées d'or entraînent le relèvement des prix. 7°- Enfin, on arrive au triple équilibre de la balance des comptes de l'or et des prix.

La théorie quantitative appliquée ici, est ce que l'on a appelé la première forme de la théorie quantitative, dans laquelle par quantité de monnaie on entend la quantité d'or existant dans le pays. C'est la théorie quantitative nationale basée sur l'or. On a montré précédemment comment cette théorie quantitative nationale basée sur l'or, s'associe chez la plupart des économistes avec une théorie quantitative internationale basée sur l'or, comment il pourrait y avoir contradiction entre les effets du stock d'or national et les effets du stock d'or international et comment on prétend que cette contradiction n'apparaît pas ou n'apparaît que temporairement, grâce à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, grâce aux mouvements de l'or.

Telle est brièvement résumée la théorie de l'équilibre automatique de la balance des comptes par les mouvements de l'or.

§ 2 - Equilibres principaux et équilibres subsidiaires

(Equilibre dans la distribution mondiale de l'or et équilibre mondial des prix)

On vient de montrer comment, en même temps que se rétablit l'équilibre de la balance des comptes, tendent à se rétablir l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, et l'équilibre des prix. Le déséquilibre de la balance des comptes entraîne le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or et le déséquilibre des prix. Ces derniers déséquilibres tendent à rétablir l'équilibre de la balance des comptes en même temps que l'équilibre de la distribution de l'or et des prix.

Mais jusqu'ici, l'équilibre de la balance des comptes était le problème principal. L'équilibre de la distribution de l'or et l'équilibre des prix, étaient des équilibres secondaires, subsidiaires. Le point de

départ était la balance des comptes. En empruntant le langage de Ricardo, nous dirions : La cause était la balance des comptes, et les variations des prix et de l'or étaient les effets. Ou comme M. Aftalion dirait plus volontiers : le point de départ est le déséquilibre de la balance des comptes; les mouvements de l'or et des prix sont les instruments du rééquilibre de la balance des comptes en même temps que du rééquilibre de l'or et des prix.

Mais les économistes classiques ont aussi considéré que parfois le point de départ pouvait ne pas être la balance des comptes; c'était même le point de vue de Ricardo, qui déclarait que ce sont l'or et les prix, qui sont la cause et que la balance des comptes est toujours l'effet. Il y a, disait Ricardo, déséquilibre de l'or et déséquilibre des prix et la balance des comptes varie comme conséquence. D'autres économistes comme Stuart Mill, plus éclectiques, déclarent que ce peut être, tantôt le déséquilibre de la balance des comptes qui est la cause, tantot les mouvements de l'or et des prix. De sorte qu'il peut y avoir trois points de départ à tout le mécanisme : Le point de départ peut être le déséquilibre de la balance des comptes, mais il peut être aussi le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or et aussi le déséquilibre des prix.

Si l'impulsion vient du déséquilibre de la balance des comptes, on sait quelle est la série de mouvements successifs auxquels on assiste.

Nous allons supposer maintenant que le point de départ consiste dans le déséquilibre des prix; nous aurons alors des mouvements, qui rappelleront ceux que l'on a vus à l'œuvre quand le point de départ était le déséquilibre de la balance des comptes. Nous aurons : 1°) déséquilibre des prix, par exemple hausse excessive des prix dans le pays; 2°) Ce déséquilibre des prix provoque le déséquilibre de la balance des comptes. Les prix trop élevés vont entraîner une importation excessive des marchandises, une restriction des exportations; donc excédent d'importations sur les exportations de marchandises, déficit de la balance commerciale et déficit de la balance des comptes. 3°) Fuite de l'or. 4°) Baisse des prix, 5°) Equilibre de la balance des comptes, équilibre des prix et équilibre de l'or.

En troisième lieu, on peut imaginer que le point de départ soit dans le déséquilibre de la distribution de l'or; voici alors la série de mouvements.

1° - Déséquilibre dans la distribution de l'or; on suppose l'or en excédent; 2° - Déséquilibre des prix;

Le mécanisme peut avoir trois points de départ

Le point de départ est le déséquilibre des prix

Le point de départ est le déséquilibre dans la distribution mondiale

Source : BIU Cujas

ionale de l'or

prix trop élevés. Puis le mécanisme que l'on vient d'indiquer. 3°) Balance des comptes en déficit; 4°) Fuite de l'or; 5°) Baisse des prix; 6°) Equilibre de la balance des comptes, équilibre dans la distribution mondiale de l'or, équilibre des prix.

§ 3 - Le rôle des déplacements de l'or et des marchandises

Le rôle des déplacements de l'or et des marchandises à la recherche de leur plus haute valeur pour le triple équilibre de l'école classique.

L'or se dirige vers les pays où les prix sont plus bas et abandonne les pays où les prix sont élevés.

Qu'il s'agisse de l'équilibre de la balance des comptes, de l'équilibre des prix ou de l'équilibre dans la distribution de l'or, on voit dans les trois mécanismes exposés plus haut l'or aller des pays où les prix sont hauts et où il est abondant, vers les pays où les prix sont bas.

Ce faisant, l'or obéit à la loi générale, qui veut que toute chose de même que les individus tendent à se diriger vers les lieux où ils prennent leur plus haute valeur. Ceci est vrai des marchandises, que l'on envoie là où les prix sont le plus élevés; cela est vrai des hommes dans la mesure où leur mobilité est assurée, qui vont vers les lieux où ils reçoivent la plus haute rémunération. Cela est vrai des capitaux, qui vont volontiers vers les lieux où, à sécurité égale, ils touchent le plus haut intérêt; et cela est vrai, déclarent les économistes classiques, également de l'or.

La valeur de l'or, poursuivent les économistes classiques, c'est son pouvoir d'achat en marchandises; ce pouvoir d'achat est d'autant plus grand que les marchandises s'obtiennent avec moins d'or, que les prix sont plus bas. A la recherche de sa plus haute valeur, l'or se dirige donc vers les pays où les prix sont plus bas et abandonne les pays où les prix sont plus élevés. C'est ce que l'on constate dans chacun des trois mécanismes.

S'agit-il de l'équilibre de la balance des comptes ? Nous voyons que s'il y a balance en excédent dans un pays, il y a dans ce pays beaucoup d'or, des prix élevés, et ces prix élevés détermineront des sorties d'or, des déplacements de l'or vers les pays à prix plus bas, vers les pays où l'or a sa plus haute valeur.

C'est aussi ce qui est affirmé pour l'équilibre

dans la distribution mondiale de l'or; s'il y a trop d'or dans un pays, il y aura, d'après la théorie quantitative, prix trop élevés, par conséquent fuite de l'or. L'or ira vers les pays à prix plus bas, où il prend sa plus haute valeur, vers les pays où il y a disette d'or, et ainsi se fera l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

S'agit-il du mécanisme relatif à l'équilibre des prix ? Si les prix sont trop élevés dans un pays, c'est qu'il y a trop d'or dans ce pays. L'or quittera ce pays et ira vers les pays où il y a moins d'or et où les prix sont plus bas; en recherchant sa plus haute valeur, l'or assurera l'équilibre des prix.

Ainsi ce sont les déplacements de l'or à la recherche de sa plus haute valeur qui sont l'instrument du rééquilibre de la balance des comptes, du rééquilibre de la distribution de l'or et du rééquilibre des prix. Dans le mécanisme de ce rétablissement du triple équilibre, on assiste toujours aux mouvements de l'or à la recherche de sa plus haute valeur.

Mais dans le mécanisme en question, en même temps que l'or, on voit aussi les marchandises se déplacer vers les pays où elles ont leur plus haute valeur. Les marchandises vont des pays où les prix sont bas vers les pays où les prix sont élevés, où leur valeur est plus grande. Et par là, les marchandises vont être, en même temps que l'or, l'instrument du triple équilibre, équilibre de la balance des comptes, équilibre dans la distribution de l'or, équilibre des prix.

S'agit-il du rééquilibre de la balance des comptes ? Supposons un pays où la balance des comptes est en déficit. C'est un pays où il y a peu d'or et où les prix sont bas. Les bas prix favoriseront les exportations et restreindront les importations. Il y aura donc excédent d'exportations des marchandises du pays où les prix sont bas, vers les pays à prix plus élevés, du pays où la balance des comptes est déficiente vers les pays où cette balance est en excédent; Et cet excédent d'exportations ramènera l'équilibre de la balance des comptes. Les marchandises, à la recherche de leur plus haute valeur, tendent à rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

S'agit-il du rééquilibre dans la distribution mondiale de l'or ? L'insuffisance d'or signifie bas prix dans le pays; donc encore excédent d'exportations des marchandises sur les importations. Les marchandises tendront à se diriger du pays où les prix sont bas vers les pays où les prix sont élevés. Par là elles provoqueront un afflux d'or dans le pays qui en

les marchandises se déplacent vers les pays où elles ont la plus haute valeur

manquait et tendront à rétablir l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

S'agit-il enfin du rééquilibre des prix ? Si les prix sont trop bas dans un pays, il y aura excédent d'exportations de marchandises; Les marchandises, à la recherche de leur plus haute valeur, iront vers les pays à prix plus élevés; Les approvisionnements de marchandises diminueront dans les pays à prix bas et augmenteront dans les pays à prix plus élevés. La diminution des approvisionnements dans les pays à prix bas tendra à y relever les prix; l'augmentation dans les pays à prix élevés tendra à y abaisser les prix. Les marchandises, en recherchant leur plus haute valeur, tendront à rétablir l'équilibre des prix.

Les déplacements de l'or et les déplacements de marchandises se font en sens inverse,

Ainsi, les déplacements de l'or, déterminés par la recherche de sa plus haute valeur, les déplacements des marchandises à la recherche de leur plus haute valeur tendent au triple équilibre, équilibre de l'or, équilibre de la balance des comptes et équilibre des prix. Dans chacun des trois mécanismes il y a chaque fois les deux déplacements : déplacement de l'or et déplacement des marchandises, tous deux déterminés par la recherche de la plus haute valeur.

Mais ces deux déplacements : déplacement de l'or et déplacement de la marchandise, se font en sens contraire l'un de l'autre; En effet, la haute valeur de l'or, d'après les économistes classiques, signifie que l'or achète beaucoup de marchandises, que peu d'or s'échange contre beaucoup de marchandises, que le prix sort bas, que les marchandises ont peu de valeur. Haute valeur de l'or signifie donc baisse de valeur des marchandises. De même la haute valeur des marchandises signifie que les prix sont élevés, que peu de marchandises s'échangent contre beaucoup d'or, que l'or a une faible valeur; Haute valeur des marchandises signifie faible valeur de l'or.

Par conséquent, puisque 1°) L'or et les marchandises se déplacent vers leur plus haute valeur, puisque 2°) La haute valeur de l'une de ces deux choses signifie faible valeur de l'autre, il en résulte nécessairement que 3°) Les mouvements de l'or et des marchandises se feront en des sens inverses les uns des autres.

Considérons le problème de l'équilibre de la balance des comptes; Supposons un pays, dont la balance des comptes est en déficit. On y voit peu d'or, les prix sont bas; ce qui provoque un excédent d'exportations de marchandises. Les marchandises sortent. Et l'or entre.

S'agit-il du problème de la distribution mondiale de l'or ? peu d'or signifie encore prix faibles, ce qui provoque un excédent d'exportations de marchandises. De nouveau excédent de sorties de marchandises et excédent d'entrées d'or.

S'agit-il de l'équilibre des prix ? Les prix bas entraînent des excédents d'exportations de marchandises, ce qui implique des importations d'or.

Les mouvements de l'or et des marchandises tendent à assurer le triple équilibre de la balance des comptes, de l'or et des prix.

Pour chacun des trois équilibres, la recherche de la plus haute valeur pour l'or et pour les marchandises provoque des déplacements de sens contraire de l'or et des déplacements des marchandises, lesquels tendent à rétablir le triple équilibre. Il y a ainsi trois mécanismes et, dans chacun de ces mécanismes, il y a le double mouvement en sens inverse de l'or et des marchandises. Cela fait au total six déplacements de l'or et des marchandises, lesquels tendent à assurer le triple équilibre, équilibre de la balance des comptes, équilibre de l'or, équilibre des prix.

Ces six déplacements sont tous déterminés par une même loi, la recherche de la plus haute valeur; Et cette loi n'est que la conséquence de l'intérêt personnel. C'est l'intérêt personnel des individus à la recherche du plus haut gain, qui les pousse à diriger l'or et les marchandises vers leur plus haute valeur; Déplacements spontanés, déplacements automatiques, qui sont la conséquence de l'intérêt personnel et qui aboutissent à l'équilibre économique dans les relations internationales. On voit que c'est là une construction logique de nature à donner satisfaction à l'esprit, à notre besoin de cohérence, de concordance, d'harmonie. Élégante architecture qui plaît par sa simplicité de lignes, par les liens qui en unissent toutes les parties en un tout systématique et cohérent.

Ce qui cimente les diverses parties de la construction c'est la théorie quantitative de la monnaie sous sa première forme; la théorie quantitative basée sur l'or; Du moment qu'abondance d'or et prix élevés s'associent, tout le reste va de soi : balance en excédent signifie abondance d'or, prix trop élevés; balance en déficit implique insuffisance d'or, prix trop bas; et automatiquement l'équilibre rompu tend à se rétablir.

Mais si la construction est élégante, elle n'en est pas pour cela plus conforme à la réalité. De ces six déplacements, à mon sens, un surtout cadre avec les faits, c'est le déplacement des marchandises (non pas de l'or) des pays à prix bas vers les pays à prix élevés, tendant par là à quelque rééquilibre dans les prix mondiaux. On peut dire aussi qu'il y a quelque

chose d'exact mais déjà moins sûr, moins général, moins constant en ce qui concerne les déplacements de marchandises pour l'équilibre de la balance des comptes. Mais hors cela les autres déplacements ne me paraissent pas exister.

Sans doute si la théorie quantitative était fondée, il faudrait bien, du moment que l'on admet le déplacement des marchandises des pays où les prix sont bas vers les pays où les prix sont élevés, admettre les cinq autres déplacements. Si la théorie quantitative était exacte, dans le cas où la marchandise va des pays aux prix bas vers les pays aux prix élevés, tendant à assurer ainsi un meilleur équilibre des prix, elle irait par là même d'un pays où l'or est insuffisant vers un pays où l'or est abondant. Cela impliquerait également que les marchandises iraient des pays où la balance des comptes est en déficit, où il y aurait insuffisance d'or, vers les pays où la balance des comptes est en excédent. Et enfin les mouvements de marchandises vers leur plus hautes valeur impliqueraient aussi des mouvements de l'or de sens contraire. Les six déplacements seraient fatallement liés. Mais la théorie quantitative de la monnaie, surtout la théorie basée sur l'or, ne paraît pas soutenable. C'est pourquoi l'on peut admettre quelque tendance à l'équilibre des prix, une certaine tendance aussi, mais qui souvent n'aboutit pas à l'équilibre de la balance des comptes, sans admettre les autres déplacements que suppose la théorie classique. Du moment que la théorie quantitative n'est pas exacte, la tendance au rééquilibre des prix peut se concilier avec le maintien du déséquilibre de la balance des comptes et avec le maintien du déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or. Il y a bien quelque tendance au rééquilibre mondial des prix. Mais il ne faut rien exagérer en ce qui concerne le rééquilibre de la balance des comptes. Encore moins peut-on affirmer le rééquilibre dans la distribution mondiale de l'or. Voyons ce qui concerne la balance des comptes.

§ 4 - Mouvements d'or contraires à ce qu'implique le déséquilibre de la balance des comptes.

Il peut y avoir excédent de la balance sans excès d'or et déficit de la balance

La théorie de l'équilibre de la balance des comptes suppose, on l'a vu, que tout déséquilibre de la balance des comptes tend à se détruire de lui-même, à se corriger automatiquement, par la succession de mouvements énumérés, et d'abord par les mouvements

sans pénurie d'or.

de l'or. Mais l'observation des faits montre qu'aujourd'hui fort souvent ces mouvements de l'or manquent. Il peut y avoir excédent de la balance des comptes, sans qu'il y ait abondance d'or, et déficit de la balance des comptes, sans pénurie d'or; De sorte que, dès le début, le mécanisme est enrayé. Dès le début, le second chainon manque à la série automatique de mouvements prévus par la théorie, et ce second chainon manquant les autres doivent faire défaut.

Voici des exemples :

Entre 1924 et 1929, la balance des comptes de l'Allemagne a été en déficit; Ce déficit de la balance des comptes aurait dû entraîner le second mouvement, c'est-à-dire la sortie de l'or; Or, pendant une série d'années, pendant les années 1924 à 1929, on a vu en Allemagne le déficit de la balance des comptes persister, sans que l'or sorte du pays; bien au contraire l'or, qui avait disparu de l'Allemagne en 1924, y a afflué de nouveau pendant quelques années. Il a donc pu y avoir en Allemagne, pendant plusieurs années, non pas déficit de la balance des comptes et diminution de l'or, mais déficit de la balance des comptes et augmentation du stock d'or.

Inversement, jusqu'en 1930, la balance des comptes de l'Angleterre était en excédent; l'excédent de la balance des comptes aurait dû entraîner des importations d'or; Mais très souvent en Angleterre, malgré le gros excédent de la balance des comptes, il n'y a pas eu entrées d'or. Ce furent au contraire des sorties d'or, dont l'Angleterre se plaignait parfois amèrement.

S'il en est ainsi, c'est parce que, aujourd'hui, les règlements internationaux ne se font guère en or, ils se font en capitaux. Les mouvements de capitaux remplacent les mouvements de l'or; Et l'on s'explique les faits que l'on vient de signaler. En Allemagne, la balance des comptes étant en déficit, l'Allemagne payait ce déficit, non par des sorties d'or, mais par des emprunts qu'elle contractait à l'étranger. Ces emprunts extérieurs de l'Allemagne ont été tellement élevés qu'ils lui ont permis non seulement de payer le déficit de la balance des comptes, mais encore de refaire son encaisse d'or qui était épuisée en 1924; grâce à ces emprunts, l'Allemagne pendant un certain temps a eu de nouveau une abondante encaisse-or. De même pour l'exemple anglais, Jusqu'en 1930, la balance des comptes de l'Angleterre était en excédent. Cependant souvent l'or fuyait. L'Angleterre prêtait beaucoup à l'étranger, elle a même prêté plus que

ne le comportait sa balance des comptes. C'était une politique rémunératrice, mais qui, à la longue, s'est révélée dangereuse, puisqu'en 1931, l'Angleterre a dû abandonner l'étalon-or. C'est cette politique de prêts à l'étranger, qui faisait que l'excédent de la balance des comptes n'entraînait pas des importations d'or et pouvait même coïncider avec de larges sorties de métal jaune.

Cette objection serait décisive contre les économistes, s'il en existe encore, qui estiment que l'équilibre de la balance des comptes s'effectue toujours et uniquement par les mouvements de l'or. On pouvait le soutenir autrefois, quand les mouvements de capitaux n'avaient pas l'importance qu'ils ont aujourd'hui; Il y a tout lieu de penser que si il y a encore des économistes, partisans de la théorie, ils y font appel, non pas comme à une théorie exclusive, mais comme à l'une des théories qui expliquent le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes. Ces économistes estiment probablement que le mécanisme de l'or n'est pas toujours celui qui joue, mais qu'il est un de ceux qui jouent à certains moments, que l'équilibre de la balance des comptes doit se rétablir par les mouvements de l'or, dans le cas où le second chainon auquel on fait allusion existe, dans le cas où une balance des comptes en excédent est effectivement accompagnée d'une grosse entrée d'or, où une balance des comptes en déficit est effectivement accompagnée d'une grosse sortie d'or. Ce n'est que lorsqu'après le chainon I déséquilibre de la balance, existe le chainon 2, mouvements de l'or, que les autres doivent suivre.

C'est dans cette situation que l'on doit se placer pour critiquer la théorie anglaise; il faut se placer dans le cas où la balance des comptes étant en déséquilibre, les mouvements de l'or ont bien eu lieu; Il serait trop sommaire de déclarer que la théorie est fausse, parce que souvent les mouvements de l'or ont fait défaut. Il faut chercher les hypothèses où les mouvements de l'or supposés par la théorie existent bien, et examiner si, dans ce cas, la série des autres enchainements prévus par l'école anglaise a bien suivi de manière à conduire au rétablissement de l'équilibre de la balance.

§ 5 - Critique de la théorie d'après l'observation des faits aux Etats-Unis depuis 1920

Depuis de nombreuses années, la balance des comp-

tes américaine n'a pas cessé de se solder en excédent, et cet excédent de la balance a été très souvent accompagné de fortes entrées d'or. On peut signaler surtout deux périodes de grosses importations d'or aux Etats-Unis, la période 1915 à 1917, et la période 1920-1927.

La période 1915-1917 aux Etats-Unis.

Dans la période 1915 à 1917, la balance des comptes américaine s'est soldée en excédent et, pendant cette période, il est entré aux Etats-Unis environ un milliard et quart de dollars d'or. Nous avons donc le premier mouvement, la balance en excédent, et nous avons également le second, un gros afflux d'or. Nous avons eu aussi, dans la période 1915-1917, le troisième mouvement, la hausse des prix. Cependant le reste n'a pas suivi. La balance des comptes, malgré de très larges importations d'or, malgré la hausse des prix, a continué à se solder en excédent. Seulement la situation dans la période 1915 à 1917 a quelque chose d'exceptionnel, de sorte qu'il est difficile d'en faire état. Nous sommes pendant la guerre et les achats des belligérants expliquent que les Etats-Unis aient pu continuer d'envoyer de grosses quantités de marchandises en Europe et conserver une balance des comptes favorable. Il ne faut donc pas nous appuyer sur le cas des Etats-Unis pendant la guerre. Il est préférable d'insister sur la seconde des deux périodes : la période 1920-1927.

La période 1920-1927 aux Etats-Unis

Entre 1920 et 1927, dix huit cents millions de dollars-or environ sont entrés aux Etats-Unis, ce qui représente environ 45 milliards de nos francs d'aujourd'hui. Pendant ce temps, la balance des comptes américaine est en excédent. Nous avons donc : 1°) balance des comptes en excédent; 2°) gros afflux d'or, grosses entrées d'or. La théorie voudrait que nous ayions : 3°) hausse des prix; 4°) arrêt des excédents d'exportations de marchandises américaines et au contraire excédents d'importations de marchandises aux Etats-Unis; retournement de la balance commerciale et retournement de la balance des comptes; enfin 5°) retour de l'or américain à l'étranger; Or, rien de tel ne s'est produit dans cette période.

Le troisième mouvement, la hausse des prix a manqué

Il y a eu des mouvements de sens divers. C'est d'abord la crise de 1920, qui a entraîné l'effondrement des prix américains. Puis, à partir de 1922, légère hausse des prix, qui s'est arrêtée en 1923; puis, de nouveau, une hausse modérée des prix qui s'est arrêtée en 1925. Et depuis 1925 c'est une légère tendance à la baisse, qui s'est prolongée, malgré la pros-

périté jusqu'en 1929, tendance légère que la crise de 1929 va transformer en chute profonde des prix. Ainsi, malgré la théorie quantitative sous sa première forme, à la suite de l'afflux d'or, pas de hausse des prix, mais plutôt baisse.

La hausse des prix n'ayant pas eu lieu, il n'y avait pas de raison pour qu'il y eut retournement de la balance commerciale et retournement de la balance des comptes. En fait, la balance commerciale a continué de présenter de larges excédents d'exportations et la balance des comptes a continué de se solder par des excédents.

Nous n'avons pas eu non plus le cinquième mouvement annoncé, la sortie de l'or. Au contraire, de Septembre 1920 à Septembre 1927, chaque année, à l'exception de l'année 1925, ce sont de grosses importations d'or; c'est ainsi qu'on arrive à un milliard 800 millions de dollars d'or importés aux Etats-Unis entre 1920 et 1927. Après Septembre 1927, courte période de sortie d'or; mais cette sortie d'or n'a rien eu à voir avec les mouvements de la balance des comptes; elle provenait des emprunts faits par les banques européennes, qui cherchaient à augmenter leur encaisse-or. D'ailleurs, de nouveau, à partir de 1928, les importations d'or reprennent aux Etats-Unis, de manière que le stock américain a atteint en 1931 5 milliards de dollars-or; Donc pas de reflux de l'or américain vers l'étranger.

La stérilisation de l'or

On pourrait s'en tenir là comme critique de la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par l'exemple américain si on n'avait imaginé, pour expliquer les faits, une théorie ingénieuse qui a fait couler des flots d'encre. On a dit que s'il n'y a pas eu hausse des prix aux Etats-Unis, malgré cette avalanche d'or, c'est parce que les banques fédérales de réserve américaines ont procédé à la stérilisation de l'or.

On s'imaginerait volontiers, à lire certains développements des partisans de cette théorie, qu'il s'est agi pour les banques fédérales d'enfouir l'or dans leurs caves au fur et à mesure qu'il arrivait, de manière que cette augmentation de l'or n'entraînât aucun accroissement de la circulation monétaire dans le pays. L'or, au lieu d'être au fond des mines, restait au fond des caves des banques américaines, sans influer sur l'augmentation des instruments monétaires américains. Mais ce n'est pas vraiment ce qui a eu lieu.

Le système bancaire américain

Les douze banques fédérales de réserve américaines ont le droit d'émettre des billets, qui doivent être, d'après la loi, couverts jusqu'à 40% au moins

par de l'or. Mais les billets ne sont pas le principal instrument monétaire des Etats-Unis. Les quatre cinquièmes des paiements se font dans ce pays à l'aide de chèques. C'est donc le dépôt en banque, qui est l'instrument monétaire le plus important en Amérique.

Le système bancaire américain est un système à deux degrés. Il y a, d'une part, des banques fédérales de réserve au nombre de 12 et d'autre part, les banques affiliées au système de la réserve fédérale. Les banques fédérales de réserve peuvent recevoir des dépôts des banques affiliées, à condition que leur encaisse-or représente 35% de ces dépôts. Ainsi 35 dollars-or à la Banque fédérale de réserve, leur permettent d'avoir 100 dollars de dépôts des banques affiliées. Mais ce ne sont pas les dépôts des banques fédérales de réserve, qui servent d'instrument monétaire dans le pays; les particuliers ne peuvent pas tirer de chèque sur les banques fédérales de réserve. Ce sont les banques affiliées seules, qui peuvent avoir des dépôts dans les banques fédérales de réserve; Et ces dépôts des banques affiliées dans les banques fédérales de réserve leur servent à leur tour de garantie pour leurs propres dépôts. La loi veut qu'en garantie des dépôts des particuliers chez elles, les banques affiliées aient des dépôts dans les Banques fédérales. Cette garantie est de 3% pour les dépôts à terme, elle est suivant les cas de 7%, 10%, de 13% pour les dépôts à vue, soit une moyenne de 10% pour les dépôts à vue.

On voit donc que 35 dollars d'or dans les banques fédérales de réserve, servent de garantie à 100 dollars de dépôts des banques affiliées dans les banques fédérales de réserve et qu'en second lieu 100 dollars de dépôts des banques affiliées près des banques fédérales de réserve, servent de garantie pour 1.000 dollars de dépôts des particuliers dans les banques affiliées. De sorte qu'au total 35 dollars d'or, déposés dans les banques fédérales, servent de garantie à 1.000 dollars de dépôts des particuliers dans les banques affiliées. La proportion entre l'encaisse-or des banques fédérales et les dépôts dans les banques affiliées est donc de 35 pour 1.000 ou de 3,5%.

Si les banques fédérales de réserve, lorsqu'il est entré aux Etats-Unis 1.800 millions de dollars-or, avaient laissé jouer à plein cette multiplication des instruments monétaires, pour chaque entrée de 3,5 d'or dans les banques fédérales, on aurait pu avoir une augmentation de 100 dollars de dépôts dans les banques affiliées; autrement dit, pour chaque dollar-or

déposé dans les banques fédérales on aurait pu avoir une augmentation de 28 dollars de dépôts dans les banques affiliées. De sorte qu'une augmentation de dix huit cent millions de dollars d'or dans le pays aurait pu entraîner une augmentation formidable de 50 milliards de dépôts dans les banques affiliées, correspondant à 1.250 milliards de nos francs actuels.

Il n'y a pas eu stérilisation de l'or aux Etats-Unis; il y a eu une forte multiplication des instruments monétaires.

On parle de stérilisation de l'or, parce qu'il n'y a pas eu cette augmentation effroyable de 50 milliards de dollars en dépôts dans les banques affiliées aux Etats-Unis, augmentation équivalant à 1.250 milliards de francs, parce qu'il n'y a pas eu augmentation des dépôts aussi grande que ce qui aurait pu être.

On explique que, pour empêcher cette progression, les banques fédérales de réserve ont pris certaines mesures. Par exemple elles ont mis en circulation des certificats d'or, ainsi nommés parce qu'ils sont représentés dans les caves de la banque fédérale par 100 pour 100 d'or. Les banques renoncent en ce qui les concerne au privilège de les couvrir par 40% d'or, les certificats devant être couverts par 100 p. 100 d'or.

Ou encore autre tactique des banques fédérales de réserve, dit-on. La proportion légale est de 40% d'or pour les billets et de 35% pour les dépôts. En 1920, les banques fédérales s'étaient rapprochées de ce minimum de 40%. Mais à partir de 1920, elles ont veillé à ne pas laisser tomber la proportion aussi bas. Le plus souvent cette proportion a été de 70% et parfois même de 80%.

Il n'y a donc pas eu une multiplication des dépôts et des billets aussi considérable que ce qu'elle aurait pu être. Il y a eu stérilisation en ce sens qu'on n'a pas émis autant de billets et des dépôts que la proportion légale permettait de le faire. Mais l'augmentation survenue a déjà été sérieuse. La proportion de fait, étant restée de 70%, cela signifie que 70 dollars d'or permettent, soit une émission de 100 dollars de billets, soit une émission de 100 dollars de dépôts des banques affiliées, à la banque fédérale. Mais comme ces 100 dollars de dépôts à la Banque fédérale permettent 1.000 dollars de dépôt dans les banques affiliées, cela signifie en définitive que pour 70 dollars d'or dans les banques fédérales on avait 1.000 dollars de dépôts dans les banques affiliées. Or, 1.000 dollars d'instruments de paiement pour 70 dollars d'or, cela représente, non pas une stérilisation de l'or, mais une multiplication de l'or déjà forte, déjà copieuse. Sans doute la multiplica-

tien n'a pas été aussi considérable qu'elle aurait pu être, puisque 70 dollars d'or auraient pu permettre 2.000 dollars de dépôt et que l'on n'a eu que 1.000 dollars. Ce qui n'est pas cependant là un chiffre insignifiant. En réalité, il n'y a pas eu stérilisation de l'or aux Etats-Unis, mais multiplication très ample.

la stérilisation
de l'or dans
la période 1919-
1920.

Ou plutôt il faut faire une distinction si au lieu de considérer l'ensemble de la période, qui va de 1920 à 1927, on considère le détail, on doit reconnaître qu'il y a eu stérilisation de l'or à un certain moment. En 1919-1920, les Etats-Unis ont traversé une période de grande activité, pendant laquelle les banques fédérales de réserve ont largement dispensé leurs crédits; à cette époque, la proportion de la réserve aux engagements est tombée au voisinage de la limite légale, aux environs de 40%.

Comment la proportion de la réserve aux engagements a-t-elle pu tomber jusqu'à 40% Dans le système américain, les banques affiliées ne conservent pas l'or qu'elles peuvent recevoir; elles portent leurs réserves d'or dans les banques fédérales de réserve, d'où le système de réserve fédérale. Grâce à l'or qu'elles portent aux banques fédérales, les banques affiliées peuvent s'y faire ouvrir des comptes de dépôt.

Mais les banques affiliées peuvent aussi augmenter leurs dépôts de garantie dans les banques fédérales, sans y apporter de l'or; elles peuvent les augmenter en y apportant du papier à escompter, du papier commercial. Ayant escompté ce papier, elles laissent aux banques fédérales, en dépôt, les sommes que ces dernières leur donnent par l'escompte.

Dans ce cas, les dépôts des banques affiliées sont obtenus, non pas au moyen de remises d'or, mais au moyen des crédits, qui leur sont ouverts par les banques fédérales contre remise des effets de commerce. C'est justement ce qui s'est passé en 1919-1920. Les banques affiliées avaient augmenté leurs dépôts, non par des versements d'or, mais par des crédits obtenus contre remise de papier commercial. Ce sont ces crédits qui leur permettaient d'augmenter leurs dépôts dans les banques fédérales et d'accroître en même temps les dépôts des particuliers chez elles.

A partir des derniers mois de 1920, lorsque l'or a commencé d'affluer aux Etats-Unis, la situation s'est modifiée. Elle s'est modifiée comme il est normal en période de dépression. A partir de Mai 1920, c'est aux Etats-Unis la crise, la stagnation économique; Beaucoup d'or entrant aux Etats-Unis les banques affiliées, qui le recevaient, l'ont remis aux Banques

fédérales, non plus pour se faire ouvrir de nouveaux dépôts, mais pour rembourser les crédits qui leur avaient été consentis auparavant. En 1920-1921, les banques affiliées n'ont pas amoindri leurs dépôts dans les banques fédérales, mais elles ne les ont pas augmentés. L'or qu'elles apportaient aux banques fédérales leur servait à rembourser les crédits que ces banques leur avaient consentis auparavant. Elles avaient ainsi des dépôts au moyen de remises d'or, au lieu de dépôts au moyen de crédits comme auparavant.

A cet égard, on peut dire qu'il y a eu stérilisation de l'or en 1920-1921. L'or n'a servi qu'à rembourser les crédits consentis aux banques affiliées par les banques fédérales; il n'a pas servi à une augmentation des instruments monétaires dans le pays. Mais s'il en a été ainsi, ce n'est pas par suite d'une politique des banques fédérales de réserve, c'est parce qu'en était en période de dépression, dans une période où on ne demande pas de crédit. En période de dépression les prix baissent, l'activité économique se ralentit, les besoins de crédit dans le public diminuent. C'est pourquoi les banques affiliées remboursaient les avances, qui leur avaient été consenties par les banques fédérales, au lieu de se faire octroyer par elles de nouveaux crédits. L'or, qui arrivait aux Etats-Unis, servait non pas à accroître les dépôts des banques affiliées mais à substituer des dépôts-or aux dépôts-crédits antérieurs.

Il en est d'ailleurs toujours de même dans les périodes de dépression. C'est ainsi qu'après la crise de 1929, on a assisté aux mêmes faits. En 1929-1930, il y a eu afflux d'or aux Etats-Unis et cette fois également les banques affiliées se sont servi de cet or, non pour accroître leurs dépôts dans les banques fédérales de réserve, mais pour rembourser aux banques fédérales ce qu'elles leur devaient. Les dépôts restaient au même niveau dans les banques fédérales, mais ces dépôts devenaient des dépôts-or, alors qu'ils avaient été auparavant des dépôts-crédits. Le portefeuille commercial des banques fédérales de réserve diminuait considérablement parce qu'on ne leur apportait plus de papier commercial à escompter.

Mais 1920-1921 ne constituent qu'une courte partie de la période des importations d'or. Après 1921, les importations d'or ont continué aux Etats-Unis. Entre Juin 1921 et Juin 1927, il y a eu encore 1.300 millions de dollars-or importés aux Etats-Unis.

Seulement, à partir de 1921, les banques affiliées se sont servi de l'or, qu'elles apportaient aux

La période
1921-1927 aux
Etats-Unis

banques fédérales de réserve, pour accroître leurs dépôts dans les banques fédérales, afin de pouvoir accroître les dépôts des particuliers chez elles. Au 30 Juin 1921, le total des dépôts dans les banques américaines s'élevait à 36 milliards de dollars; A la fin de 1927, le montant de ces dépôts était passé à 53 millions de dollars. Seit une augmentation de 17 milliards de dollars de dépôts, équivalant à 420 milliards de nos francs. On ne peut donc vraiment pas appeler stérilisation, une progression aussi formidable des instruments monétaires.

De Juin 1921 à Juin 1927, les dépôts ont augmenté de 17 milliards, alors que les importations d'or ont été de 1.300 millions de dollars. Cela représente 13 dollars de dépôts en plus par chaque dollar d'or importé. Un dollar d'or importé a permis une augmentation des instruments de paiement de 13 dollars. C'est une multiplication très forte et non une stérilisation de l'or.

L'esprit du système de la réserve fédérale.

D'ailleurs, il faut reconnaître que tout l'esprit du système de la réserve fédérale, loin d'être lié à une politique de stérilisation, l'est plutôt à une politique d'expansion du crédit, d'inflation monétaire; et les réformes récentes ont encore accentué ce caractère. La réforme bancaire de 1913, qui a créé les douze banques fédérales de réserve, reliées entre elles par le federal reserv board, a donné une plus grande élasticité au système; Sans doute on a voulu en même temps donner plus de solidité, d'efficacité, de puissance au système bancaire américain. Si l'on a demandé aux quelques 9.000 banques affiliées d'apporter toutes leurs réserves d'or aux banques fédérales, c'est afin que cette centralisation monétaire assurât aux engagements de l'encaisse une couverture plus sûre que lorsque les réserves d'or étaient disséminées entre des milliers de banques. Mais ce système en même temps donnait plus d'élasticité à l'organisme bancaire américain et permettait, à certaines époques, de plus larges extensions du crédit.

Avec l'organisation bancaire antérieure à 1913, l'encaisse or d'une banque était d'un faible secours pour les besoins d'une autre banque; Au contraire, avec la centralisation des réserves, qui s'est faite depuis 1913, le total des réserves d'or du pays servant de couverture au total des engagements des banques affiliées, on peut répondre à des besoins, qui ne se déclarent pas partout au même moment, avec une moindre proportion des réserves aux engagements. Alors qu'auparavant une petite banque particulière était obligée de conserver une assez forte encaisse proportionnelle-

ment à ses engagements, aujourd'hui une banque centrale, disposant de très puissantes réserves, peut se contenter de sommes proportionnellement plus faibles. Cette élasticité plus grande, que la loi de 1913 a donnée au système fédéral de réserve, on la constate déjà pour les billets, mais on la constate surtout en ce qui concerne les dépôts.

Avant 1914, chaque banque tendait à conserver comme couverture à ses dépôts, une réserve d'or d'au moins 10%. Aujourd'hui, le minimum légal pour les dépôts est de 35%; mais en fait, ce n'est pas 35%, mais 3,5% puisque le système bancaire est à deux degrés; Sans doute les banques fédérales de réserve n'ont pas abaissé leur encaisse d'or au minimum, puisque le minimum légal est de 35% et qu'en fait la proportion de l'encaisse aux engagements avoisine 70%. Mais 70% cela veut dire 70 dollars d'or pour 1.000 dollars de dépôts, autrement dit 100 dollars de dépôts pour 7% d'or. C'est parfois 6%, parfois 8%; mais 6,7 ou 8% d'or c'est moins que les 10%, que les banques particulières s'efforçaient auparavant de conserver comme encaisse. Une même quantité d'or garantit aujourd'hui un montant de dépôts plus considérable qu'autrefois.

En 1928 et en 1929, on trouve que la proportion des réserves d'or par rapport au total des billets en circulation et des dépôts était, suivant les moments, de 6,5% ou de 6,8%. Ce qui représente 14 ou 15 dollars de billets ou de dépôts pour un dollar d'or, alors qu'autrefois la proportion n'était guère que 10 dollars de billets ou de dépôts pour un dollar d'or.

On est loin de la stérilisation de l'or aux Etats-Unis. La multiplication de l'or, l'inflation des instruments monétaires n'a sans doute pas été aussi grande qu'elle aurait pu être. Mais elle a été considérable. Et beaucoup d'économistes accusent souvent cette multiplication excessive des instruments monétaires d'avoir été une des causes de la crise de 1929.

Ainsi donc, pas de stérilisation, mais au contraire multiplication de l'or aux Etats-Unis; Et, malgré cette masse d'or accumulée aux Etats-Unis et l'amas de dépôts qui s'y est superposé, nous n'avons pas eu la hausse des prix ni la disparition des excédents de la balance des comptes américaine ni les sorties d'or, que prévoit la théorie. Les faits, qui se sont déroulés aux Etats-Unis, entre 1920 et 1927, viennent nettement infirmer la théorie de l'équilibre de la balance par les mouvements de l'or.

§ 6 - L'exode d'or de l'Allemagne en 1933-1934
et l'aggravation de la balance du commerce
et des comptes allemandes

Il s'agit là, mais pour un temps assez bref, ce qui lui enlève assurément de son importance, d'une expérience inverse de l'expérience précédente; En Amérique, nous avons vu un afflux d'or sans l'aggravation de la balance des comptes qu'implique la théorie de l'équilibre. En Allemagne, en 1933-1934, nous allons observer diminution de l'or, et même quasi disparition de l'or, sans l'amélioration de la balance des comptes qu'implique la théorie de l'équilibre.

Après qu'en 1924, l'Allemagne eut procédé à sa stabilisation monétaire, elle avait réussi par des emprunts à augmenter son encaisse or. Mais, à différentes reprises il y a eu des fuites de l'or de l'Allemagne, surtout depuis la fin de 1930. A la fin de Décembre 1930, l'encaisse or de la Reichsbank était de 2.216 millions de marks, à la fin de Décembre 1931 de 984 millions; à la fin de Décembre 1932, de 806 millions; à la fin de Décembre 1933 de 386 millions; à la fin de Juin 1934 de 70 millions; à la fin de Décembre 1934 de 79 millions.

Si l'on se reporte à ce tableau, on peut constater que dans une première période, en 1931, l'Allemagne a commencé à perdre une bonne partie de son or, puisque de fin Décembre 1930 à fin Décembre 1931, l'encaisse-or est tombée de 2.216 millions à 984 millions. Dans une seconde période en 1933-1934, l'or a à peu près disparu, puisqu'à la fin de 1932 l'encaisse-or de la Reichsbank était encore de 806 millions et qu'à la fin de Juin 1934, elle n'était plus que de 70 millions.

Pour la première période, on peut invoquer les faits allemands en faveur de la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or. En effet, en 1931, il y a eu forte saignée d'or et énorme amélioration de la balance commerciale allemande; Seulement on peut se demander si c'est bien à l'exode de l'or qu'est due cette amélioration. C'est plutôt à d'autres théories que celles de l'équilibre de la balance par les mouvements de l'or que se rattache l'amélioration de la balance des comptes allemande. Mais on n'insiste pas sur ce cas. On veut surtout attirer l'attention sur ce qui s'est passé dans la période 1933-1934 dans la période où l'Allemagne a perdu presque tout son or.

D'après la théorie de l'équilibre automatique de

la fuite de l'
or d'Allema-
gne depuis
1930

la balance par les mouvements de l'or, il aurait dû y avoir baisse des prix et amélioration de la balance des comptes allemande; or, ce fut exactement l'inverse.

En 1933-1934, l'Allemagne a perdu tout ce qui lui restait d'or. D'après la théorie de l'équilibre, cette perte d'or aurait dû entraîner comme conséquence la baisse des prix. Ensuite cette baisse des prix aurait dû favoriser le commerce extérieur, améliorer la balance commerciale et la balance des comptes allemande.

Après la sortie de l'or d'Allemagne, il y a eu hausse des prix

A-t-on constaté à cette époque en Allemagne une baisse des prix ? L'office statistique du Reich publie un indice, dont la base est 100 en 1913. L'indice en Décembre 1932 était à 92; En Décembre 1933, il est à 96; Et en Décembre 1934, il est à 101; Donc pas de baisse des prix. Au contraire une certaine hausse, une hausse de 10% environ. Et cela, quoique nous soyons dans une période de crise, qui ailleurs a accéléré la baisse des prix. C'est ainsi qu'en France, par exemple, l'indice des prix-or de la Statistique Générale de la France s'établit à 79 en Décembre 1932, à 79 en Décembre 1933, à 70 en Décembre 1934. Soit une baisse de plus de 10% en France, alors qu'il y a eu hausse en Allemagne.

La balance allemande s'est aggravée au lieu de s'améliorer.

Est-il résulté de cette diminution du stock d'or allemand, l'amélioration de la balance commerciale et de la balance des comptes allemande que prévoit la théorie de l'équilibre ? En 1931, la balance commerciale allemande se solde par un excédent d'exportations énorme, de près de 3 milliards de Reichsmark; Ensuite cet excédent d'exportations a faibli. Mais en 1932 la balance commerciale allemande se solde encore par un excédent d'exportations de 2 milliards. En 1933, l'excédent des exportations tombe à 668 millions de marks. En 1934 il n'y a plus d'excédent d'exportations. C'est au contraire un excédent d'importations, un déficit de la balance commerciale, un déficit de 284 millions de marks.

Les faits observés sont exactement l'inverse de ceux que faisait prévoir la théorie de l'équilibre de la balance. Sans doute, on ne prétend pas que si les prix ont monté en Allemagne, si la balance commerciale s'est aggravée, c'est à cause de la fuite de l'or. Ce que l'on veut dire c'est que la fuite de l'or n'a ni abaissé les prix, ni amélioré la balance commerciale. Les raisons des changements qui se sont accomplis sont tout à fait étrangères à la fuite de l'or. Il y a eu en Allemagne reprise économique, due à des facteurs économiques et aussi à une intervention acti-

ve du gouvernement. La fuite de l'or n'a rien changé aux conséquences de ces changements de la conjoncture; elle n'a empêché, ni la hausse des prix, ni l'aggravation de la balance commerciale.

§. 7 - La théorie de l'équilibre automatique et les faits en France depuis 1927.

En France, dans ces dernières années, ce fut comme aux Etats-Unis, un grand afflux d'or. On pourrait prétendre qu'à l'inverse de ce qui s'est passé aux Etats-Unis, les énormes importations d'or constatées en France depuis 1927 ont bien constitué par leurs conséquences une confirmation de la théorie de l'équilibre automatique. Si on s'en tient à l'aspect superficiel des choses, si on recueille de ci, de là certains faits, qu'on les mette bout à bout en en oubliant d'autres, on pourrait dire que la succession des mouvements que suppose la théorie de l'équilibre a été bien observée en France depuis 1927. De sorte qu'il est utile de s'arrêter sur ces faits pour voir si cette confirmation est réelle, et pour montrer qu'il ne faut pas toujours se fier à de simples coïncidences des faits pour affirmer la vérification de théories. Il faut prendre garde à ce que les statisticiens appellent "les fausses corrélations".

En France, depuis 1927, on a constaté comme premier mouvement, qui doit déclencher tous les autres, une balance des comptes en excédent. Depuis 1925, la balance des comptes de la France présente des excédents et cette situation s'est prolongée jusque vers 1930. Le second chapitre de la série, les entrées d'or, s'est également produit. Les larges excédents de la balance des comptes de la France ont déterminé de grosses importations d'or. En effet, pour qu'il n'y ait pas importations d'or quand la balance des comptes est en excédent, il faut que le pays pratique une politique active de placements à l'étranger. Mais la France n'a pas suivi une telle politique. Depuis la guerre, les placements extérieurs de la France ont très grandement décliné. Aussi les excédents de la balance des comptes ne trouvant aucun emploi à l'étranger, provoquent de fortes importations d'or.

A la fin de 1926, date de la stabilisation de fait de la monnaie en France, l'encaisse or de la Banque dépasse quelque peu 18 milliards de nos francs d'aujourd'hui. Un peu plus tard, la Banque a procédé à des achats de pièces d'or dans le pays; avec ces achats on arrive à une encaisse or de 22 milliards 1/2. A la fin de 1932, l'encaisse or de la Banque de France

En France, à partir de 1926, augmentation de l'encaisse, augmentation de la circulation.

s'élève à 83 milliards. C'est on le voit une énorme augmentation, d'ailleurs en grande partie inutile, du stock d'or, une augmentation de 60 milliards. On peut dire que depuis 1925 la presque totalité des excédents de notre balance des comptes a servi à accroître le stock d'or qui est allé s'engouffrer dans les caisses de la Banque de France.

Le troisième mouvement c'est, parallèlement à l'accroissement des importations d'or, l'augmentation de la circulation monétaire en France. La circulation des billets de la Banque de France, était de 53 milliards à la fin de 1926. Elle s'élève à 85 milliards à la fin de 1932. Elle a un peu fléchi par la suite et, à la fin de 1934, elle atteint 83 milliards 1/2. Ce n'est pas qu'en réalité la circulation totale ait fléchi. Elle est restée à peu près stationnaire. La diminution de la circulation de billets en 1932 et 1934 provient du retrait des petites coupures de 5 frs et de 10 frs, qui ont été remplacées par des pièces métalliques.

En même temps les comptes courants des particuliers à la Banque de France, ont augmenté. Ils étaient de 5.700 millions en Juillet 1928, au moment de la stabilisation. Vers la fin de 1934, suivant les semaines, ces comptes-courants atteignent de 14 à 16 milliards.

Ainsi, il y a eu augmentation du stock d'or, augmentation de la circulation des billets, augmentation des dépôts. On devrait donc avoir, d'après la théorie de l'équilibre, le 4ème mouvement, la hausse des prix. Or, il est difficile de prétendre que nous ayons eu hausse des prix en France depuis 1927.

Mais s'il n'est pas possible de parler de la hausse des prix de gros, on a pu parler d'une hausse des prix de détail, du moins à certains moments. En Novembre 1927, l'indice des prix de détail de 13 articles de la Statistique Générale de la France est à 500; en Février 1931, cet indice est à 650; Il y a donc eu hausse des prix de détail.

A cette époque, en 1929-1931, on a vu émettre certains raisonnements assez curieux. On a dit que si l'indice des prix de gros n'accusait pas une hausse, malgré l'augmentation du stock d'or et de la circulation monétaire, c'est parce que l'indice des prix de gros est calculé d'après les prix de marchandises vendues sur les marchés mondiaux. De sorte que les prix de gros en France se trouvent liés par une étroite solidarité aux prix or extérieurs. Les prix de la fonte, du cuivre, du caoutchouc, de la laine, en France

La hausse des prix de détail en France, de 1929 à 1931.

peuvent difficilement hausser, lorsque les prix de ces matières baissent sur les marchés étrangers. Au contraire, les prix de détail sont souvent des prix de produits qui ne peuvent pas franchir facilement la frontière, des prix par conséquent étroitement assujettis aux facteurs nationaux. Or, ce sont ces prix qui pouvaient se ressentir des mouvements de la circulation monétaire. Ce sont eux qui ont haussé sous l'influence de l'augmentation de la circulation monétaire. Ainsi apparaît une nouvelle forme de la théorie quantitative de la monnaie, d'après laquelle ce seraient les prix de détail et non les prix de gros, qui seraient assujettis aux mouvements de la circulation monétaire au stock d'or. Cette théorie serait une théorie nationale, limitée aux prix de détail.

Quant aux prix de gros, s'ils n'ont pas haussé comme les prix de détail, on déclare cependant qu'ils ont eux aussi subi la répercussion de l'augmentation du stock d'or, parce qu'ils ont moins baissé que les prix à l'étranger.

Pour prouver que les prix de gros français ont moins baissé que les prix de gros étrangers, on ne se sert pas, en général, d'une comparaison entre l'indice général des prix de gros français et les indices de prix de gros étrangers. Mais on considère deux indices partiels, publiés par la Statistique Générale de la France; l'indice français des prix des produits nationaux et l'indice français des prix des produits importés.

Sans doute l'indice des prix des produits nationaux a fléchi. Il a fléchi autant que les indices de prix étrangers, mais il a moins baissé que l'indice des prix des produits importés. L'indice des prix des produits nationaux est à 647 à la fin de 1926, et à 647 en Mars 1929. Quant à l'indice des prix des produits importés, il est à 628 à la fin de 1926 et à 665 en Mars 1929. Mais lorsque la crise se déclenche, la baisse va être très forte sur l'indice des prix des produits importés et moindre sur l'indice des prix des produits nationaux.

En Mai 1931, l'indice des prix des produits nationaux est à 552 et l'indice des prix des produits importés est à 350. Soit une différence de 202 points entre les deux indices; L'indice des prix des produits nationaux est supérieur de 58% à l'indice des prix des produits importés.

Il est vrai que cette marge de 202 points entre l'indice des prix des produits importés et l'indice des prix des produits nationaux, a diminué. Mais en Décembre 1933, nous avons encore 436 pour l'indice

les prix de gros auraient moins baissé en France qu'à l'étranger

des prix des produits nationaux, et 304 pour l'indice des prix des produits importés. L'écart est de 132 points; L'indice des prix des produits nationaux est supérieur de 43% à l'indice des prix des produits importés.

Or, déclare-t-on, l'indice des prix des produits importés, c'est l'indice des prix à l'étranger, et l'indice des prix des produits nationaux, c'est l'indice des prix en France. D'où cette affirmation que les prix en France dépassent de 40% les prix à l'étranger.

Le cinquième mouvement, conséquence de cette hausse des prix, ou de cette baisse moindre, c'est le renversement de la balance commerciale française. En 1927, la balance commerciale de la France, se soldait en excédent. En 1928, au lieu d'un petit excédent de 2 milliards, comme l'année précédente, c'est un léger déficit de 2 milliards. Sans doute la balance commerciale de la France s'est presque toujours soldée en déficit et un déficit de 2 milliards n'est pas bien important; Mais à partir de 1930, le déficit de la balance commerciale française, pendant plusieurs années, dépasse 10 milliards. Il est de 10 milliards en 1930, en 1932, en 1933. En 1931 ce fut le maximum, avec un déficit de près de 12 milliards (11.800 millions).

Ce gros déficit de la balance commerciale française entraîne retournement de la balance des comptes de la France. La balance des comptes de la France présente encore des excédents jusqu'en 1930. Mais en 1931, en 1932, en 1933, cette balance est en déficit. En 1933, le déficit est approximativement de 2.700 millions. Ainsi sous l'influence de l'afflux de l'or et de la hausse des prix qui en résulte, déficit de la balance au lieu des excédents anciens.

Enfin sixième mouvement, l'or se met à sortir. A la fin de 1932 l'encaisse or de la Banque de France, s'élevait à 83 milliards. A la fin de 1933 cette encaisse était de 77 milliards. Fin Février 1934, elle n'est plus que de 74 milliards. Le mouvement de sortie d'or est amorcé et probablement l'hémorragie va continuer.

On voit comment on peut présenter un tableau des faits en France, qui impliquerait confirmation de la théorie de l'équilibre automatique. Les divers mouvements successifs, que suppose la théorie de l'équilibre automatique paraissent bien s'être succédé en France.

Mais voyons maintenant ce qu'il faut en penser. Après avoir arrangé les choses pour le mieux de la

Comment il
faut considé-
rer les faits
dans la réa-
lité

théorie de l'équilibre automatique, voyons comment il faut les considérer dans leur réalité.

Certes en 1930 il y avait bien le premier mouvement, excédent de la balance des comptes, il y avait bien aussi le second mouvement, les énormes importations d'or, et le troisième mouvement, l'augmentation des instruments monétaires en circulation. Mais pour que la thèse se vérifie, il faudrait qu'en quatrième lieu, on constate véritablement une hausse des prix, ou tout au moins une baisse sensiblement moins forte qu'à l'étranger. Et encore la constatation seule de cette hausse ou de cette moindre baisse des prix ne suffirait pas. Il faudrait prouver que cette hausse ou cette baisse moindre des prix français résulte bien des importations d'or. Il faudrait prouver d'une part que les mouvements des prix sont bien la conséquence des importations d'or, d'autre part, qu'ils ne sont pas la conséquence d'autres facteurs. Enfin, en troisième lieu, il faudrait que ce que l'on constate soit bien spécial à la France, qu'on ne le constate pas au même moment, dans des pays comme l'Allemagne où il y a eu non pas importation d'or, mais fuite de l'or.

De même, pour le déficit de la balance des comptes de 1931 à 1933, il faudrait prouver 1°) que ce déficit résulte bien des importations d'or; 2°) qu'il ne tient pas à d'autres facteurs; 3°) qu'on ne constate pas le même phénomène dans des pays où il n'y a pas eu augmentation de l'or, comme en Angleterre.

En ce qui concerne les prix, on signale une hausse des prix de détail; Seulement on ne peut le faire qu'en découplant dans l'ensemble de la période qui va de la fin de 1926 à la fin de 1934, un court fragment, l'intervalle entre Novembre 1927 et Février 1931. Mais si l'on considère toute la période, on trouve qu'à côté de ce mouvement de hausse des prix, il y a eu aussi des mouvements de baisse.

A la fin de 1926, l'indice des prix de détail était à 599. En Novembre 1927 il était à 500. C'est donc pour commencer une baisse de 99 points.

Ensuite est venue la hausse signalée plus haut.

Mais, après cette hausse, et depuis Février 1931, c'est de nouveau la baisse et une baisse très accentuée. En Février 1931, l'indice était à 650. En Janvier 1935, d'après les statistiques parues il y a quelques jours, l'indice est à 451; c'est donc une baisse de 199 points, c'est-à-dire de 31%.

L'indice des prix de détail de la Statistique Générale de la France n'est, en réalité, qu'un indice des prix d'articles alimentaires. Sur les 13 articles,

qui servent au calcul de l'indice, il y en a II, qui sont des articles alimentaires; les deux autres sont le pétrole et l'alcool à brûler.

Le Comité technique de l'alimentation publie un indice pondéré des prix de détail, basé sur les prix de 69 articles alimentaires; Or, depuis fin 1926 jusqu'à maintenant, il y a eu, d'après cet indice, non pas un mouvement de hausse, mais 5 mouvements successifs de hausse et de baisse. Le plus ample de ces mouvements c'est la baisse de 1931 à 1934, parallèle au mouvement de baisse que l'on vient de signaler pour l'indice de la Statistique générale. En Avril 1931, l'indice du comité technique de l'alimentation était à 619. En Janvier 1935, il était à 422, soit une baisse de 197 points ou de 32%.

Le maximum de la période pour cet indice fut en Avril 1929, maximum qui correspond au maximum de Mars 1929 pour les prix de gros. Il était alors à 633. Entre Avril 1929 et Janvier 1935, c'est donc une baisse de 211 points ou de 33%.

Il s'agit là de prix de détail relatifs aux articles alimentaires.

Mais la commission d'études des prix de gros et des prix de détail à Paris, créée depuis quelques années, nous donne certains renseignements que publie la statistique générale de la France sans les prendre à son compte sur des articles non alimentaires. Pour le chauffage et l'éclairage, il y a eu une baisse insignifiante.

Pour les articles d'habillement l'indice qui était à 106, en Octobre 1929, est à 60 en Janvier 1935, soit une baisse de 43%.

Pour les articles de ménage, l'indice qui était à 104 en Octobre 1929 est à 70 en Janvier 1935, soit une baisse de 33%.

On voit que la baisse a été forte pour les articles d'alimentation, mais plus forte encore pour les objets d'habillement.

Ceci fait soupçonner que, pour les articles alimentaires, il n'y a pas tellement de différence entre les prix de gros et les prix de détail. Les prix de détail des articles alimentaires ont, tantôt baissé, tantôt haussé depuis quelques années. Mais, si l'on étudie le mouvement des prix de gros des articles d'alimentation et qu'on le confronte au mouvement des prix de détail des mêmes articles, on constate qu'il n'y a plus grande différence, entre les prix de détail et les prix de gros.

La Statistique Générale de la France calcule un

indice spécial des prix de gros des articles alimentaires basé sur les mêmes articles ou les articles correspondants que pour l'indice des prix de détail, et l'on constate qu'il n'y a pas grande différence entre les deux indices des prix de détail et des prix de gros.

Comme s'explique, malgré la tendance générale à la baisse, la hausse de certains articles d'alimentation

Le Comité technique de l'alimentation a constaté aussi que les courbes des prix de gros et des prix de détail des articles alimentaires ne sont pas bien différentes. Si pour les prix des produits alimentaires il y a eu des périodes de hausse et de baisse, alors que l'indice général des prix de gros de la Statistique générale ne présente guère qu'un mouvement de baisse, la différence ne tient pas à la circulation monétaire. Les hausses que l'on a constatées parfois, aussi bien pour les prix de gros que pour les prix de détail, résultent d'autres facteurs; parfois de récoltes déficitaires, qui entraînent hausse des prix des produits alimentaires; mais elles proviennent surtout de l'intervention des pouvoirs publics; En effet, lorsque les récoltes sont abondantes, il y a un effort des pouvoirs publics, parlement et gouvernement, pour empêcher par tous les moyens la baisse des articles d'alimentation. Renforcement successif des droits de douane. Le droit sur le quintal de blé, qui était de 7 frs avant la guerre, a été peu à peu et successivement porté à 80 frs. De plus, on a fixé la proportion de blé étranger, que les minotiers seraient autorisés à joindre au blé indigène, et parfois cette proportion est tombée à 1%. Puis, ce sont les lois établissant un prix minimum, au-dessous duquel il est interdit de vendre le blé sur le marché. Donc, politique gouvernementale incessante pour entraver la baisse des prix des denrées alimentaires, ou favoriser la hausse. Et c'est cette politique, jointe au hasard des récoltes, qui explique qu'il a pu y avoir certains mouvements de hausse des articles d'alimentation, alors que le mouvement général des prix était orienté vers la baisse.

Les mêmes faits s'observent à l'étranger, par exemple dans un pays comme l'Allemagne, où il ne peut être question dans ces dernières années de larges importations d'or.

La Société des Nations a publié plusieurs volumes sur le développement de la crise. Le premier de ces volumes dû au Professeur Ohlin contient pour plusieurs pays étrangers des observations analogues à celles faites pour la France. La baisse en Allemagne a été moindre pour les prix de détail que pour les prix de gros. Et l'explication c'est que les indices des prix de détail concernent le plus souvent des ar-

**La baisse des
prix de détail
en France et
à l'étranger**

ticles alimentaires et que la baisse des prix des produits alimentaires a été entravée par les pouvoirs publics, notamment par la législation allemande qui vise, comme la législation française, à empêcher la chute des prix des produits agricoles. Il n'y a donc là rien de spécial à la France, rien qui soit dû à l'accumulation de l'or en France.

Mais alors une autre question se pose, celle de savoir si la baisse des prix n'a pas été beaucoup moins en France qu'à l'étranger. Voyons d'abord ce qui concerne les prix de détail :

Pour comparer les prix de détail en France et les prix de détail à l'étranger, on réduira tous ces prix à des indices or sur la base de 1913 ou de 1914, l'indice pour cette année étant égal à 100.

En Janvier 1935, l'indice des prix de détail des 13 articles de la Statistique Générale de la France est à 91. L'indice des prix de détail de 34 articles de la même Statistique générale est à 93. Enfin, l'indice des 69 articles du Comité Technique de l'alimentation est à 86. Tous ces indices sont inférieurs à 100, c'est-à-dire tous inférieurs aux prix or d'avant-guerre.

Voyons maintenant à l'étranger. D'abord, dans les pays qui sont restés fidèles à l'étalon-or. En Allemagne, fin Décembre 1934 l'indice des prix de détail est à 119. En Italie, il est à 107; En Hollande, en Novembre 1934, il est à 107. En Suisse à 115. En Belgique, il y a deux indices pour les prix de détail : un indice non pondéré, qui est à 93 en Janvier 1935 et un indice pondéré qui est à 93 en Novembre 1934. On voit que dans ces divers pays sauf un, les indices des prix de détail sont supérieurs à l'indice français. Il n'y a qu'en Belgique où l'indice des prix de détail est à peu près égal à l'indice français. Par conséquent, par rapport à la situation d'avant-guerre, les indices des prix de détail sont, dans presque tous les pays restés fidèles à l'étalon or, supérieurs à l'indice français.

Seulement, ceci c'est par rapport à la situation d'avant guerre. Il faut voir ce qui en est par rapport au début de la crise. Par rapport à la moyenne des prix de détail de 1929, l'indice des prix des 13 articles de la Statistique Générale de la France a fléchi de 27%, l'indice du Comité Technique de l'alimentation a fléchi de 30%.

A l'étranger, dans les pays restés fidèles à l'étalon-or, on n'en trouve guère qu'un pour lequel on puisse dire que le fléchissement de l'indice a été

plus accentué qu'en France; C'est la Belgique, au moins d'après l'indice pondéré des prix de détail; la baisse est, en effet, de 32% puisque l'indice pondéré était à 136 en 1929 et qu'il est aujourd'hui à 93. Pour l'indice non pondéré des prix de détail, la baisse est de 26%.

Dans les autres pays, la baisse des prix de détail est à peu près la même qu'en France; Cette baisse est de 28% en Italie; de 28% en Hollande, de 26% en Suisse.

Il y a un pays où la baisse est moindre qu'en France, c'est l'Allemagne. Pour l'Allemagne en 1929, l'indice était à 154 et en Décembre 1934 l'indice est à 119; donc baisse de 23%.

On voit par conséquent que, dans les pays restés fidèles à l'étalement-or, on ne peut pas dire que la baisse des prix de détail ait été plus forte qu'en France.

Il en est différemment, quand on considère les pays qui ont abandonné l'étalement-or dans ces dernières années. D'après les dernières statistiques mondiales connues, en Décembre 1934, l'indice des prix de détail, pour le Royaume-Uni, est à 75; pour les Etats-Unis il est à 67; pour la Norvège en Novembre à 74; pour la Suède à 72; pour la Tchécoslovaquie à 81. Ce qui représente des baisses sensiblement plus fortes tant par rapport à 1914 que par rapport à la moyenne de 1929. Seulement cette différence n'est pas due à l'accumulation de l'or en France, elle est due à l'abandon de l'étalement-or par ces pays. La baisse est moindre en France, non pas à cause de l'accumulation de l'or, mais à cause de la fidélité de la France à l'étalement-or.

Pour les prix de gros, la baisse est aussi forte en France qu'à l'étranger.

Voyons maintenant les prix de gros : Les constatations sont à peu près les mêmes. Tant que l'instabilité monétaire nouvelle n'avait pas encore déferlé sur le monde, le fléchissement de l'indice des prix de gros n'était pas moindre en France qu'à l'étranger. Il est aujourd'hui moindre que dans les pays ayant abandonné l'étalement-or, mais c'est parce que ces pays se sont détachés de l'or.

Il est vrai que souvent, on insiste, non pas sur l'indice général des prix de gros, mais sur un indice partiel des prix de gros français, sur l'indice relatif aux seuls produits nationaux. Au début de 1934, l'indice des prix des produits nationaux n'avait baissé que de 34% en France, alors que la baisse était de 40% dans maints pays étrangers; ceci tient encore à ce que cet indice est relatif surtout à des articles alimentaires. D'ailleurs aujourd'hui la baisse est aus-

si forte en France qu'à l'étranger. Cet indice était à 647 en Mars 1929, il est à 373 en Décembre 1934; donc baisse de 42%.

Mais on place le problème sur un autre terrain. On compare non plus les prix en France et les prix à l'étranger, mais deux indices français : l'indice partiel de la Statistique Générale de la France relatif au prix des produits nationaux et l'indice partiel de la Statistique générale relatif aux prix des produits importés. En effet, à certains moments, l'indice des prix des produits nationaux a été supérieur de 58 à l'indice des prix des produits importés et à d'autres moments supérieur encore de plus de 40%. D'où cette affirmation si souvent répétée que les prix en France sont supérieurs de 40% aux prix de l'étranger.

Observation sur la comparaison des indices.

Mais l'utilisation d'un indice doit toujours être une utilisation critique. Autrefois, les indices des prix n'étaient étudiés que par quelques spécialistes s'occupant de statistique. Aujourd'hui, la discussion des indices est descendue sur la place publique et tout le monde suit les indices, tout le monde en parle. Mais il arrive que beaucoup en parlent à tort et à travers; Il ne faut pas oublier, quand on compare des indices, de procéder à l'examen de ce qu'ils représentent. Lorsqu'on agit ainsi, on s'aperçoit que de la comparaison des deux indices indiqués il ne résulte aucun enseignement certain pour la différence des prix en France et à l'étranger.

On compare l'indice des prix des produits nationaux à l'indice des prix des produits importés en France et l'on dit que l'indice des prix nationaux, c'est l'indice des prix français, l'indice des prix des produits importés c'est l'indice des prix à l'étranger. Cette seconde affirmation représente une simplification excessive.

L'indice des prix des produits importés est calculé d'après les prix de seize articles, cuivre, étain, plomb, zinc, pétrole, nitrate, caoutchouc, cuir, coton, laine, lin, jute, café, maïs, cacao, riz. Or, tous ceux qui sont au courant du mouvement commercial dans le monde savent que ces marchandises sont parmi celles dont la baisse a été depuis le commencement de la crise, la plus profonde. On ne peut donc considérer l'indice des prix de ces 16 articles comme un indice de l'ensemble des prix à l'étranger, un indice des prix en Angleterre, des prix en Allemagne, des prix aux Etats-Unis. Car dans chacun des pays du monde, en même temps qu'il y a des prix qui ont beaucoup baissé comme ceux de ces 16 articles, il en est d'aut-

tres qui ont beaucoup moins fléchi. L'indice des prix des produits importés se trouve être un indice de ce que l'on appelle parfois les "produits internationaux", c'est-à-dire d'articles qui sont l'objet d'échanges suivis sur les grands marchés mondiaux et qui, pour cette raison, et par suite d'une surproduction intense, ont été beaucoup plus atteints par la crise que les autres marchandises. Pour juger sainement du mouvement comparé des prix en France et à l'étranger on ne doit pas opposer l'indice des prix des produits nationaux français à un indice des prix de marchandises qui sont celles qui ont le plus baissé à l'étranger. Il faut faire entrer en ligne de compte également les prix des autres marchandises.

L'indice très sensible des prix de l'Université Harvard.

Aux Etats-Unis, à côté d'un grand nombre d'indices relatifs aux mouvements d'ensemble des prix des marchandises, la Société Economique de l'Université Harvard, a jugé bon d'établir un indice spécial, qu'elle appelle un indice très sensible des prix, qui est calculé d'après les prix de dix marchandises seulement, mais de dix marchandises dont le prix varie très vite et avec une grande amplitude dans les diverses phases des cycles économiques. C'est à design que l'on a choisi les marchandises dont les fluctuations de prix sont le plus intenses, pour avoir un indice très sensible. Effectivement, dans la dernière période, l'indice très sensible des prix de la Société économique de l'Université Harvard accuse des baisses beaucoup plus fortes que les autres indices. Pour un même pays, il est donc possible d'avoir deux indices, l'un qui traduit les mouvements de l'ensemble des prix d'un pays et l'autre qui accuse ces mouvements comme à travers des verres grossissants.

Il serait absurde de comparer un indice d'ensemble des prix d'un pays avec l'indice des prix très sensibles de l'Université Harvard. On trouverait alors que les prix aux Etats-Unis ont beaucoup plus baissé. Mais ce qui a beaucoup baissé ce sont certains prix aux Etats-Unis. Il n'en résulte pas nécessairement que l'ensemble des prix aux Etats-Unis a plus fléchi que les prix de tel autre pays.

Comparer un indice des prix très sensibles à un indice de l'ensemble des prix, c'est comparer deux choses dissemblables; c'est comme si l'on comparait les mouvements de l'intérêt des capitaux placés à long terme dans un pays et les mouvements de l'intérêt des capitaux placés à court terme dans un autre.

Pour un très grand nombre de pays, sauf les pays coloniaux, une grande partie des 16 articles en question qui servent à établir l'indice des prix des pro-

duits importés de la Statistique générale de la France, sont également des produits importés. De sorte que pour un grand nombre de pays, si l'on faisait la même comparaison, on en conclurait que les prix sont beaucoup plus bas à l'étranger qu'à l'intérieur, et peut-être que pour presque tous les pays, les prix sont beaucoup plus bas à l'étranger qu'à l'intérieur.

Le Professeur Ohlin dans son volume publié par la Société des Nations a trouvé justement que pour nombre de pays européens, les prix des produits importés ont baissé plus que les prix des produits intérieurs. Il a constaté le fait en Allemagne, en Suède. Il l'explique par le fait qu'il s'agit de marchandises différentes. Les indices des prix des produits importés sont relatifs d'une part à des denrées alimentaires dont la baisse a été beaucoup plus forte à l'étranger sur les marchés libres qu'en Allemagne ou en Suède, où la protection douanière a entravé la baisse des prix intérieurs. D'autre part, pour les produits non alimentaires, les indices des prix des produits importés sont relatifs à des matières premières, tandis que les indices des prix des produits domestiques sont relatifs à la fois à des matières premières et à des produits mi-manufacturés ou même manufacturés. Or, la baisse a été moindre pour les prix des produits manufacturés que pour les prix des matières premières. Les prix des produits importés ont fléchi plus que les indices des prix des produits intérieurs. Mais si on constate pareils faits en Allemagne, on ne peut dire qu'ils soient dûs à l'accumulation de l'or, puisque ces dernières années ont été caractérisées en Allemagne par la fuite de l'or.

D'ailleurs, il convient d'indiquer que la différence entre les indices des produits importés et les indices des prix des produits nationaux, a tendu à diminuer dans ces derniers temps. En Mai 1932, l'indice des prix des produits nationaux est à 492 et l'indice des prix des produits importés est à 294, soit une différence de 198 points. En Décembre 1934, l'indice des prix des produits nationaux est à 373, et l'indice des prix des produits importés est à 291, soit une différence de 82 points. L'écart entre les deux indices a beaucoup diminué.

En effet, l'indice des prix des produits importés qui était à 294 en Mai 1932, est à 291 en Décembre 1934, c'est-à-dire à peu près au même niveau. Il y a eu dans l'intervalle certains mouvements de hausse ou de baisse, mais en Décembre 1934 on retrouve l'indice à peu près au même point qu'en 1932. Quant à l'indice des prix des produits nationaux, il a beaucoup

La différence entre les indices des prix des produits importés et ceux des produits nationaux tend à s'atténuer.

fléchi depuis 1932. C'est pourquoi l'indice tend à se rapprocher de l'indice des prix des produits importés. Il a sensiblement baissé parce qu'il comporte beaucoup de denrées alimentaires et que dans ces derniers temps, en 1934 notamment, malgré les barrières douanières, malgré la réglementation, les prix des denrées alimentaires ont fini par fléchir.

C'est d'ailleurs ce que l'on constate par la comparaison d'autres indices. La Statistique Générale nous donne des indices partiels des matières industrielles et des denrées alimentaires. En Mai 1932, l'indice des prix des denrées alimentaires était à 500 et celui des matières industrielles à 353; donc une supériorité de 147 points pour l'indice des denrées alimentaires. En Décembre 1934, l'indice des prix pour les denrées alimentaires est à 351 et à 338 pour les prix des matières industrielles; la marge n'est plus que de 13 points. L'indice des prix des denrées alimentaires touche presque l'indice des prix des matières premières. Mais en Janvier 1935 l'écart se tend de nouveau quelque peu.

Les indices des prix de gros et ceux des prix de détail se rapprochent

Si l'on compare les indices des prix de gros et de détail en France, on constate aussi un certain rapprochement. En Février 1931, l'indice des prix de gros est à 492 et l'indice des prix de détail à 650. La différence est de 158 points. En Janvier 1935, l'indice des prix de gros est à 349 et l'indice des prix de détail à 451, soit une différence de 102 points. La différence est encore grande, mais elle est moindre qu'autrefois. Aujourd'hui, les prix de gros sont au coefficient 3,5, par rapport à l'avant-guerre, et les prix de détail au coefficient 4,5.

La comparaison entre les indices partiels de la Statistique Générale ne prouve donc rien quant à la différence entre les prix en France et les prix à l'étranger. De plus, ce qui agirait fortement sur la balance commerciale et la balance des comptes, ce serait une différence relative surtout aux prix de gros des produits fabriqués, car ce sont principalement des produits fabriqués que la France envoie à l'étranger. Mais nous avons peu de renseignements certains sur les prix de gros des produits fabriqués en France et à l'étranger.

On peut affirmer, je pense, que la baisse des prix des produits fabriqués en France est moindre que la baisse des prix-or des produits fabriqués dans les pays qui ont abandonné l'étalon-or. Le recul des prix or des produits fabriqués en France est très vraisemblablement moindre que la baisse des prix or des produits fabriqués aux Etats-Unis, en Angleterre, dans

les colonies anglaises ou au Japon. Seulement ceci n'a rien à voir avec la question de l'accumulation de l'or en France. Ceci provient de la dévaluation monétaire dans les pays en question.

Si l'on pouvait faire la comparaison avec les pays restés fidèles à l'étalon-or, peut-être trouverait-on que la baisse en France a été moindre qu'en Belgique, mais on trouverait probablement aussi que la baisse en France est plus forte qu'en Allemagne. Quant à la comparaison entre la France d'une part, la Suisse, l'Italie, la Hollande, d'autre part, on ne sait trop quoi affirmer.

Ce qui est certain c'est que nos prix de revient en France demeurent très élevés.

Les prix de re-
vient en France
demeurent très
élevés

Les salaires ont beaucoup moins fléchi en France que dans maint pays étranger. En 1930, malgré la crise, les salaires en France accusaient une hausse par rapport à 1929. La crise n'avait pas encore gravement touché la France; En 1931, les salaires en France ne baissent pas, ils restent stationnaires. En 1932 et 1933, il y a baisse mais baisse légère. Au total, aujourd'hui par rapport à 1930, il ne s'agit que d'un recul de 6 à 7%, donc beaucoup plus faible que dans beaucoup de pays étrangers. Plus faible aussi que la baisse des prix de détail, que la baisse du coût de la vie en France. L'ensemble de la classe ouvrière est cependant atteint par la crise, mais c'est à cause du chômage.

Un second grand élément du prix de revient, c'est le taux de l'intérêt à long terme. Ce taux de l'intérêt est très élevé en France. Pour les nouvelles obligations industrielles émises en Décembre 1934, le taux net de l'intérêt à long terme a été de 6, 20%; Il s'agit là du taux net pour les obligataires. Mais pour l'industriel qui emprunte, avec les impôts et les autres frais, le taux d'intérêt payé atteint 7 et 8%, taux excessif. Sans doute, depuis un an, on constate une certaine tendance à la baisse du taux de l'intérêt à long terme qui s'observe par le relèvement des cours des rentes de l'Etat français et des autres obligations à revenu fixe. Hausse du cours de la rente signifie, on le sait, baisse du taux de l'intérêt. Prenons par exemple une rente 4%. Si le 4% est coté 100 frs à la Bourse, cela veut dire que le taux de l'intérêt est à 4%. Si le titre monte à 200 frs, cela veut dire que l'on a 4 Frs d'intérêt pour 200 frs; autrement dit que le taux de capitalisation est de 2%; Quand le cours de la valeur double, le taux de l'intérêt diminue de moitié. Si le cours de la rente 4% est à 50 frs, cela

veut dire que pour 50 frs on peut avoir 4 frs d'intérêt, que le taux de l'intérêt est de 8%. Le relèvement du cours des valeurs à revenu fixe françaises depuis Février 1934 signifie donc baisse du taux de l'intérêt à long terme.

Mais en Janvier 1935, le taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe était encore de 4,7%, ce qui représente un taux d'intérêt beaucoup plus élevé que dans beaucoup de pays étrangers.

Un troisième élément du prix de revient, ce sont les charges fiscales. Ces charges sont aujourd'hui extrêmement lourdes en France, en particulier les charges qui pèsent sur l'industrie. Dans de nombreuses assemblées d'actionnaires, les rapports lus aux actionnaires indiquent à côté de sommes relativement faibles versées aux actionnaires, les grosses sommes versées à l'Etat. Celles-ci sont doubles ou triples de celles qui sont versées aux actionnaires; parfois même il arrive qu'il n'est rien versé aux actionnaires, alors qu'il est payé de très fortes sommes à l'Etat.

Il est possible, étant donné ces faits, que les prix de revient soient plus élevés en France qu'à l'étranger; Seulement il est clair que tout ceci n'a rien à voir avec l'accumulation de l'or, que les facteurs du niveau élevé des prix de revient en France sont indépendants de l'accumulation de l'or.

L'absence de baisse des salaires a tenu pendant longtemps à l'absence de baisse des prix des produits alimentaires, due elle-même à la protection des pouvoirs publics, à la législation douanière et autre. Aujourd'hui, les prix de détail ont baissé beaucoup, mais les salaires ne baissent pas, à cause de nos habitudes sociales.

Pour le taux de l'intérêt, la principale raison de son niveau élevé, ce sont les emprunts considérables contractés par le Trésor ou les compagnies de chemins de fer pour combler les gros déficits du budget de l'Etat et de l'exploitation des voies ferrées. C'est de plus parfois le manque de confiance dans l'avenir du franc, ou dans le proche avenir économique en France, facteurs qui poussent à la théaurisation.

Quant aux charges fiscales, elles avaient beaucoup augmenté après la stabilisation de notre monnaie et pendant la période de prospérité. Le parlement a été fort généreux; d'où de grosses majorations de dépenses, que l'on n'arrive pas à réduire pendant la phase de dépression. C'est d'ailleurs ce qui arrive souvent dans les pays démocratiques. Pendant la période de prospérité, les plus-values de recettes pous-

sent à l'accroissement des dépenses et une fois la période de dépression venue, toutes les personnes qui ont bénéficié d'un surplus d'allocations ne veulent rien abandonner de ce qu'elles considèrent comme un droit acquis. Les dépenses augmentent ainsi dans la prospérité et ne diminuent que faiblement dans la dépression. Le mouvement de longue durée des dépenses est un mouvement ascendant.

D'ailleurs, il faut ajouter que si, en France, les prix de revient sont élevés, les mêmes faits sont constatés dans des pays où l'on n'observe pas l'accumulation de l'or. Les prix de revient en Angleterre, pour des raisons spéciales à ce pays, étaient aussi très élevés, et cela indépendamment de toute accumulation de l'or en Angleterre, mais c'est à cause de la dévaluation de la monnaie.

On voit donc en définitive qu'il n'y a pas eu en France hausse des prix, il y a eu baisse et forte baisse des prix. La baisse a été moindre que dans les pays étrangers qui ont abandonné l'étalon-or; Seulement cette différence est indépendante du fait français de l'accumulation de l'or et provient de l'abandon de l'étalon or par ces pays. Quant à la comparaison avec les pays restés fidèles à l'étalon or, on ne sait si la baisse des prix de France a été moindre. Si cela est, le fait tient à la politique agricole budgétaire, fiscale, sociale, de la France.

Il ne faudrait donc pas du tout déclarer que la théorie de l'équilibre automatique de la balance des comptes par les mouvements de l'or a été confirmée en France, quant aux mouvements des prix.

On ne peut pas davantage affirmer que cette théorie de l'équilibre automatique de la balance des comptes par les mouvements de l'or a été confirmée en France par le retournelement de la balance des comptes constaté depuis 1931. La balance des comptes en France présentait des excédents jusqu'en 1931. A partir de 1932, elle présente des déficits. Mais on ne saurait attribuer ce retournement à l'accumulation de l'or. En effet, les mêmes changements s'observent dans d'autres pays, où il n'y a pas eu accumulation de l'or et par exemple en Angleterre.

On peut dire que d'une manière générale, les pays créateurs voient la situation de leur balance des comptes s'aggraver en période de dépression; Des diminutions très considérables surviennent dans les revenus tirés des placements extérieurs, diminutions dues à la crise. Parfois même disparition de certains revenus à cause des défaillances des débiteurs. Pour ceux des

Le retourne-
ment de la
balance des
comptes en
France depuis
1931

pays qui bénéficient de revenus élevés à raison de certains services, revenus dûs au frêt ou aux commissions des banquiers, il y a baisse considérable aussi du revenu tiré de l'étranger. Pour ceux de ces pays qui, comme la France, recevaient beaucoup de touristes étrangers, il y a eu une grosse réduction du revenu dû à la crise, celle-ci ayant réduit les arrivées de touristes.

C'est ainsi qu'en Angleterre, pendant la période de prospérité, qui a précédé la crise, on a constaté une grande amélioration de la balance et depuis la crise au contraire, aggravation. La crise a diminué les revenus que l'Angleterre obtenait pour ses services et ses placements extérieurs. En 1931 la balance des paiements elle-même a été en danger et l'Angleterre a abandonné l'étalon-or.

En France, de même, il y a eu amélioration de la balance des comptes pendant la période de prospérité, et depuis la dépression, aggravation : diminution des revenus tirés des placements extérieurs, diminution des versements allemands, diminution des dépenses des étrangers dans le pays. L'excédent de la balance des comptes a fléchi et, depuis 1932, le déficit s'est installé à la place de l'excédent; Mais ces faits sont dûs à la crise mondiale. Puisqu'ils sont observés aussi en Angleterre, il est difficile de prétendre qu'ils soient dûs à l'accumulation de l'or.

Il est d'autant plus difficile de le prétendre qu'en 1934, le déficit de la balance des comptes de la France a probablement disparu. Sans doute on n'a pas encore publié d'évaluations complètes sur les divers éléments de la balance des comptes. Mais un des éléments importants de cette balance, c'est la balance commerciale; Or, en 1933, le déficit de la balance commerciale française, avoisinait 10 milliards. En 1934, il n'est que légèrement supérieur à 5 milliards. L'amélioration de la balance commerciale de la France entre ces deux dates est de 4.700 millions. Or, en 1933, on a évalué le déficit de la balance des comptes de la France à 2.700 millions. Comme la balance commerciale de la France s'est améliorée en 1934 de 4.700 millions, cela implique vraisemblablement qu'en 1934 le déficit de la balance des comptes de la France a disparu et que c'est au contraire peut être un léger excédent que l'on constatera.

Le retournement
de la balance
commerciale
française ne
provient pas de

La balance des comptes de la France en 1934 doit se solder probablement en excédent; en effet en 1933, le déficit de la balance des comptes de la France était évalué à 2.700 millions, et comme en 1934 la ba-

l'amélioration lance commerciale s'est améliorée de 4.700 millions, des exportations il doit très probablement en résulter que la balance des comptes de 1934 présentera un léger excédent.

Ce retournement de la balance commerciale ne tient pas à une amélioration considérable de nos exportations. Le volume de nos exportations est, en effet, à peu près resté stationnaire. Mais la valeur de ces exportations a encore fléchi. Ce retournement de la balance tient à la diminution très sensible des importations françaises. Diminution des importations de denrées alimentaires à cause de nos bonnes récoltes. Diminution de nos importations de matières premières et de produits fabriqués, à cause de l'accentuation de la crise en France; la France a acheté en 1934 moins de matières premières parce que ses usines n'ont pas conservé la même activité et elle a acheté moins de produits fabriqués parce que la capacité d'absorption du marché intérieur a fléchi. Ce sont là des faits étrangers à l'accumulation de l'or en France.

Donc, en 1934, la balance des comptes de la France s'est améliorée et on ne peut plus dire que l'accumulation de l'or a continué d'entrainer une balance des comptes en déficit; Le changement survenu en 1934 ne provient pas de ce que l'accumulation de l'or a diminué en France.

A la fin de 1934 le stock d'or français était plus élevé qu'au début de l'année. A la fin de Février 1934 l'encaisse-or de la Banque de France s'élevait à 74 milliards. A la fin de Décembre il est à 82 milliards. Il y a donc eu augmentation du stock d'or français. Cette augmentation, de même que la diminution qui était arrivée auparavant est due pour une large part à des facteurs psychologiques. Au début de 1934 la diminution de la confiance dans le franc, avait entraîné des exportations de capitaux, des sorties d'or, mais après Février 1934, après la constitution du Gouvernement Doumergue, une reprise de la confiance a ramené une partie de cet or, à quoi s'est ajouté de l'or étranger qui est venu chercher en France un refuge.

Comme conclusion, il faut donc reconnaître que seul un examen superficiel pourrait faire croire que les faits français apportent une confirmation à la théorie de l'équilibre automatique de la balance des comptes par les mouvements de l'or.

Si en effet on y regarde de plus près, on constate en premier lieu, que certains des faits signalés ont bien existé à un certain moment, mais qu'ils ont ensuite disparu malgré la continuation de l'accumulation de l'or. Par exemple la résistance à la baisse des

Conclusion qui se dégage de l'exposé des faits français

prix en France en 1929 et 1930 a cessé ensuite. La crise a été plus tardive en France que dans d'autres pays, mais elle est tout de même survenue en France et a entraîné une baisse considérable des prix tant de gros que de détail; De même en ce qui concerne la balance des comptes; elle a été en déficit à certain moment mais elle se présente de nouveau aujourd'hui en excédent. De même encore pour les sorties d'or, il y a eu quelques mois où l'on a constaté des sorties d'or, mais les entrées ont repris.

2° - L'enchaînement des mouvements successifs que suppose la théorie automatique de la balance des comptes, n'apparaît pas, même quand certains des faits invoqués par la théorie existent. C'est ainsi qu'en 1929-1930, les prix en France étaient peut être plus élevés que dans d'autres pays, et à ce moment la balance des comptes était encore en excédent. C'est à partir du second semestre de 1931 que la balance des comptes de la France a commencé d'être déficitaire, mais à ce moment les prix en France baissaient fortement. De même en 1934, la balance des comptes de la France est de nouveau en excédent et cependant le stock d'or dans le pays est très considérable. Les faits ne s'enchaînent pas du tout comme le prétend la théorie de l'équilibre automatique. Les mouvements, s'ils ont existé, résultaient de facteurs étrangers à l'accumulation de l'or.

En troisième lieu, bien des faits signalés pour la France, pouvaient être observés en raison de la crise dans nombre de pays où il n'y avait pas accumulation de l'or; de sorte que ce n'était pas l'accumulation de l'or qui en était la cause.

a) Il en est ainsi d'abord de la différence entre les prix des produits intérieurs et les prix des produits importés. Cette différence a été observée aussi en Allemagne, en Suède et ailleurs malgré toute absence d'accumulation de l'or.

b) Ensuite un fait de même nature c'est la résistance à la baisse des prix de détail, qu'on a observée un peu partout.

c) Un troisième fait, c'est la résistance à la baisse des salaires, qui a été également observée ailleurs. Peut-être y a-t-il eu des pays, surtout des pays à gouvernement autoritaire, où l'on a triomphé de cette résistance des salaires à la baisse. Mais en Angleterre, les salaires n'ont pas fléchi. Ils n'ont fini par décliner qu'à cause de la dévaluation de la monnaie, qui a maintenu les salaires à leur niveau nominal, tout en diminuant leur valeur or.

d) La résistance à la baisse des prix de revient

a été observée également en Angleterre, où il y avait cependant diminution du stock d'or.

e) La résistance à la baisse des produits alimentaires; on l'a constatée dans beaucoup de pays, en Allemagne et ailleurs, où existe un régime fortement protecteur comme le régime français.

f) Le retournement de la balance des comptes, qui a présenté un déficit au lieu d'un excédent; on l'a observé aussi en Angleterre, où il n'y avait pas accumulation de l'or.

Tout ceci montre bien qu'en réalité les quelques faits, qui peuvent être constatés, sont dûs à des facteurs différents de ceux qu'implique la théorie de l'équilibre automatique. S'il y a eu à certains moments des différences entre les faits français et les faits étrangers, les principaux facteurs en ont été ou bien la dévaluation des monnaies étrangères, qui n'a rien à voir avec l'accumulation de l'or en France, ou la politique agricole, douanière, fiscale de la France qui elle aussi est indépendante de l'accumulation de l'or.

De même pour la balance des comptes, le facteur principal de son aggravation a été la crise mondiale. De même pour les mouvements de l'or, constatés à certains moments, les facteurs ont été surtout des facteurs psychologiques.

Donc les faits français en définitive, malgré les apparences, n'apportent pas une confirmation à la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or. En y regardant de près, les faits français s'inscrivent en faux contre la théorie. La balance des comptes de la France est de nouveau encore en excédent et tout l'or qui s'était accumulé en France y demeure à peu de chose près.

Chapitre 6

THEORIE DE L'ECOLE ANGLAISE QUANT A L'EQUILIBRE DANS LA DISTRIBUTION MONDIALE DE L'OR

Pour ceux que la question intéresse, renvoi à l'ouvrage de M. Aftalion "L'or et sa distribution mondiale".

§ I - Exposé de la théorie -

La notion d'équilibre dans la distribution mondiale de l'or

Il faudrait tout de suite commencer par une définition. Que faut-il entendre par équilibre dans la distribution mondiale de l'or ? Mais cette définition les partisans de la théorie ont omis de nous la donner. Si on cherche à définir cette notion, il ne faut pas espérer trouver une définition très précise. Equilibre dans la distribution mondiale de l'or, ne signifie pas distribution égale dans tous les pays, même quantité d'or partout, ou quantité égale d'or par tête d'habitant. L'équilibre dans la distribution mondiale de l'or est sans doute une notion un peu incertaine, qui signifie seulement répartition par trop inégale, répartition approximativement proportionnée à l'activité productrice des divers pays, au volume de leurs échanges, ou bien répartition proportionnée aux besoins habituels d'or des divers pays, compte tenu de leur organisation monétaire et bancaire. Il y a, en effet, des pays qui proportionnellement ont beaucoup moins besoin d'or que d'autres à cause du développement chez eux des paiements par chèque, de ce qu'on appelle la monnaie scripturale. Ainsi, par exemple, l'Angleterre a toujours eu beaucoup moins d'or que la France, parce que les paiements par chèque y jouent un rôle beaucoup plus grand qu'en France. On voit donc que la notion demeure assez vague. On parle surtout de déséquilibre de l'or quand il y a de très fortes disproportions entre certains pays et les autres, ou lorsqu'il y a eu de très grands changements dans la distribution de l'or. Mais on n'a jamais entendu par là quelque chose de très net.

La tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or problème principal

On a déjà mentionné à l'occasion de l'équilibre de la balance des comptes cette affirmation d'une tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Seulement lors du problème de l'équilibre de la balance des comptes, l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, était un problème accessoire, le problème principal étant celui de l'équilibre de la balance des comptes. Mais parfois l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or devient le problème principal.

L'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, considéré comme problème principal, tendrait à s'établir par le jeu des prix et de la balance des comptes. C'est la balance des comptes, qui devient alors l'instrument de rééquilibre, tandis que, quand on considérait le problème de l'équilibre de la balance des comptes comme problème principal, c'étaient les

mouvements de l'or qui étaient l'instrument de l'équilibre. Lorsque le problème principal est celui de l'équilibre de la balance des comptes, ce sont les mouvements de la balance des comptes, qui sont la cause et les mouvements de l'or l'effet. Au contraire, lorsque c'est le problème de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, qui est le problème principal, ce sont les mouvements de l'or, qui sont la cause, et c'est la balance des comptes qui est l'effet ou l'instrument du rééquilibre. Donc l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or s'établit par le jeu des prix et de la balance des comptes ou, comme je dirai plus volontiers par le jeu des prix et les mouvements des marchandises.

Le mécanisme du rééquilibre

On sait quel est le mécanisme par lequel le rééquilibre s'établit. Supposons par exemple, qu'à un moment donné, la quantité d'or existant dans un pays se soit accrue de façon excessive, comme dans ces derniers temps aux Etats-Unis ou en France.

1) Le point de départ de la chaîne des mouvements sera donc l'accumulation de l'or.

2) Le second élément de la chaîne ce sera la hausse des prix par application de la théorie quantitative de la monnaie;

3) L'élévation des prix, le déséquilibre des prix qui suit le déséquilibre de l'or, va exercer une action puissante sur la balance commerciale et sur la balance des comptes. La hausse des prix va favoriser les importations de marchandises. Tout le monde voudra vendre là où les prix sont élevés. La hausse des prix va décourager les exportations; les producteurs nationaux, au lieu de vendre à l'étranger où les prix sont plus bas, préféreront vendre sur le marché intérieur, où les prix sont élevés. La balance commerciale deviendra déficitaire, si elle ne l'était déjà, ou si elle l'était, son déficit s'aggrava. La balance des comptes elle aussi deviendra déficitaire, si elle ne l'était déjà, ou si elle l'était, son déficit s'accentuera.

4) Le quatrième élément de la chaîne, c'est la sortie de l'or. Pour payer ce surplus de marchandises importées, pour combler le déficit de la balance des comptes, l'or va sortir du pays, et cette sortie d'or va diminuer la quantité d'or, va décongestionner le marché intérieur.

5) Le cinquième chapitre, c'est l'acheminement vers l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, accompagné de l'équilibre de la balance des comptes et de l'équilibre des prix. Puisque le stock

d'or diminué, les prix qui avaient monté baisseront, et l'on arrivera au triple équilibre en question, équilibre dans la distribution mondiale de l'or, équilibre de la balance des comptes et équilibre des prix.

C'est par un tel mécanisme que se propage dans le monde, d'après la théorie anglaise, la production accrue des mines aurifères. Si le stock d'or augmente considérablement par suite d'exactions plus abondantes dans les pays producteurs d'or, la série de mouvements que l'on vient d'énumérer va se produire. Il y aura hausse des prix, achat considérable de marchandises étrangères, par suite sortie d'or. Et l'or, dont l'extraction aura crû dans les pays producteurs, tendra à se répandre dans les divers pays du monde.

On a déjà dit plus haut que si l'on cherche quelle est la loi qui commande cette tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, on trouve que c'est la tendance de l'or à se diriger vers les lieux où il a la plus haute valeur. Application d'une loi générale d'après laquelle toute chose et même tout individu tend à se diriger vers les lieux où il a la plus haute valeur, la plus haute rémunération, sauf obstacles naturels ou artificiels qui entravent ces mouvements spontanés.

Cette loi s'applique à l'or comme à toute autre chose. L'or se dirige vers les lieux où sa valeur est le plus élevée.

Mais quelle est cette plus haute valeur de l'or ? La première idée qui vient à l'esprit, et c'est celle à laquelle ont songé les économistes anglais, c'est que la plus haute valeur de l'or qui commande ses déplacements, c'est son plus haut pouvoir d'achat en marchandises. La valeur de l'or c'est son pouvoir d'achat en marchandises. Cette valeur est d'autant plus grande que les marchandises s'obtiennent avec moins d'or c'est-à-dire que les prix sont plus bas. A la recherche de sa plus haute valeur, l'or se dirige donc vers les contrées où les prix sont le plus faibles et déserte les lieux où les prix sont le plus élevés. Mais les lieux où les prix sont les plus élevés, ce sont, d'après l'école classique, d'après la théorie quantitative de la monnaie, les lieux où il y a plethore de métaux précieux, et les contrées où les prix sont le plus bas, ce sont celles où il y a disette d'or. La loi qui commande les mouvements de l'or est aussi la loi qui tend à rétablir l'équilibre dans la répartition mondiale de l'or. L'or s'achemine vers les pays où il a la plus haute valeur,

L'or se dirige vers les lieux où la valeur est la plus élevée

Quelle plus haute valeur de l'or commande ses déplacements.

c'est-à-dire vers les pays où il y a peu d'or et il quitte les pays où il a une faible valeur, c'est-à-dire où il est en excès. Il s'achemine des pays où il surabonde pour aller vers les pays où il fait défaut et ainsi l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or tend à se rétablir.

§ 2 - Faits récents contraires à la théorie.

L'accumulation de l'or aux Etats-Unis n'a pas fait hausser les prix et sortir l'or

Un premier fait c'est l'accumulation de l'or aux Etats-Unis depuis la guerre. A la fin de Décembre 1914, le stock d'or monétaire aux Etats-Unis atteignait 1.800 millions de dollars; A un certain moment en 1931, le stock d'or américain s'est élevé jusqu'à cinq milliards de dollars, soit un énorme accroissement de 3.200 millions de dollars, correspondant à 80 milliards de nos francs d'aujourd'hui (en 1931, le dollar était en effet à 25 frs).

Malgré cette énorme accumulation de l'or aux Etats-Unis, on n'a pas vu jouer le mécanisme, que suppose la théorie : ni hausse des prix, ni arrêt des excédents d'exportations de marchandises américaines, ni sorties d'or. Sans doute, il y a eu parfois des sorties d'or des Etats-Unis. Il y en a eu en 1927, 1928 et plus tard. Mais ces sorties ont eu pour cause des facteurs divers; elles n'ont pas été la conséquence du mécanisme que met en œuvre la théorie. D'ailleurs, malgré ces sorties d'or, aujourd'hui encore, le stock d'or américain est presque aussi élevé que son maximum de 1931. En Janvier 1935, le stock d'or américain atteint encore 8.300 millions de dollars. Seulement ce sont des dollars dévalués. On sait, en effet, qu'au début de 1934, il y a eu dévaluation légale de la monnaie américaine, qui a perdu 40, 94% de sa valeur. Le dollar nouveau vaut 59,06% de ce qu'il valait auparavant, de sorte que 8.300 millions de dollars de 1935 équivalent à peu près à 5 milliards de dollars de 1931. Il y a donc eu, à certains moments, sorties d'or des Etats-Unis, mais il y a eu ensuite des rentrées. Divers facteurs ont agi et ces facteurs sont souvent, surtout dans ces dernières années, des facteurs psychologiques. L'accumulation de l'or reste extrêmement forte aux Etats-Unis. Elle a commencé en 1915 et vingt ans après en 1935, on ne voit pas que cette masse d'or, qui s'est accumulée aux Etats-Unis, en soit ressortie.

L'accumulation de l'or en France depuis 1925

Un autre exemple c'est le cas de la France : à la fin de 1926, l'encaisse or de la Banque de France s'élevait à près de 18 milliards de francs d'aujourd'hui, puis la Banque de France ayant acheté sur le

marché national des pièces d'or le total atteint 22 milliards 1/2 environ. A la fin de 1932, il y avait de l'or pour 83 milliards de francs dans les caisses de la Banque, puis ce fut une diminution; mais aujourd'hui ce stock atteint encore quelque 82 milliards. Donc énorme afflux de 60 milliards d'or en France et l'on n'a pas vu jouer le mécanisme prévu par la théorie.

Sans doute, il est fort probable que lorsqu'une stabilisation générale des monnaies interviendra dans le monde, une partie de l'or actuellement en France en ressortira, parce qu'elle appartient à des étrangers; mais cette sortie s'effectuera pour d'autres raisons que celles qu'implique la théorie. De plus, si la France se mettait à pratiquer, comme elle le faisait autrefois, des placements extérieurs, on verrait sortir une fraction de cet or, car la France n'a pas besoin d'autant d'or pour assurer la stabilité du franc. Mais ces sorties d'or ne se feraient pas par le mécanisme invoqué par la théorie.

Donc jusqu'ici la tendance automatique au rééquilibre dans la distribution mondiale de l'or, n'a été observée, ni en France, ni aux Etats-Unis. On n'a pas non plus observé la tendance de l'or à aller vers les pays où il a la plus haute valeur en marchandises, vers les pays où les prix sont le plus bas. L'accumulation de l'or s'est effectuée en France, aux Etats-Unis et on ne peut pas dire que les prix soient dans ces pays plus bas que dans le reste du monde.

Si l'or ne va pas vers les pays où les prix sont le plus bas, cela provient : 1°) de ce qu'il n'est pas sûr, malgré la théorie quantitative de la monnaie, que les pays où les prix sont le plus bas, soient aussi ceux où il y a le moins d'or. Il n'y a pas une relation certaine entre prix bas et pénurie d'or, entre prix élevés et abondance d'or, comme le prétend la théorie quantitative basée sur l'or.

Il y a beaucoup d'or aux Etats-Unis et cependant les prix n'y sont pas particulièrement élevés. En France, peut-être les prix sont-ils un peu plus élevés que dans certains pays étrangers surtout que dans les pays où la monnaie a été dévaluée. Mais aujourd'hui, en Allemagne, les prix ne sont pas moins élevés qu'en France, et cependant il y a beaucoup d'or en France et peu d'or en Allemagne.

2°) Même s'il y avait dans certains pays, coïncidence des prix bas et pénurie d'or, cela ne veut pas dire qu'il y aurait afflux d'or vers ces pays. Sans doute si les prix sont bas dans un pays étranger, il y aura tendance à ce que cette baisse des prix re-

Pourquoi l'or
ne va pas né-
cessairement
vers les pays
où les prix
sont le plus
bas

lative ne s'y perpétue pas. M. Aftalion admet qu'il y ait une certaine tendance à l'équilibre mondial des prix. Peut-être si les prix sont bas dans un pays on y achètera beaucoup et les prix tendront à s'y relever. Cela signifie qu'il y aura un mouvement de marchandises tendant au rééquilibre des prix. Mais ce mouvement de marchandises n'implique pas, comme le croit la théorie quantitative, mouvement corrélatif d'or. C'est qu'en effet il se peut que le pays, où les prix sont bas, qui voit se développer ses exportations à l'étranger, ne fasse pas entrer de l'or. Ses exportateurs ne tiennent peut-être pas à avoir de l'or. Certains d'entre eux se contenteront de devises étrangères et ils laisseront leurs devises placées à l'étranger. Ou bien ils achèteront des valeurs mobilières étrangères, de sorte qu'il n'est pas sûr qu'ils troquent leurs créances contre de l'or. Il est arrivé très souvent, dans certaines périodes de large exportation de marchandises, que les exportateurs allemands n'en profitaient pas pour faire entrer de l'or, mais augmentaient leurs placements à l'étranger. Les prix bas dans un pays entraîneront donc peut-être les mouvements de marchandises prévus par la théorie quantitative, mais ils n'entraîneront pas de mouvements d'or. On paie aujourd'hui beaucoup plus en capitaux qu'en or. Les mouvements de capitaux se substituent aux mouvements de l'or. Et les mouvements de capitaux peuvent être tels que les mouvements de l'or prévus par la théorie ne se produisent pas.

§ 3 - La loi, qui commande les mouvements spontanés effectifs de l'or : la plus haute valeur quant au change.

Le principe sur lequel s'appuyait l'école anglaise, qui affirme la tendance de toutes choses à aller vers les lieux où elle a la plus haute valeur, paraît bien exact. L'or ferait-il donc exception à cette tendance générale ? La valeur de l'or, semble bien être avant tout son pouvoir d'achat en marchandise. Comment se fait-il que l'or, ne se dirige pas vers les pays où il a le pouvoir d'achat le plus élevé, vers les pays où les prix sont le plus bas ? La loi, d'après laquelle toute chose tend vers les lieux où elle a la plus haute valeur, s'applique aussi à l'or, mais cette loi doit recevoir une autre interprétation que celle que lui donnaient les anciens économistes.

Si l'on abandonne le souci d'arriver à des théories providentielles impliquant harmonie économique, à

des théories qui prétendent que tout équilibre rompu tend à se rétablir automatiquement, si l'on veut faire de l'économie positive, si l'on recherche quels sont les facteurs effectifs des mouvements de l'or dans le monde, on trouve bien un sens à ce principe que l'or va vers les pays où il a la plus haute valeur, mais cette plus haute valeur ce n'est pas celle que l'on aurait cru d'abord. L'observation montre que c'est la plus haute valeur quant au change, et non pas quant aux marchandises.

Ce n'est pas ce que l'or rapporte dans son troc contre marchandises, mais ce qu'il rapporte dans son troc contre devises, qui commande les mouvements de l'or, qui détermine des expéditions d'or. L'or tend à aller, non pas là où il sera payé le plus cher en marchandises, mais là où il sera payé le plus cher en monnaie. Les déplacements de l'or dépendent, non pas des différences de prix des marchandises, mais des variations du change. Si les déplacements de l'or n'entraînaient pas certains frais, dès que le change d'une monnaie ne serait plus au pair, il y aurait mouvements de l'or. Mais à cause de ces frais de déplacement, les mouvements de l'or ne se produisent que quand les écarts du pair sont suffisants pour compenser les frais de déplacement de l'or. Les mouvements de l'or surviennent quand le change arrive aux gold points, aux points d'entrée ou de sortie de l'or. Cette action des changes sur l'or provient de ce que c'est par là que l'or reçoit sa plus haute valeur.

Prenons un exemple : Le pair de la livre sterling avant sa dévaluation était de 124 francs 21. On pouvait évaluer les frais d'expédition de l'or à Londres avant 1931, à environ 0,30 centimes. Supposons qu'à un certain moment la livre sterling vaille à Londres 124 francs 80, l'or tendra aussitôt à se diriger vers Londres, parce qu'il aura à Londres une plus haute valeur qu'à Paris. En effet, le petit lingot d'or, qui représente une livre, peut s'obtenir en France à la Banque de France contre 124 francs 21 et envoyé à Londres il peut s'échanger à la Banque d'Angleterre contre une livre sterling que l'on peut vendre 124 francs 80. Il est vrai que le transport coûte 30 centimes, mais cela veut dire que l'on peut obtenir pour ce lingot net, sinon 124 francs 80 du moins 124 francs 50. Par conséquent, le petit lingot d'or pour lequel on ne peut obtenir en France que 124 francs 21, on peut en obtenir, envoyé à Londres, 124 francs 50. L'or a donc une valeur plus haute à Londres qu'à Paris. Il tendra donc à se diriger vers Londres où sa valeur est plus grande et à quitter Paris où sa valeur est moindre. La spéculation ne manque-

La plus haute valeur de l'or, point de départ de ses déplacements : c'est sa valeur quant au change.

ra pas d'utiliser cette circonstance pour envoyer de l'or à Londres dès que les écarts de change le permettent.

Si le change plus élevé donne ainsi à l'or une plus haute valeur c'est à cause des lois nationales, qui établissent des taux fixes pour la convertibilité des billets contre de l'or. En France, il y a un taux fixe de convertibilité, qui veut que si l'on porte à la Banque de France un petit lingot d'or, représentant une livre sterling, la banque ne donnera au porteur de ce lingot que 124 frs 21; Pour que ce petit lingot vaille, non plus 124 frs 21, mais 124 frs 50, lorsque la livre cote 124 frs 80, il faut qu'il aille à Londres. L'or se dirige donc vers l'Angleterre, où converti en livres sterling, il prend une plus haute valeur.

On peut donc dire que c'est dans les pays à change le plus élevé que l'or reçoit sa vraie valeur, sa valeur internationale, celle à laquelle il a droit de prétendre à un moment donné. Les prescriptions légales des autres contrées à change plus bas, attribuent à l'or une valeur nationale trop faible. Dans l'exemple précité, la loi française ne donne à une certaine quantité d'or qu'une valeur de 124 frs 21, alors que cette même quantité d'or convertie en livres sterling vaut 124 frs 80 brut ou 124 frs 50 net. C'est cette différence entre la valeur internationale de l'or et la valeur que fixent les lois nationales, qui explique les mouvements de l'or.

Cette différence, entre la valeur internationale de l'or et la valeur que fixe la loi nationale, apparaît le plus en relief dans le cas du papier-monnaie. Pendant la période d'instabilité monétaire, en France, on n'aurait pas pu, légalement, obtenir pour une pièce d'or d'une livre sterling plus que 25 francs, puisqu'en principe, le taux de convertibilité était resté ce qu'il était auparavant, tandis qu'en fait, la même quantité d'or transportée à Londres, permettait d'obtenir 100, 150, 200 francs et plus.

Il en est de même en cas de fluctuations du change dans les pays à monnaie d'or. Les dispositions légales donnent à l'or, dans les pays où le change est bas, une valeur inférieure à sa valeur internationale. Voilà pourquoi l'or fuit ces pays pour aller ailleurs prendre sa vraie valeur.

L'or a une valeur moins élevée dans les pays à change déprécié par suite des prescriptions légales qui lui donnent une valeur fixe

Les mouvements de l'or apparaissent comme une application de la loi de Gresham, d'après laquelle

la mauvaise monnaie chasse la bonne.

Lorsque le franc français fléchit, même légèrement,

la loi de Gres-
ham par rapport à la livre, le billet de banque français se trouve avoir une valeur inférieure à l'or, puisque le billet de banque vaut moins que la livre et que l'or vaut autant que la livre. Plus le fléchissement du change national s'accentue, plus la valeur du billet baisse, alors que l'or vaut toujours, par rapport à la livre, ce qu'il valait auparavant alors que le même lingot d'or vaut toujours une livre comme auparavant. Le franc-billet, devient de la mauvaise monnaie. Aussi, dès que cela est possible, dès que la baisse du franc est suffisante pour payer le prix de déplacement de l'or, l'or fuit la France, où il a une valeur moindre, pour aller là où il prend une plus haute valeur. Ce sont les différences de valeur de l'or par rapport au change, et non pas par rapport aux marchandises qui déterminent le mouvement de l'or.

Aujourd'hui
le mouvement
des capitaux
se substitue
le plus sou-
vent aux mou-
vements d'or

Autrefois, lorsque les règlements internationaux ne s'effectuaient qu'en or, les différences de prix des marchandises déterminaient des mouvements d'or. Mais aujourd'hui le mouvement des capitaux se substitue aux mouvements de l'or. Si le prix des marchandises est, à un certain moment, plus faible en Angleterre qu'en France, pour bénéficier de ces différences de prix, pour acquérir des marchandises à bas prix, il n'est pas nécessaire d'expédier de l'or, il suffit d'envoyer en Angleterre des devises. Si, pour le moment, la France ne dispose pas d'assez de devises, elle peut en emprunter un certain temps. Et durant ce temps, les achats français de marchandises en Angleterre tendront à relever les prix en Angleterre, à les faire baisser en France, de sorte qu'il se peut que l'équilibre des prix des marchandises se rétablisse avant qu'il y ait eu aucun mouvement d'or.

Donc, la différence de valeur de l'or quant aux marchandises n'entraîne pas nécessairement déplacements d'or. Au contraire, la différence quant au change, entraîne de tels déplacements. Si l'on veut bénéficier de la différence de valeur de l'or, on ne peut le faire qu'en expédiant de l'or.

Différence en-
tre les mar-
chan-
tises et l'or

Il y a ainsi une différence entre les marchandises et l'or. Comme nous avons eu l'occasion de le signaler, si les prix des marchandises montent à l'étranger, cette hausse pourra avoir une influence psychologique sur les prix en France, avant même que les marchandises se déplacent : le télégraphe, le téléphone, détermineront ce changement, sans qu'il y ait déplacement matériel des marchandises. Dès qu'on sait que le coton ou le café monte à l'étranger, ils montent également en France. Pour l'or, il n'en va pas de même. Il faut que l'or aille à Londres - s'il y a une

différence entre Londres et Paris - pour bénéficier de la différence de valeur que donne le change. Pour que l'or bénéficie de sa plus haute valeur, il faut qu'il sorte matériellement du pays où la loi lui fixe une valeur plus basse, pour aller vers les pays où il a une valeur plus haute.

On voit par là la grande différence entre la valeur de l'or quant aux marchandises et sa valeur quant au change. Pour bénéficier de la plus haute valeur de l'or quant aux marchandises, autrement dit, pour bénéficier des prix plus bas à l'étranger, il n'est pas indispensable d'y envoyer de l'or, il suffit d'y envoyer des devises. Mais pour bénéficier de la plus haute valeur de l'or quant au change, il faut expédier de l'or. Il faut que l'or aille dans le pays étranger, où il a une haute valeur; il faut qu'il soit troqué contre des devises, pour que le bénéfice qui résulte de la différence de valeur quant au change, soit réalisé. La différence de valeur de l'or quant aux marchandises n'entraîne pas de déplacement de l'or; mais la différence de valeur de l'or quant au change, entraîne nécessairement un déplacement de l'or.

La théorie de l'équilibre automatique de la balance des comptes par les mouvements de l'or veut que l'or en excès dans un pays, s'en expulse lui-même. Dès que l'or surabonde, un mécanisme entre automatiquement en action, qui chasse l'or du pays. L'or expulserait l'or; l'or chassera l'or. Mais, il est plus vrai de dire que l'or attire l'or; que l'or va souvent vers des pays où déjà il surabonde, parce que justement l'or va vers les pays à change élevé. Il en est ainsi déjà parce que l'excès d'or existant résulte d'une situation économique propice aux importations d'or et que cette situation peut continuer. Si l'or, depuis la guerre, est venu en abondance en France et aux Etats-Unis, c'est parce qu'il s'agissait, pour les Etats-Unis, depuis la fin de la guerre, pour la France depuis 1927, de pays à change élevé. La persistance de cette situation, entraînait persistance dans l'afflux de l'or.

L'abondance de l'or apparaît comme un signe de sécurité monétaire.

De plus, l'abondance de l'or, apparaît comme un signe de sécurité monétaire. Dans les périodes troubles, comme celles que nous vivons depuis plusieurs années, le fait par un pays de disposer de grandes quantités d'or, donne à sa monnaie une sécurité plus grande. Ce qui fait que les capitaux fuient les régions où l'état économique ou politique apparaît plus incer-

tain, pour aller vers les pays où la monnaie paraît plus solide. Et cet afflux des capitaux contribue encore à la hausse du change, entraîne nouvelles importations d'or. De sorte que le déséquilibre, loin d'agir automatiquement dans le sens de sa disparition, loin de se corriger lui-même, tend, au contraire, plutôt à s'aggraver. C'est ainsi que l'or a attiré l'or, depuis 1920 aux Etats-Unis, et depuis 1927 en France.

§ 4 - Les facteurs du mouvement spontané de l'or dans le monde. Le change et les facteurs du change.

Les causes immédiates des variations du mouvement de l'or, les causes immédiates du déplacement de l'or, doivent donc être recherchées dans les variations du change. Une seconde question se pose alors : celle de savoir, de quoi dépendent les variations du change qui agissent sur le déplacement de l'or. Le problème des mouvements de l'or se confond avec le problème du change. Quels sont les facteurs qui commandent les variations du change ?

Nous renvoyons encore sur ce point à notre livre : MONNAIE, PRIX ET CHANGE. Mais, voici comment on peut résumer ce qui concerne les facteurs de variation du change :

On déclarait, avant la guerre, que les variations du change dépendent de la balance des comptes. C'était là une conception trop étroite. Brièvement, on peut dire que les principaux facteurs des variations du change, sont : la balance des comptes, le mouvement des capitaux, le taux de l'escompte, les prévisions, les facteurs psychologiques de confiance ou de défiance dans la monnaie du pays avec toutes les causes multiples qui agissent sur ces facteurs psychologiques.

La balance des comptes n'est pas l'unique facteur des variations du change

Multiplicité de ces facteurs

I^e- Balance des comptes

La balance des comptes n'est pas le facteur exclusif des variations du change, mais il reste un des facteurs importants de ces variations, surtout dans les pays à monnaie or. Des pays, dont la balance des comptes se solde en excédent, sont des pays qui peuvent recevoir de l'or; certainement ils en recevraient si d'autres facteurs n'agissaient en sens inverse.

Les excédents de la balance des comptes des Etats Unis, depuis la guerre, les excédents de la balance des comptes de la France, entre 1927 et 1931, ont donné lieu à d'importantes entrées d'or aux Etats Unis et en France.

Cependant, la balance des comptes n'est pas le seul facteur : quoique les Etats Unis n'aient pas ces-

sé de présenter une balance des comptes en excédent depuis la guerre, il y a eu certaines périodes où l'or a fui les Etats Unis, pour des raisons surtout psychologiques.

De même, quoique la balance des comptes en Angleterre, se soit soldée toujours en excédent, jusqu'en 1931, il y a eu des périodes où l'Angleterre a perdu de larges fractions de son or.

Inversement, malgré une balance des comptes en déficit, entre 1924 et 1930, l'Allemagne a reçu de très larges quantités d'or.

De même encore, quoique la Balance des comptes de la France ait été en déficit en 1932-1933, elle a continué, à certains moments, surtout en 1932, à recevoir de l'or.

C'est bien la preuve de l'existence d'autres facteurs du change et du déplacement de l'or.

2°- Mouvement des capitaux

Le deuxième facteur, qui agit sur le change et le déplacement de l'or, c'est le mouvement des capitaux, les placements extérieurs, la politique de placement des divers pays.

Avant la guerre, la balance des comptes de l'Angleterre était en excédent, cependant l'Angleterre ne voyait pas augmenter considérablement son stock d'or; c'était à cause des mouvements des capitaux qui se produisaient d'Angleterre vers l'étranger. L'Angleterre, toujours très soucieuse d'utiliser le plus possible ses capitaux, se gardait d'accumuler chez elle un or stérile et le faisait fructifier en l'empêtant au dehors. L'Angleterre a toujours pratiqué une politique de larges placements de capitaux. Cette sortie des capitaux d'Angleterre vers les autres pays, empêchait l'accumulation de l'or en Angleterre et détournait vers d'autres pays l'or que l'excédent de la balance des comptes aurait pu drainer vers l'Angleterre.

Importance des placements extérieurs de la France

En France aussi, avant la guerre, la politique des placements extérieurs empêchait une plus large accumulation de l'or. Sans doute, il y eût toujours de fortes entrées d'or en France; La France a toujours aimé l'or, a toujours attiré l'or. Mais étant donné les excédents de notre balance des comptes, l'accumulation de l'or aurait pu être beaucoup plus importante, si la France n'avait pratiqué une politique de placements extérieurs.

Les placements extérieurs d'un pays dont la balance des comptes se solde en excédent, empêchent donc cet excédent de balance d'attirer dans le pays de

trop grosses quantités d'or et détournent vers les autres pays une partie du métal jaune.

Depuis la guerre, les mêmes faits qu'autrefois ont persisté en Angleterre. L'Angleterre a eu une balance des comptes en excédent jusqu'en 1931, mais sa politique de larges placements extérieurs, détournait vers d'autres pays, l'or qui aurait pu se diriger vers l'Angleterre.

De même, inversement, grâce aux emprunts contractés, plusieurs pays à balance des comptes en déficit, ont pu, depuis la guerre, augmenter leurs stocks d'or. L'Allemagne, depuis la stabilisation du mark jusqu'en 1931, malgré une balance des comptes en déficit, a pu introduire chez elle de grandes quantités d'or, à cause d'emprunts extérieurs contractés par elle.

Très souvent ainsi, la politique des placements extérieurs, les mouvements de capitaux, sont venus contrecarrer ce qui aurait pu résulter de la balance des comptes.

Mais, depuis la guerre, cet effet régulateur des mouvements des capitaux a souvent manqué. Les Etats Unis et la France ont reçu une très grande quantité d'or, parce qu'ils ont bénéficié d'une balance des comptes en excédent et qu'ils n'ont pas toujours poursuivi une politique énergique de placements à l'étranger. Aux Etats-Unis, il en a été ainsi, parce que les Etats Unis ont été fort récemment promus à leur fonction de créanciers du monde entier, de sorte que les capitalistes de ce pays ne sont pas encore entièrement familiarisés avec les placements extérieurs et ne les acceptent, parfois, qu'avec difficulté. Quant à la France qui prêtait si libéralement autrefois à l'étranger, peut-être même trop libéralement, elle a été empêchée de continuer cette politique, d'abord par la législation qui prohibait les exportations d'or, les exportations de capitaux; elle en a été ensuite empêchée par une fiscalité qui pesait très lourdement sur les valeurs mobilières étrangères. Enfin, quand ces prohibitions d'exportation de capitaux disparurent, quand certains dégrèvements sont intervenus sur les valeurs mobilières étrangères, ce fut une situation politique et économique incertaine à l'étranger qui a détourné la France de revenir à sa politique ancienne de placements extérieurs. Ainsi l'or s'est accumulé considérablement dans les deux pays.

En outre, parfois, c'est l'étranger qui a prêté aux Etats-Unis, à la France, malgré l'abondance d'or et de capitaux dans ces pays.

L'étranger a prêté à la France en 1926-1928. Ces années-là ont vu, d'une part de grands rapatriements

Très souvent
la politique
des placements
extérieurs con-
trecarre les
effets de la
balance des
comptes

Accumulation
de l'or aux
Etats Unis
et en France

en France de capitaux appartenant à des Français, mais, en outre, de grandes arrivées de capitaux provenant de spéculateurs étrangers qui ont joué d'abord à la hausse du franc et ensuite à la hausse des valeurs mobilières françaises. Ce qui augmentait la bonne tenue du change français et la possibilité d'importation d'or.

De même aux Etats-Unis, en 1928-1929, les capitaux affluaient du monde entier vers New-York, parce que les capitalistes étrangers voulaient bénéficier de la hausse des valeurs à la Bourse de New York, ou, plus simplement, plus sagement, parce qu'ils voulaient bénéficier de la hausse du taux d'escompte aux Etats-Unis, pendant ces années là. Les capitaux étrangers étaient prêtés aux spéculateurs américains, étaient attirés par le taux élevé de l'intérêt pratiqué.

Les devises étrangères qui s'accumulaient de la sorte en France et aux Etats Unis poussaient à la hausse du change et entretenaient l'importation d'or. De sorte que par un mouvement inverse du mouvement rationnel, normal, le mouvement des capitaux au lieu de se faire des pays créanciers vers les pays débiteurs, des pays ayant beaucoup d'or et de capitaux, vers les pays qui en marquaient, s'est fait vers des pays, comme la France et les Etats Unis, où surabondaient l'or et les capitaux. Le mouvement des capitaux, au lieu de corriger le déséquilibre dans la distribution de l'or, comme il fait souvent, a ajouté, cette fois, un nouveau facteur de déséquilibre aux précédents.

3° - Taux de l'escompte

3° - Le troisième facteur du mouvement de l'or, c'est le taux de l'escompte. La hausse du taux de l'escompte attire les capitaux dans le pays où ce taux s'élève. Les capitaux étrangers, attirés par une rémunération élevée améliorent le change et déterminent ainsi des importations d'or.

Il est vrai qu'avec le taux de l'escompte, nous sommes en présence d'un facteur des mouvements du change et de l'or, qui n'est pas toujours un facteur spontané. Il faudra en parler plus tard, à propos du mouvement dirigé de l'or. Cependant, même ici, en traitant des déplacements spontanés de l'or, nous avons dû faire allusion au taux de l'escompte, parce que le mouvement de l'or et des capitaux, peut, dans certains cas, ne pas être le but visé par la variation du taux de l'escompte. En 1928-1929, par exemple, aux Etats Unis, ce n'est pas du tout pour attirer les capitaux étrangers que les Federal-Reserve Banks ont élevé leur taux d'escompte; c'était pour des raisons purement internes, pour briser l'excès de la spéculation à la Bourse. Mais, quelle que soit la cause de l'élévation

Le mouvement des capitaux est souvent un facteur de déséquilibre supplémentaire dans la distribution de l'or

Source : BIU Cujas

du taux de l'escompte, celle-ci peut être facteur d'amélioration du change et par suite d'importation d'or. En effet, en 1928-1929, ces importations ont bien existé aux Etats-Unis.

4° - Facteurs psychologiques des mouvements du change et de l'or; les prévisions; les facteurs psychologiques de confiance ou de défiance. Ces facteurs jouent un rôle extrêmement important au cas de monnaie instable, d'inconvertibilité des billets, en cas de papier-monnaie; leur rôle est alors prépondérant. Mais, même au cas de monnaie d'or, ils jouent encore un grand rôle à certains moments. Nous l'avons vu dans ces dernières années. On pouvait penser que le rôle joué, dans la variation des changes, par les facteurs psychologiques devait disparaître avec la stabilisation monétaire qui avait été effectuée peu à peu, dans les divers pays d'Europe avant qu'en 1931 un nouveau mouvement d'instabilité ait déferlé sur le monde. On pouvait penser, avant 1931, qu'avec le retour à la convertibilité, le change avait échappé à sa mobilité précédente, à son extrême sensibilité aux influences psychologiques. Sûrement, le change a acquis beaucoup plus de stabilité. Mais cependant, de temps en temps, on a vu agir les facteurs psychologiques et des importations d'or, dues uniquement à des prévisions, à des modifications dans la mentalité des individus à l'égard de la monnaie.

En Allemagne, par exemple, à diverses reprises, on a vu le facteur psychologique jouer un rôle considérable : quoique la balance des comptes, en Allemagne, se soit constamment soldée en déficit, entre 1924 et 1930, le change allemand a conservé sa bonne tenue grâce à la confiance générale dans la monnaie allemande, confiance qui entraînait des mouvements continus de capitaux de l'étranger vers l'Allemagne. Très souvent, l'étranger n'attendait pas d'être sollicité, mais offrait largement, généreusement ses capitaux à l'Allemagne. On sait où a conduit cette politique. Mais, à diverses reprises, cette confiance dans la monnaie allemande a cessé. On a vu alors le Reichsmark baisser et le mouvement de l'or ne plus se faire vers l'Allemagne, mais en sens contraire, l'or allemand prenant la direction de l'étranger.

En Avril 1929, lors des pourparlers qui allaient aboutir au plan Young, on a pu croire, à un certain moment, que ces pourparlers n'allait pas réussir, aussi a-t-on constaté une dépréciation du change allemand et d'importantes exportations d'or d'Allemagne vers l'étranger. De même, en Septembre 1930, lors du succès aux élections du parti hitlérien, grosses

sorties d'or après une dépréciation du mark. De même encore et surtout en Juillet 1931, lorsqu'il a fallu consentir le moratoire demandé par l'Allemagne, grosses sorties d'or consécutives à la baisse du Reichmark. Chaque fois ainsi, ce fut un événement entièrement étranger à toute modification de la balance des comptes qui agissant par le facteur psychologique, a entraîné une baisse du change allemand et fait sortir l'or de ce pays.

Exemple de l'Angleterre en 1931

La même influence du facteur psychologique a été constatée dans d'autres pays : en Angleterre, par exemple, en Septembre 1931, ce n'est pas un renversement brusque et rapide de la balance des comptes qui a obligé l'Angleterre à abandonner l'étalon or ; ce n'est pas en un mois que la balance des comptes peut se retourner si considérablement et entraîner une telle hémorragie d'or. La cause de la baisse de la livre et des sorties consécutives d'or, ce fut un manque de confiance des capitalistes étrangers. On savait que l'Angleterre avait beaucoup emprunté pour prêter à son tour, notamment à l'Allemagne. En face de la carence allemande, les étrangers qui avaient prêté à l'Angleterre ont pu craindre que l'Angleterre non remboursée par ses débiteurs allemands, ne puisse plus rembourser ses propres créanciers. D'où vente de livres, baisse de la livre, fuite de l'or, à laquelle l'Angleterre a essayé d'obvier par des appels aux Banques des Etats Unis et de la France, mais qui finalement, a conduit l'Angleterre, pour sauver ce qui lui restait d'or, à abandonner l'étalon or.

Exemple des Etats-Unis

De même dans les derniers mois de 1931, aux Etats-Unis, large fuite de l'or, due à des facteurs psychologiques, à la défiance dans la solidité des banques américaines.

De même en France, dans les premiers mois de 1934, le facteur psychologique a joué un rôle important dans la sortie de l'or de France. Inversement, depuis le printemps 1934, l'amélioration du sentiment public à l'égard de la France - facteur psychologique - a joué un rôle dans les rentrées d'or qui se sont produites.

Nous serions tentés d'ajouter un nouveau facteur des mouvements du change et de l'or, facteur auquel certainement nous n'aurions pas songé, il y a quelques années. Ce facteur nouveau, qui peut-être ne sera qu'éphémère, mais qui a eu une grande importance ces derniers temps, c'est la dévaluation volontaire de la monnaie nationale. Autrefois, on ne pouvait donner

5°- La dévaluation volontaire de la monnaie nationale est devenue une cause de variation du change

la dévaluation comme un facteur des mouvements du change; la dévaluation nous apparaissait comme un effet du change. Lorsque le change national se dépréciait, la dévaluation finissait par être réalisée par le gouvernement qui lui était longtemps hostile. On subissait la dévaluation, on ne la réalisait pas volontairement.

Ces dernières années, on a constaté un phénomène inverse : la dévaluation de la monnaie a été voulue par les gouvernements, réalisée par eux de propos délibéré, et elle est ainsi devenue une cause de variation du change au lieu d'en être un effet comme auparavant. C'est ainsi que, nombre de pays, voyant baisser la livre, ont dévalué volontairement leur monnaie, de peur des répercussions que cette dévaluation aurait sur leur commerce avec l'Angleterre. L'exemple le plus remarqué de cette dévaluation volontaire, c'est l'exemple américain, Avril 1933.

Cette dévaluation volontaire de la monnaie, agit ainsi sur le change et peut agir, par conséquent, sur le mouvement de l'or. Que le bruit se répande d'une décision gouvernementale prochaine, qui va abaisser la parité or de la monnaie nationale, le change national baisse. S'il baisse jusqu'au gold point de sortie et qu'il n'y ait pas encore interdiction d'exportation d'or, le métal précieux s'échappera du pays. C'est ce qui est arrivé aux Etats Unis en Mars-Avril 1933. On apprenait alors que les Etats-Unis pourraient peut-être dévaluer leur monnaie. Le dollar baissa, et, comme l'exportation de l'or n'avait pas encore été interdite - elle ne le fut que le 19 Avril 1933 - la baisse du dollar a entraîné une sortie d'or des Etats-Unis.

Inversement - et ceci encore était imprévu - on a observé que la dévaluation pouvait être une cause d'entrée d'or. C'est encore aux Etats Unis qu'il était réservé de nous donner cet enseignement. Si, en effet, la dévaluation légale de la monnaie est faite avec fixation d'une parité or pour la monnaie nationale plus basse que le taux effectif de change alors pratiqué, il peut se faire que si le change se maintient pendant un certain temps à un niveau plus élevé que la nouvelle parité or, des importations d'or se produisent dans le pays qui a dévalué sa monnaie. Aux Etats-Unis, lorsque le Président Roosevelt, en Janvier 1934, a stabilisé - provisoirement ou définitivement, nous ne savons pas encore - le dollar-or, lui faisant perdre 41% par rapport au pair ancien, le pair nouveau du dollar a été fixé à 15 frs 07. Or, à ce moment là le cours effectif du dollar était sensiblement supérieur. Supposons qu'il fut à un moment à 15 frs 50. Immédiatement

ment, les spéculateurs se mettent à envoyer de l'or aux Etats-Unis, achètent des dollars à 15,07 et vendent ces dollars en Europe à 15,50, gardant pour eux, non pas la différence entière, mais la différence diminuée de quelques centimes pour frais d'expédition. Peu à peu, cette spéculation devait cesser, puisque le dollar allait s'abaisser jusqu'à sa nouvelle parité. Mais, pendant un certain temps, des opérations fructueuses ont pu être accomplies par les cambistes qui envoyait de l'or aux Etats-Unis. En même temps que le facteur psychologique, la dévaluation de la monnaie américaine, a, au début 1934, contribué ainsi à l'exode de plusieurs milliards d'or français qui se sont dirigés vers les Etats-Unis.

Voilà donc quatre, peut-être cinq facteurs qui peuvent agir sur le change et sur le déplacement de l'or. Ces facteurs tendent-ils à établir un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or ?

Des divers facteurs signalés, le facteur psychologique, par définition, n'est pas un facteur d'équilibre. Qui dit : confiance, défiance, dit mouvement instable. Ce n'est pas là un mouvement régulateur de l'équilibre de la monnaie.

La balance des comptes n'apparaît pas comme un facteur d'équilibre dans la distribution mondiale de l'or

La balance des comptes est-elle un facteur d'équilibre dans la distribution mondiale de l'or ? Elle le serait, si elle tendait régulièrement elle aussi à retourner à l'équilibre, mais il n'en est rien. Des pays comme la France, les Etats-Unis, se sont caractérisés pendant longtemps, par des excédents persistants de leurs balances des comptes, alors que d'autres pays se caractérisent par un continual déficit. Ce que l'on a observé, dans le passé, en ce qui concerne la balance des comptes, ce ne sont pas de simples déséquilibres fugitifs de la balance, tendant à disparaître, mais, au contraire, une opposition durable entre pays bénéficiant d'une balance des comptes longtemps en excès et de pays affligés d'un déficit quasi-chronique de la balance des comptes. Le déséquilibre de la balance des comptes, est la règle de fait. Par conséquent, pour autant qu'il résulte de la balance des comptes, le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or, ne tend pas à se corriger.

Quelle est l'action des autres facteurs ? des mouvements de capitaux, du taux de l'escompte ?

§ 5 - Action favorable exercée sur l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or par le mouvement des capitaux et le taux de l'intérêt ou de l'escompte.

Nous avons montré que la théorie de l'équilibre

automatique de la distribution mondiale de l'or affirme la tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or par le jeu des prix et les mouvements internationaux des marchandises.

A défaut d'un tel équilibre par le mouvement des prix et des marchandises, une certaine action est exercée, dans le sens d'un meilleur équilibre, par le mouvement des capitaux.

Action favorable exercée par les mouvements de capitaux

Les mouvements des capitaux sont déterminés par de nombreux facteurs. Mais on peut dire que les capitaux, comme toutes choses, comme l'or lui-même, tendent à se diriger vers les lieux où ils reçoivent leur plus haute valeur, vers les lieux où leurs possesseurs estiment qu'ils recevront la plus haute rémunération.

Cette plus haute rémunération, peut consister dans la plus-value résultant de la hausse espérée des cours à la Bourse. La hausse espérée des cours à une Bourse étrangère, y attirera les capitaux. Cette plus haute rémunération peut consister aussi dans la hausse espérée du change d'un pays étranger vers lequel les capitaux se porteront. On achètera beaucoup de dollars, si on espère que le dollar va monter. Acheter des dollars, cela signifie prêter aux Etats-Unis.

Les capitaux sont attirés par un taux de l'intérêt élevé.

Mais, la plus haute rémunération des capitaux consiste, le plus souvent, dans le taux plus élevé de l'intérêt : dans le taux plus élevé de l'escompte, pour les capitaux placés à court terme; dans le taux plus élevé de l'intérêt proprement dit, pour les capitaux placés à long terme.

Ce sont surtout les différences du taux de l'intérêt ou de l'escompte qui sont les facteurs déterminants du mouvement international des capitaux. Mais, ces différences dans le taux de l'intérêt ou de l'escompte, sont-elles de nature à favoriser un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or ?

Pour que le mouvement des capitaux soit un facteur favorable à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or, il faudrait que dans les pays où il y a peu d'or, le taux de l'intérêt ou de l'escompte soit élevé, de façon que ce taux élevé de l'intérêt ou de l'escompte y attire les capitaux; ce qui améliorerait le change et serait de nature à déterminer des importations d'or. Inversement, il faudrait que dans les pays où l'or surabonde, le taux de l'intérêt ou de l'escompte soit assez réduit, de sorte que les capitaux sortiront de ces pays pour aller ailleurs chercher une rémunération plus élevée et par leur exode, les capitaux pourraient déterminer une sortie d'or. Il faudrait donc ainsi qu'il y ait, à la fois,

dans certains pays, abondance d'or et taux de l'escompte ou de l'intérêt réduit, et, dans d'autres pays, pénurie d'or et taux de l'escompte ou de l'intérêt élevé.

Cette association existe souvent en fait, et par conséquent, peut favoriser un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

C'est entre l'or et le taux de l'escompte que ces associations sont les plus fréquentes, d'autant plus que le désir même d'agir sur le mouvement de l'or et des capitaux est parmi les causes qui commandent les variations du taux de l'escompte. Souvent, dans les pays où il y a pénurie d'or, on élève le taux de l'escompte, à dessein, en vue d'attirer les capitaux, d'améliorer le change, et, par voie de conséquence, d'attirer une certaine quantité d'or. Une action importante est donc exercée, dans le sens d'un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or, par la hausse du taux de l'escompte et le mouvement des capitaux, placés à court terme. Le taux élevé de l'escompte, dans les pays où la balance des comptes est déficitaire et où il y a pénurie d'or tend à attirer les capitaux en quête de placements à court terme. Par l'influence qu'ils exercent sur le change du pays qui les reçoit, ces importations de capitaux peuvent s'accompagner d'une importation d'or.

Exemple de l'Allemagne entre 1924 et 1930

En Allemagne, par exemple, il y a eu, depuis 1924, pénurie d'or et taux élevé de l'escompte. Cette situation, entre 1924 et 1930, a favorisé des importations de capitaux et ces importations de capitaux ont permis à l'Allemagne, malgré une balance des comptes déficitaire, d'avoir jusqu'aux événements de ces dernières années, un stock d'or important.

Inversement, le taux réduit de l'escompte dans les pays où la balance des comptes est en excédent et où il y a surabondance d'or, tend à entraîner des exportations de capitaux qui cherchent ailleurs des placements à court terme, plus rémunérateurs et par suite aussi parfois des exportations d'or. Ou tout au moins il empêche les importations d'or d'être trop considérables.

Très souvent le taux de l'intérêt à long terme est bas dans les pays où l'or est abondant et inversement

Des associations de même nature existent souvent aussi entre le montant d'or existant dans un pays et le taux de l'intérêt des capitaux placés à long terme. L'abondance d'or et un solde créiteur important de la balance des comptes, sont fréquemment liés à de larges épargnes, auxquelles il faut donner un emploi, ce qui abaisse le taux de l'intérêt à long terme. L'excédent même de la balance des comptes signifie épargne. C'est

un revenu net laissé par les relations avec l'étranger, revenu non consommé, épargné qui s'ajoute aux épargnes intérieures pour constituer l'épargne totale de la nation, l'excédent total du revenu sur la consommation. Ce montant élevé des épargnes dans les pays à balance des comptes crééditrice est un facteur de faible niveau du taux de l'intérêt.

Inversement, pénurie d'or, solde de la balance des comptes déficitaire, impliquent épargne insuffisante, besoin de capitaux pour les règlements extérieurs et par suite taux élevé de l'intérêt des capitaux placés à long terme.

Ces différences dans le niveau de l'intérêt sont de nature à déterminer des mouvements de capitaux qui tendent à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Les capitaux des pays où il y a à la fois taux d'intérêt réduit, balance des comptes crééditrice et abondance d'or, vont se placer à long terme, dans les pays où il y a pénurie d'or, où la balance des comptes est déficitaire, et ils y vont afin d'y bénéficier du taux d'intérêt plus élevé qu'ils y reçoivent fréquemment.

C'est ainsi, par exemple, qu'avant la guerre, la France était un pays à balance des comptes crééditrice, un pays où, en même temps il y avait abondance d'or et où le taux de l'intérêt était assez faible. Ce faible taux de l'intérêt incitait les capitaux à chercher des placements plus rémunérateurs à l'étranger, et ces placements extérieurs entraînaient une sortie de l'or français, ou, tout au moins, empêchaient une accumulation excessive de l'or en France.

On peut en dire autant de l'Angleterre. Avant la guerre, l'Angleterre était un pays à balance des comptes crééditrice et un pays où le taux de l'intérêt était fort bas. Il est vrai que l'Angleterre n'était pas un pays où il y avait abondance d'or. Mais précisément il n'y avait pas abondance d'or en Angleterre, parce que la politique des placements extérieurs de l'Angleterre était si active, si énergique, que l'or n'arrivait pas à s'y accumuler. L'Angleterre était un pays où l'abondance d'or aurait pu exister, un pays où l'or aurait pu affluer. Il n'y affluait pas, précisément à cause de cette politique de placements extérieurs qui poussait les capitaux anglais vers les autres pays et empêchait l'or de s'amonceler en Angleterre. Sous l'action des différences dans le taux de l'intérêt, les capitaux en quête de placement, en particulier les capitaux en quête de placements à long terme, cherchent ainsi des emplois tels que l'excédent de la balance des comptes des pays crééditeurs serve à combler le déficit des balances des comptes des pays débiteurs.

Exemple de la France et de l'Angleterre avant la guerre.

Et par là s'équilibreront les balances des paiements des uns et des autres.

Par leur action sur le change, ces mouvements des capitaux placés à long terme, peuvent, de même que les mouvements des capitaux placés à court terme, s'accompagner de mouvements d'or, allant des pays riches en or, vers les pays démunis d'or, allant des pays où l'or est en excès, vers les pays où l'or fait défaut, aboutissant de la sorte à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or, ou au moins empêchant un trop grand déséquilibre.

L'action du taux de l'intérêt et de l'escompte sur le mouvement des capitaux a constitué l'action la plus efficace pour orienter le mouvement des capitaux et les déplacements d'or, vers un moindre déséquilibre. S'il n'y avait pas eu les différences que nous avons indiquées dans le taux de l'intérêt, s'il n'y avait pas eu les mouvements de capitaux que nous avons signalés, étant donnée l'existence quasi chronique de soldes créditeurs de la balance dans certains pays, et de soldes débiteurs de la balance dans d'autres, on aurait vu tout l'or des uns émigrer vers les pays à balance créditrice. L'inégalité dans la distribution mondiale de l'or aurait été encore bien plus accusée. Les différences dans le taux de l'intérêt et de l'escompte et les mouvements des capitaux ont fait beaucoup plus pour un moindre déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or que l'action des prix et des mouvements des marchandises, dont parle l'école anglaise, action qui est souvent imaginaire.

§ 6 - Limites à l'action exercée en faveur de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or par les mouvements des capitaux -

Il ne faudrait pas exagérer et substituer à la théorie classique une nouvelle théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, dont le caractère absolu serait erroné. Il ne faut pas prêter à l'action exercée par la différence du taux de l'intérêt et les mouvements des capitaux, une efficacité aussi puissante que celle qui est prêtée à tort par la théorie de l'équilibre automatique aux mouvements des prix et des marchandises.

Il y a, en effet, plusieurs différences importantes entre ce que prétend l'école classique quant à l'action des prix et des marchandises, et l'action effective des mouvements des capitaux et du taux de l'intérêt. Voici quelquesunes de ces différences :

Le mouvement des capitaux tend à un équilibre dans la distribution mondiale de l'or mais ne le réalise pas forcément

I^o- Le déséquilibre de l'or n'implique pas toujours ni ne provoque forcément des différences dans le taux d'intérêt des divers

I^o- D'après la théorie classique, le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or, provoque lui-même, spontanément, un déséquilibre des prix et détermine nécessairement des échanges de marchandises qui vont rétablir l'équilibre. C'est l'effet même du déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or qui entraîne des actions et des réactions, lesquelles rétabliront l'équilibre.

On ne peut pas en dire autant pour l'action des pays qui doivent mouvements des capitaux. Le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or, ne provoque pas forcément des différences dans le taux de l'intérêt des divers pays qui pourraient aboutir à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Ce n'est pas l'or lui-même qui détermine l'inégalité dans le taux de l'intérêt. Ce n'est pas l'or lui-même, le montant d'or, le déséquilibre de l'or qui abaisse ou élève le taux de l'intérêt ou de l'escompte. Il y a souvent une association entre le montant d'or et un certain état du taux de l'intérêt, association propice à un meilleur équilibre de l'or. L'association est fréquente, mais il ne faut pas dire qu'elle est constante, parce qu'elle n'est pas la conséquence même du déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or.

Avant la guerre, il était fréquent en France que l'abondance de l'or, le faible taux de l'intérêt et de l'escompte, existassent simultanément. Alors les capitaux français se dirigeaient vers l'extérieur, entraînant l'or avec eux ou l'empêchant de s'accumuler en France.

En Angleterre, de même, l'association entre la balance des comptes créditrice et le taux réduit de l'intérêt existait souvent et favorisait l'exode des capitaux.

De même, après la guerre, l'association a été constatée souvent.

Aux Etats-Unis, fréquemment le taux réduit de l'intérêt était associé à l'abondance d'or : ce qui, en stimulant les placements des capitaux américains à l'étranger amenait quelques sorties d'or américain ou tout au moins interrompait à diverses reprises les entrées d'or aux Etats-Unis.

En Allemagne, après la stabilisation du mark, il y avait à la fois pénurie d'or et taux de l'escompte élevé; ce qui a favorisé les mouvements des capitaux vers l'Allemagne et a aidé à la reconstitution de l'encaisse or de la Reichsbank, avant les événements des dernières années qui ont de nouveau épuisé cette encaisse.

Mais, cette association entre le taux de l'intérêt

Il peut y avoir abondance d'or dans un pays et taux de l'escompte élevé

ou de l'escompte et l'état de l'or ne s'observe pas toujours. Le taux de l'intérêt ou de l'escompte ne dépend pas seulement des relations d'un pays avec l'étranger. Il obéit aussi à des facteurs intérieurs. Et il peut y avoir ainsi majoration du taux de l'escompte dans un pays sans qu'il y ait aucune pénurie d'or. La majoration du taux de l'escompte peut, par exemple, être due, à une grande activité économique intérieure ou encore à une activité boursière considérable qui déterminent des demandes de crédit très importantes, et amènent les banques à relever le taux de l'intérêt ou de l'escompte. La hausse du taux de l'intérêt ou de l'escompte tendra alors à faire affluer des capitaux et peut être de l'or dans un pays où cependant il y a déjà pléthora de capitaux et d'or.

Exemple de l'Amérique en 1928-

C'est ce qui est survenu aux Etats-Unis en 1928-1929. Il y avait alors surabondance d'or aux Etats-Unis et cependant il y a eu élévation du taux de l'intérêt pour les placements à court terme. Surtout élévation du taux du call money à la Bourse, des prêts à vue, et cela cause d'une spéculation boursière excessive. Le taux du call money est monté à des niveaux extravagants. D'où afflux des capitaux étrangers aux Etats-Unis, élévation du cours du dollar quant au change et importation d'or en Amérique. Cet or, ces capitaux qui accourraient aux Etats-Unis, venaient de tous les pays du monde. Ils venaient, en particulier, de pays où il y avait pénurie d'or, comme l'Angleterre et l'Allemagne. L'élévation du taux de l'escompte, cette fois, au lieu d'être un facteur d'amélioration de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, tendait à aggraver le déséquilibre.

Exemple de l'Angleterre en 1928 et 1930 : pénurie d'or et taux de l'escompte très bas

Voici un second exemple de dissociation entre l'or et le taux de l'escompte : en Angleterre, en 1928 et encore en 1930, on a maintenu le taux de l'escompte très bas, en dépit de la pénurie d'or qui sévissait dans ce pays. Les banques agissaient ainsi, pour favoriser l'industrie anglaise qui souffrait de la difficulté d'exporter. Seulement ce taux d'intérêt très bas, en Angleterre, accentuait encore les placements extérieurs, déterminait des sorties d'or, à un moment où l'or était déjà en quantité très faible dans le pays. Et ces sorties d'or aggravaient le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or.

Exemple français : abondance d'or; taux d'intérêt élevé

Voici un troisième exemple relatif à la France depuis le printemps 1934. Le taux de l'intérêt à long terme, en France, a bien un peu baissé depuis un an, mais il reste excessivement élevé, absurdement élevé, eu égard à l'abondance des capitaux et de l'or

en France. Ce taux élevé de l'intérêt a favorisé depuis Mars 1934 les importations de capitaux et d'or dans notre pays, en même temps, il est vrai, que d'autres facteurs. Donc, afflux d'or, dans un pays où il y a déjà beaucoup d'or.

On n'a pas, dans l'action de l'intérêt et des mouvements des capitaux en faveur d'un moindre déséquilibre de l'or, un mécanisme analogue à celui qu'invoque la théorie de l'équilibre automatique par le jeu des prix et les mouvements des marchandises. Ce n'est pas un mécanisme dont tous les rouages se commandent mutuellement et qui est toujours et nécessairement mis en mouvement. Parfois, la réunion des rouages a lieu, et le mécanisme fonctionne. Il y a une tendance à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Mais parfois aussi, le contraire peut se produire. La différence du taux de l'intérêt ou de l'escompte entre les divers pays est bien un facteur favorable à un meilleur équilibre de l'or. Mais parfois ce facteur manque.

2°. L'action

de l'intérêt et
des mouvements

de capitaux, même
quand elle s'exerce peut ne pas continuer jusqu'à complet équilibre de l'or.

Ainsi il y a toujours eu trop d'or avant guerre

2°- Seconde différence entre la théorie de l'équilibre automatique et l'effet que l'on peut observer pour les mouvements des capitaux :

D'après la théorie de l'équilibre automatique par le jeu des prix et le mouvement des marchandises, le mécanisme qui doit rétablir l'équilibre fonctionne jusqu'à complet rétablissement de cet équilibre. Tant que l'équilibre complet n'est pas assuré, le déséquilibre qui subsiste continue de mettre en mouvement le mécanisme qui conduit au retour à l'équilibre. Au contraire, l'action de l'intérêt et des mouvements des capitaux, même quand elle a commencé de s'exercer, peut ne pas continuer jusqu'au complet rétablissement de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

Nous avons dit qu'avant la guerre, les placements de capitaux français à l'étranger étaient considérables. Cependant, ils ne sont jamais allés jusqu'au point où un véritable équilibre s'instituait dans la répartition de l'or entre la France et l'étranger. Il y a eu toujours beaucoup d'or, trop d'or, en France, un stock d'or proportionnellement plus important que celui des autres pays, sans que les placements extérieurs de la France aient continué jusqu'à un parfait établissement de l'équilibre.

De même, après la guerre, les larges placements extérieurs des Etats Unis, ont certainement empêché le déséquilibre plus grand qui aurait pu exister dans la distribution mondiale de l'or. Cependant ces placements extérieurs n'ont jamais été si considérables qu'ils aient réussi à rétablir l'équilibre dans la

répartition mondiale de l'or.

D'après la théorie de l'équilibre par le jeu des prix des marchandises, si le déséquilibre des prix cesse, le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or cesse aussi.

Il n'en est pas de même dans notre cas. Il pourrait se faire que les placements extérieurs des pays riches en or, soient assez considérables pour déterminer un nivellement mondial du taux de l'intérêt, sans que cependant soit assuré, en même temps, l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Il n'y a pas ici cette liaison fatale, nécessaire, entre l'or et le taux de l'intérêt, analogue à la liaison fatale, nécessaire, entre les prix et l'or qui existe dans la théorie automatique.

Supposons un taux de l'escompte ou de l'intérêt bas aux Etats-Unis qui détermine des sorties de capitaux américains. Il peut très bien arriver que ces larges sorties de capitaux américains finissent par entraîner un certain nivellement entre le taux de l'intérêt aux Etats-Unis et dans les pays où afflue l'or américain. Alors les placements américains à l'étranger cesseraient puisque disparaîtrait la différence dans les taux de l'intérêt qui favorisait les placements. Cependant, il peut très bien se faire qu'il n'y ait pas d'équilibre quant à l'or. Et comme la balance des comptes des Etats Unis continuerait à présenter des excédents, faute de placements des capitaux, l'or recommencerait à affluer aux Etats-Unis.

L'action de l'intérêt et des capitaux ne donne donc pas l'espoir d'un parfait équilibre dans la distribution mondiale de l'or, ainsi que la théorie classique de l'équilibre par le jeu des prix des marchandises. Seulement, l'espoir que donne la théorie classique est un faux espoir. Mieux vaut une action qui promet peu et qui s'exerce quelquefois, qu'une théorie qui promet tout et qui ne donne rien.

3°- Troisième différence : L'action du taux de l'intérêt et des mouvements des capitaux n'est pas une action qui s'exerce automatiquement, sûrement, en dehors de la volonté des hommes. Lorsqu'il s'agit de la théorie de l'équilibre par les mouvements des prix et des marchandises, le mécanisme fonctionne automatiquement, fatallement. Ici, au contraire, même lorsque sont réunies les conditions techniques favorables à une action du taux de l'intérêt, cette action peut ne pas se manifester, parce que certains obstacles peuvent lui être opposés par les gouvernements, par exemple, ou encore, parce que certains ob-

3°- L'attraction du taux de l'escompte sur les capitaux étrangers est parfois mise en échec.

obstacles proviennent de conditions psychologiques.

Du côté des pays riches en capitaux, du côté des pays prêteurs, ces obstacles peuvent consister, comme ce fut le cas longtemps pour la France d'après guerre, dans des interdictions d'exportation des capitaux ou dans des impôts très élevés sur les valeurs étrangères, ou dans la nécessité d'autorisations gouvernementales qui sont difficiles à obtenir. Ces divers obstacles ont empêché les placements extérieurs de la France pendant un certain nombre d'années.

Du côté des pays emprunteurs, du côté des pays où il y a pénurie d'or, ces obstacles peuvent consister en impôts trop élevés; Ils peuvent consister dans l'injustice des doubles impositions qui frappent les valeurs, à la fois dans le pays prêteur et dans le pays emprunteur, et qui réduisent tellement les revenus, que les placements ne sont pas favorisés.

Effets de l'insécurité
Mais, surtout l'obstacle du côté des pays emprunteurs, résulte de l'insécurité; C'est cet obstacle qui, dans ces dernières années, a empêché les mouvements des capitaux favorables à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

Les pays emprunteurs ont toujours eu tendance, lorsque se pose la question de l'accumulation de l'or, à regarder du côté des pays prêteurs et à critiquer l'accumulation de l'or qui s'y observe. Récriminations assez vaines. Ce qu'il faut pour que les pays prêteurs consentent de larges placements extérieurs, ce n'est pas de leur demander de façon pressante ou avec hauteur. Ce qu'il faut, c'est que les pays emprunteurs inspirent confiance. Ce qu'il faut, c'est la confiance dans la solvabilité des pays emprunteurs, dans leur capacité de tenir leurs engagements en même temps que des taux d'intérêt rémunérateurs. Une sécurité politique, économique, monétaire, une volonté certaine de payer, attirent plus aisément les capitaux et l'or de l'étranger que des injonctions adressées au nom de la solidarité internationale aux pays riches en or.

Lorsqu'en 1926, la stabilité monétaire a été assurée, en France, les capitaux et l'or se sont mis à y affluer. La stabilité économique, politique et monétaire, peut entraîner les mêmes conséquences dans d'autres pays et notamment dans ceux qui ont bescin d'or. Il dépend d'eux, pour la plus large part, que l'action résultant des différences dans le taux de l'intérêt des capitaux, conduise à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or. En l'absence de cette sécurité, les différences dans le taux de l'intérêt ou de l'escompte, ne suffiraient pas à favoriser le mouvement des capitaux nécessaire à un

meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Il ne suffirait pas que le taux de l'intérêt soit plus élevé dans un pays pour que les capitaux y accourent. Si les capitalistes craignent de perdre tout leur argent, les capitaux resteront où ils sont et n'émigreront pas.

§ 7 - L'or dirigé -

Nous avons parlé jusqu'ici des mouvements spontanés de l'or. Nous avons montré que ces mouvements spontanés peuvent tendre à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or, mais ajouté que cela n'est pas sûr, ce qui explique la persistance de graves déséquilibres dans la distribution mondiale de l'or et l'accentuation du déséquilibre dans une période d'insécurité politique, économique et monétaire comme la nôtre.

Mais, à côté des mouvements spontanés de l'or, il faut faire une place aux mouvements dirigés de l'or, aux déplacements de l'or dus à la volonté des Instituts d'émission. Les Banques centrales ont agi sur les déplacements de l'or de deux façons :

D'une manière indirecte, par leur politique de crédit, et notamment par leur politique de taux de l'escompte.

D'une manière plus directe, par des acquisitions d'or sur le marché ou auprès d'autres instituts d'émission.

Nous avons déjà parlé du taux de l'escompte à propos du mouvement spontané de l'or, parce qu'il y a des variations du taux de l'escompte qui ne sont pas dues à la volonté des banques d'agir sur le déplacement de l'or, de sorte que les mouvements de l'or qui en résultent ne peuvent pas être considérés comme dirigés. Maintenant, nous devons en parler à nouveau, car le jeu du taux de l'escompte constitue un des principaux procédés employés par les banques pour diriger l'or, pour commander les mouvements de l'or.

Les banques élèvent le taux de l'escompte quand elles veulent attirer dans le pays l'or étranger ou quand elles veulent empêcher l'or national de fuir à l'extérieur. La politique de la Banque d'Angleterre, de la Reichsbank, est riche en multiples exemples d'élévation du taux de l'escompte visant à ce but.

Au contraire, les banques abaissent le taux de l'escompte quand elles estiment n'avoir plus besoin de défendre leur encaisse ou de faire appel à l'or étranger. Et, souvent, elles abaissent le taux de l'escompte dès qu'elles le peuvent, le niveau du taux de l'

I- Politique
du taux d'es-
compte

escompte étant une entrave au développement économique national.

Politique de solidarité internationale

Parfois, il est arrivé, depuis la guerre, que certaines banques d'émission aient réduit leur taux d'escompte, non pas pour des raisons tenant à leur propre pays, mais pour maintenir la bonne tenue du change dans tel pays étranger, pour maintenir dans ce pays une couverture métallique assez considérable. Les progrès de la solidarité internationale ont été manifestés dans ce domaine avant même la constitution de la Banque des règlements internationaux, qui permettra d'aller plus loin dans la même voie.

Ces abaissements, par solidarité, du taux de l'escompte, ont été naturellement faits par des banques riches en or, des banques désireuses de prêter leur appui, dans l'intérêt de la stabilité mondiale, aux banques d'autres pays. En fait, ce fut principalement pour aider la Banque d'Angleterre. Des diminutions du taux de l'escompte dans les banques fédérales de réserve américaines ont été inspirées par des motifs de cette nature. Par exemple, au cours du second semestre 1927, elles ont abaissé le taux de l'escompte en particulier pour empêcher l'exode de l'or anglais; De même dans le premier semestre 1931.

Fait de même nature, en France, après la crise de 1929. Pendant la prospérité antérieure à la crise, la Banque de France n'avait pas augmenté le taux de son escompte. Elle aurait pu, par conséquent, se dispenser de l'abaisser après la crise. Elle l'a cependant fait, pour soutenir la politique des banques des autres pays, pour entraver des importations excessives d'or en France, empêcher les exportations d'or des pays qui en manquaient.

L'action des banques, par le taux de l'escompte, peut assurément aider à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or. L'équilibre qui ne s'effectue pas automatiquement, peut se rétablir par la volonté des banques centrales opérant au moyen du taux de l'escompte.

L'action des banques sur l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or par les mouvements du taux de l'escompte peut conduire à certains résultats, mais il ne faudrait pas exagérer l'efficacité du taux de l'escompte pour un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

En Angleterre, jusqu'en Février 1929, la Banque d'Angleterre avait maintenu son taux d'escompte à 4 I/2%. A partir de ce moment, le taux de l'escompte est successivement élevé pour atteindre 6 I/2% en Septembre. Le but visé était d'arrêter l'exode de l'or,

Efficacité relative du taux de l'escompte sur l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

mais ce but n'a pas pu être atteint. Pendant toute une partie de 1929, on constate que l'or anglais fuyait vers les Etats-Unis, accompagnant un exode des capitaux anglais, qui se portaient vers l'Amérique, pour participer à la spéculation boursière de cette époque ou pour bénéficier des taux d'intérêt très élevés, que les spéculateurs versaient aux capitalistes prêteurs. La hausse du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre n'empêcha donc pas cet exode de l'or. L'enseignement à tirer est qu'il ne suffit pas qu'une banque élève beaucoup son taux d'escompte, pour empêcher la fuite du métal jaune. Il faut encore qu'elle arrive à l'élever au-dessus du taux des autres pays.

Pendant le second semestre de 1929, les faits auxquels nous avons assisté ont été encore plus curieux : à cette époque, l'or anglais fuyait vers la France. Cependant le taux de l'escompte en Angleterre était monté, comme nous venons de le dire, jusqu'à 6 I/2%, alors que le taux de la Banque de France était de 3 I/2%. Ainsi, l'or fuyait, non pas du pays où le taux de l'escompte était bas vers celui où il était élevé, mais il allait d'un pays où le taux de l'escompte était élevé vers un pays où le taux de l'escompte était bas, et la différence était grande, puisqu'il y avait une marge de 3 points entre le taux de l'escompte anglais et le taux de l'escompte français.

Beaucoup de publicistes anglais s'étonnaient de ce mouvement, qui nuisait à leur pays et qui, d'autre part, ne leur paraissait, ni logique, ni orthodoxe. La Banque de France n'y était cependant pour rien. Elle ne pouvait faire plus qu'abaisser le taux de l'escompte pour empêcher l'or anglais d'arriver en France, et cependant il continuait d'y affluer. Le mouvement était dû à des rapatriements de capitaux français, placés jusque là en Angleterre, rapatriements auxquels procédaient les banques privées françaises, parce qu'elles avaient besoin de leurs capitaux en France pour leurs échéances.

Des mouvements de cette nature, auraient pu difficilement se produire en 1927 ou dans le premier semestre de 1928, parce que nous étions alors, en France, au système du gold exchange standard. Dans ce système, alors appliqué en France, les banques acceptent des devises contre billets et donnent aussi des devises contre billets. Dans le système du gold exchange standard, la convertibilité est une convertibilité, soit en or, soit en devises.

En 1927 et au premier semestre de 1928, nous é-

tions en période de stabilisation de fait du franc. Pendant cette période, la Banque de France s'était déclarée prête à convertir en devises les billets qu'on lui présentait et en sens inverse, à acheter au prix fixé les devises qu'on lui offrait. Si à cette époque les banques privées françaises qui avaient des livres placées en Angleterre, avaient besoin de francs pour leurs échéances en France, elles n'étaient pas obligées de rapatrier leurs livres, de vendre des livres; Il leur suffisait de les porter à la Banque de France, qui leur donnait en échange des francs, et c'est la Banque de France qui gardait ces livres à la place des banques privées. Les livres restaient placées en Angleterre.

Mais, à partir du 25 Juin 1928, le gold exchange standard a cédé la place au gold bullion standard. La Banque de France est tenue de convertir les billets en lingots d'or, elle ne peut plus les convertir en devises. Lorsque les banques privées françaises, qui ont fait des placements à Londres, ont eu besoin de francs, elles ne pouvaient plus céder leurs livres à la Banque de France pour avoir des francs. Elles ne pouvaient que mettre leurs livres sur le marché. La vente des livres sur le marché entraîna la baisse du cours de la livre, qui finit par tomber au dessous du point de sortie de l'or d'Angleterre, et l'or venait d'Angleterre en France.

La situation est un peu analogue en Août 1931 : le taux de l'escompte d'Angleterre est élevé à 4 1/2%. Il était sensiblement plus bas; il était à 2% à la Banque de France. Différence de deux points et demi, et cependant l'or sortait d'Angleterre. La Banque de France est même intervenue alors sur le marché par des achats de livres pour soutenir la livre sterling. Comme l'exode continuait la France et les Etats-Unis consentirent un important crédit à l'Angleterre. Ceci n'a pas suffi. L'hémorragie de l'or anglais continuait. En septembre 1931, pour sauver son or la Banque d'Angleterre a dû renoncer à l'étalon-or, à la convertibilité en or des billets.

La leçon à tirer de ces faits, ce n'est pas que le taux de l'escompte n'agit pas sur le mouvement de l'or et des capitaux; Si les banques françaises avaient tant de capitaux placés en Angleterre, c'est justement parce que le taux de l'escompte plus élevé en Angleterre les avait poussées à y envoyer leurs capitaux. Il faut seulement dire que si le taux de l'escompte plus élevé a une puissance d'attraction sur les capitaux étrangers, il se peut que cette puissance, il ne la conserve pas constamment. Il peut y

avoir des facteurs divers, qui tout de même entraînent le reflux de l'or vers l'étranger. Le taux de l'escompte attire bien l'or étranger, mais il n'est pas sûr que cette attraction continue. Et il n'est pas sûr que l'élévation du taux de l'escompte réussisse toujours à retenir l'or qu'elle a attiré.

La défiance envers la monnaie peut empêcher l'élévation du taux de l'escompte de produire ses effets

Un autre enseignement c'est que si intervient le facteur psychologique, la défiance envers la monnaie du pays qui élève son taux d'escompte, des majorations, même massives, du taux de l'escompte, n'empêcheront pas la fuite de l'or. C'est ce qui a été constaté en septembre 1931, en Angleterre. A ce moment, la raison de la fuite de l'or de l'Angleterre c'était qu'on savait que l'Angleterre avait fortement prêté à l'Allemagne, que vraisemblablement l'Allemagne ne pourrait pas rembourser et que, par conséquent, l'Angleterre elle-même ne pourrait peut-être pas non plus tenir ses engagements. Ce sont ces craintes qui ont entraîné le rapatriement des capitaux.

De même, à maintes reprises, on a constaté, en Allemagne, qu'une élévation, même très considérable du taux de l'escompte, n'empêchait pas la fuite de l'or, parce que les capitalistes voulaient bien avoir un revenu élevé pour leurs capitaux, mais ils préféraient avoir la sécurité pour le capital lui-même.

Dans d'autres occasions, on constate que par le taux de l'escompte on agit bien sur le métal précieux, le taux de l'escompte élevé attire bien les capitaux étrangers, mais que ces mouvements, loin de rétablir l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, peuvent parfois agraver le déséquilibre. Les variations du taux de l'escompte sont parfois dues uniquement à des causes internes. Mais ces variations peuvent avoir des effets externes, provoquer des mouvements de l'or, qui n'étaient ni désirés, ni désirables. Ainsi, comme nous l'avons déjà indiqué, par exemple aux Etats-Unis, depuis le début de 1928, les banques fédérales de réserve ont progressivement élevé leur taux d'escompte pour agir sur des faits économiques intérieurs, pour diminuer le volume des crédits qui se portaient vers la Bourse et réfréner la spéculation boursière. Mais, cette hausse du taux de l'escompte, quoiqu'elle n'ait eu que des raisons internes, devait nécessairement agir sur l'extérieur, avoir des effets externes, agir sur le mouvement de l'or.

Entre Juillet 1928 et Octobre 1929, quelque 300 millions de dollars-or ont été importés aux Etats-Unis en provenance d'Angleterre et d'autres pays, importations provoquées par la hausse du taux de l'escompte des banques fédérales de réserve et aussi par

l'ascension des cours à la Bourse, ainsi que par la hausse extrême, à certains moments, du call money. Les Banques fédérales n'avaient nullement le désir de favoriser les importations d'or; elles estimaient qu'il y avait déjà beaucoup trop d'or aux Etats-Unis. La hausse du taux de l'escompte, qui n'avait que des causes internes, a exercé cependant une influence sur le mouvement de l'or, a accru la quantité de l'or dans un pays où il était déjà surabondant et l'a diminuée dans des pays où il y avait plutôt pénurie.

Ainsi, nous voyons que le taux de l'escompte peut, certes, exercer une influence dans le sens d'un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or, mais :

1° - cette influence n'est pas certaine; il y a des moments où elle ne se produit pas;

2° - Le taux de l'escompte peut, dans certaines circonstances, aggraver le déséquilibre dans la répartition mondiale de l'or.

Les banques d'émission ont eu recours à un second procédé encore, pour agir sur le mouvement de l'or : elles ont procédé à des acquisitions d'or directes. Dans ces dernières années, surtout avant 1931, ce fut un procédé fréquemment employé par les banques européennes, pour augmenter leur encaisse-or.

Pendant la guerre et les années qui ont suivi la guerre, de larges fractions de l'or qui existait en Europe, soit dans la circulation monétaire, soit dans l'encaisse des banques, avaient fui aux Etats-Unis. Le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or, qui existait à ce moment, consistait surtout dans l'accumulation de l'or aux Etats-Unis. C'étaient les Etats-Unis, qui apparaissaient les seuls accapareurs de l'or. Aussi, lorsque la stabilisation monétaire et l'établissement ou le rétablissement de l'étalon-or ont pu être envisagés dans divers pays d'Europe, les banques centrales européennes se sont elles efforcées de reconstituer le stock d'or que leurs pays possédaient avant la guerre.

Vers 1930-1931, on pouvait voir qu'une des caractéristiques principales des mouvements de l'or, c'était l'accroissement considérable de l'encaisse-or des instituts d'émission : la Banque de France, la Banque d'Angleterre, la Reichsbank elle-même, à certains moments, avaient des encaisses-or notablement supérieures à leurs encaisses de 1913.

Une large fraction de ce gonflement de l'encaisse des banques centrales européennes, avait comme contre partie la disparition presque entière de la circulation intérieure de l'or. Autrefois, il y avait de l'or dans

Les acquisitions directes d'or par les banques d'émission.

les banques d'émission, mais il y en avait aussi dans la caisse des particuliers. Aujourd'hui, il n'y a plus guère d'or que dans les banques d'émission. Mais dans beaucoup de banques d'émission, l'or qui a grossi leur encaisse, n'a pas été simplement pris à l'intérieur, car il avait fui au dehors. Il a été pris à l'étranger : acheté en Angleterre ou importé des Etats Unis. C'est ainsi, notamment, que 500 millions de dollars-or ont été exportés des Etats-Unis, du milieu de 1927 au milieu de 1928, en grande partie pour être acheminés vers la France.

Cette exportation, à ce moment-là, signifiait le retour à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or, puisque l'or allait des Etats-Unis, où il était surabondant, vers l'Europe qui avait besoin de refaire son stock, et vers la France, qui avait perdu une bonne partie de son or.

Mais, l'or ainsi introduit ou réintroduit en Europe, ne l'a pas été par application de la théorie qui affirme la tendance à l'équilibre automatique dans la distribution mondiale de l'or. L'or exporté des Etats-Unis ne l'a pas été en vertu du mécanisme décrit par cette théorie ; on n'a pas assisté, en 1927-1928 à une hausse soudaine des prix américains, suivie de gros excédents d'importations de marchandises aux Etats Unis, marchandises que ce pays aurait payées en exportant son or. Pas plus en 1927-1928 qu'auparavant, on n'a vu jouer le mécanisme, qui aurait dû automatiquement faire sortir l'or des Etats-Unis pour le diriger vers l'Europe. Ce ne furent pas, d'ordinaire, des réactions spontanées, des forces naturelles qui ont déterminé jusqu'en 1931 un certain retour de l'or en Europe. C'est la volonté des banques d'émission européennes, c'est la politique d'accroissement de leur encaisse-or délibérément poursuivie par elles, qui a amené quelques modifications dans la distribution du métal précieux. C'est une intervention directe sur le marché de l'or.

Ainsi, l'augmentation des encaisses des banques centrales européennes a pu avoir lieu, sans excédent d'importations de marchandises aux Etats-Unis, sans balance favorable de l'Europe par rapport aux Etats Unis.

D'ailleurs, s'il y a eu alors une certaine amélioration de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, grâce à cette politique des banques d'émission, cette amélioration n'a pas persisté. D'une part, il y a eu de nouveaux reflux de l'or vers les Etats-Unis. Après 1928, après cet exode de 500 millions de dol-

lars-or, dont nous avons parlé tout à l'heure, ce furent, au contraire, des importations d'or aux Etats-Unis qu'on a constatées en 1929, et d'autre part, on a constaté des importations considérables d'or vers la France. Au début, ces importations d'or étaient plutôt un facteur de meilleur équilibre. La France constituait son encaisse-or. Mais bientôt la Banque de France avait une encaisse représentant à peu près à la fois ce qu'il y avait d'or dans la caisse de la Banque avant la guerre et ce qu'il y avait d'or chez les particuliers. Seulement, les entrées d'or ne se sont pas arrêtées là; Elles ont continué, de sorte que maintenant le mouvement d'or, qui se porte vers la France, n'est plus facteur d'équilibre mais de déséquilibre. Aujourd'hui, il y a deux pays accapareurs d'or, les Etats-Unis et la France, et non pas seulement les Etats-Unis, comme pendant la période 1920-1925. Au contraire, on a vu fuir l'or d'autres pays : d'Angleterre, à certains moments; d'Allemagne, surtout depuis 1931; l'Allemagne a à peu près perdu tout son or.

Si donc, les banques centrales européennes ont réussi, par leur intervention sur le marché, à agir dans le sens d'un meilleur équilibre dans la distribution de l'or, les mouvements spontanés de l'or qui ont eu lieu depuis 1929 environ ont aggravé le déséquilibre.

Après septembre 1931, de nouveau les banques d'émission européennes ont agi directement sur le mouvement de l'or, mais c'était pour des buts différents de ceux qu'elles avaient eus auparavant. Plusieurs banques européennes se sont mises à accroître leur encaisse-or, mais c'était parce qu'elles voulaient se défaire de leurs dollars. En Septembre 1931, on a vu la livre se détacher de l'or, et se déprécier, ce qui a entraîné des pertes importantes pour plusieurs banques centrales européennes qui possédaient des livres qui estimaient jusque là que la livre valait l'or. Ces pertes sur la livre leur ont fait craindre de subir un jour des pertes identiques sur le dollar. Le gold exchange standard, qui signifie convertibilité en devises et or et non pas seulement en or, était appliqué par plusieurs banques centrales. Même celles qui, comme la Banque de France, ne pratiquaient plus ce système, à partir du milieu de 1928, avaient encore un gros portefeuille de devises, qui leur était resté de la période où le gold exchange standard avait été pratiqué. La France et d'autres pays, se sont mis à se défaire de leurs dollars estimant que ces devises ne présentaient plus la même sécurité qu'autrefois. Ils

ont vendu des dollars et un exode d'or américain s'est produit alors vers les pays européens. Cependant, on ne peut pas dire que tout dans ce mouvement aménait un meilleur équilibre dans la distribution de l'or, puisqu'une grande partie de cet or sorti des Etats-Unis allait vers la France. Il n'est sorti d'un pays où l'or était surabondant que pour aller vers un autre pays où il l'était également.

Ainsi, nous voyons, en résumé, que l'intervention directe des banques pour acquérir de l'or, de même que le jeu du taux de l'escompte, tendent assurément souvent à améliorer l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Mais il faut reconnaître que cette intervention aboutit parfois, au contraire, à agraver le déséquilibre.

§ 6 - L'aggravation du déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or conduit à un nouveau mouvement doctrinal concernant l'or et les théories quantitatives de la monnaie.

Le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or a toujours existé, mais depuis la guerre, ce que nous avons dit a montré qu'il s'est fortement accentué.

Nous rappelons que les Etats-Unis, à la fin de 1914, ne détenaient qu'un milliard 800 millions de dollars-or. Aujourd'hui, en Janvier 1935, ils en ont pour 8.300 millions. Il est vrai qu'il s'agit de dollars dévalués. Mais 8.300 millions de dollars dévalués équivalent à peu près à 5 milliards de dollars-or d'autrefois. On voit donc la grande différence. De 1.800 à 5 milliards, c'est un accroissement de 3.200 millions de dollars-or.

La France, qui possédait, soit dans la Caisse de la Banque de France, soit en circulation chez les particuliers, quelque 8 milliards d'or, soit 40 milliards en francs d'aujourd'hui, en possède actuellement 82 milliards.

Ensemble, les Etats-Unis et la France détiennent plus des 3/5 du métal précieux et il ne reste que 2/5 pour tous les autres pays.

Nous n'avons pas le temps d'insister sur le détail des raisons qui ont amené cette aggravation du déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or. Nous renvoyons sur ce point à notre livre : "L'or et sa distribution mondiale". Mais, on peut dire qu'avant la guerre, le principal facteur, qui empêchait un trop grand déséquilibre dans la distribution mon-

Accentuation
après la guerre
du déséquilibre dans la
distribution mondiale de
l'or

L'influence
des placements
extérieurs à
à long terme
avant la guerre

diale de l'or, consistait dans les mouvements internationaux des capitaux, dans les placements extérieurs, principalement à long terme. Les pays créateurs plaçaient les excédents de leur balance des comptes à l'étranger, de manière à combler le déficit de la balance des autres pays. La politique des placements extérieurs était suivie de certains mouvements d'or qui corrigeaient, dans le sens de l'équilibre, l'influence qu'exerçaient, dans le sens du déséquilibre, les excédents permanents de la balance des comptes des pays créateurs.

La plus forte différence maintenant, avec ce qui existait avant la guerre, paraît consister dans le changement de la politique des placements de certains pays créanciers. Bien des obstacles ont amoindri les placements extérieurs des nations créatrices : intervention du législateur, parfois. Aujourd'hui, l'insécurité politique et monétaire chez les pays débiteurs. Ces obstacles ont paralysé les mouvements des capitaux susceptibles de corriger l'influence de la balance des comptes et de conduire à un meilleur équilibre dans la répartition de l'or. Dans ces derniers temps, l'insécurité a entraîné une aggravation du déséquilibre et a souvent déterminé des mouvements de capitaux et d'or vers des pays où l'or déjà surabondait. L'or, comme nous avons eu déjà l'occasion de le dire, a continué à attirer l'or, au lieu que l'or chasse l'or.

Cette aggravation du déséquilibre depuis la guerre, dans la distribution mondiale de l'or, a favorisé la naissance de certaines théories, a stimulé un certain mouvement doctrinal sur la question de l'or et les théories quantitatives de la monnaie. Nous voudrions nous y arrêter un instant.

Ces conceptions nouvelles, récentes, peuvent être liées aux conceptions anciennes, dont nous avons déjà parlé. On peut y trouver le dernier stade d'une évolution assez curieuse.

Au premier stade de cette évolution, on est en présence des conceptions de l'économie classique, que nous avons déjà exposées à propos de la première forme de la théorie quantitative de la monnaie. Trois thèses se trouvent étroitement associées dans ces conceptions relativement à l'or et à la théorie quantitative de la monnaie.

Il y a, nous le rappelons, ce que nous avons dénommé la théorie quantitative nationale basée sur l'or, d'après laquelle, les prix, dans chaque pays, dépendent de la quantité d'or qui s'y trouve. Il y a, de deuxièmement, la théorie quantitative internatio-

L'évolution des conceptions sur la question de l'or et des théories quantitatives de la monnaie

1er stade

nale basée sur l'or, d'après laquelle, les prix mondiaux dépendent des variations dans les stocks d'or mondiaux, autrement dit de la production de l'or. Et il y a, servant de pont entre ces deux théories, la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, d'après laquelle chaque stock d'or national tendrait à demeurer en équilibre avec les stocks d'or des autres pays, c'est-à-dire avec le stock d'or mondial.

De cette façon, dans chaque endroit, le niveau des prix déterminé par le stock d'or national devait apparaître à peu près le même que le niveau des prix mondial, déterminé par le stock d'or mondial, puisqu'il y avait équilibre entre les deux stocks, stock national et stock mondial. La théorie quantitative nationale et la théorie quantitative internationale basée sur l'or, se vérifiaient toutes deux, s'appliquaient toutes deux et aboutissaient aux mêmes effets sur le niveau des prix, grâce à la théorie de l'équilibre dans la répartition mondiale de l'or. Les trois théories jouaient de concert, se prêtaient un mutuel appui, formant par leur union un ensemble cohérent.

Nous sommes passés ensuite à une seconde phase de l'évolution, caractérisée par des doutes qui sont apparus sur certaines des trois thèses primitives, doutes, et parfois même abandon.

Déjà avant la guerre, la troisième théorie, la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, pouvait apparaître, à certains, assez peu défendable à cause des nombreux exemples d'inégalité qu'on avait pu constater dans la distribution mondiale de l'or. On pouvait observer, à certains moments, que le stock du métal jaune augmentait grandement, de façon durable, dans certains pays, tels que la France, alors que d'autres pays restaient démunis d'or et sans que l'on constatât l'action de ce mécanisme régulateur, qui aurait dû ramener par la migration spontanée de l'or, l'équilibre dans sa distribution.

Lorsqu'on cherchait, par exemple, ce qu'était devenu l'or extrait des mines durant un certain temps antérieur, on découvrait, dans la mesure où l'on possédait des statistiques dignes de foi, que cet or n'avait pas toujours reçu une destination harmonieuse, qu'il ne s'était pas réparti, dans une proportion rationnelle, entre les différents pays. Certaines contrées en avaient été les principales bénéficiaires, alors que d'autres n'en avaient obtenu rien ou presque rien.

Déjà avant la guerre, par conséquent, existaient des déséquilibres, analogues à ceux qu'on allait cons-

tater après la guerre, mais moins accusés. En raison de ce fait, la foi dans la troisième thèse, la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, tendait à décliner.

De même, la foi dans une autre des trois thèses, dans la théorie quantitative nationale basée sur l'or. Si, en effet, l'or était distribué assez inégalement sur le globe, on remarquait cependant que l'une des thèses de l'école classique, à savoir la tendance à un certain équilibre des prix mondiaux, n'était pas trop démentie par les faits. Il n'y avait pas trop grandes disparités dans les prix des différents pays. De plus et surtout, on constatait l'existence de variations générales des prix, dans les divers pays, assez synchroniques. Il semblait donc bien que l'équilibre des prix mondiaux subsistait, approximativement, alors que cependant il n'y avait pas, dans les divers pays, un stock d'or national à peu près proportionnel, puisque ne jouait pas la tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Les prix pouvaient, ainsi, monter, dans certains pays, alors que cependant le stock d'or ne s'y était pas accru ou y avait même diminué. Le niveau des prix, dans tel pays, pauvre en or, restait à peu près identique au niveau des prix dans tel autre pays riche en or.

Aussi, chez nombre de partisans de la théorie quantitative de la monnaie, en même temps que déclinait la foi en la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, déclinait aussi la foi dans la théorie quantitative nationale basée sur l'or.

Dans cette deuxième phase de l'évolution, qui est du reste celle où se tiennent encore la plupart des adeptes de la théorie quantitative de la monnaie, on ne fait plus dépendre les prix, dans un pays, de la quantité d'or qui s'y trouve. On ne le fait plus, parce que des changements très différents dans les stocks d'or nationaux coïncident cependant avec des mouvements des prix à peu près parallèles. On subordonne les prix nationaux, non plus au stock d'or existant dans le pays, mais à l'ensemble de la monnaie : monnaie métallique et billets, à ce que représente la lettre M dans l'équation de Irving Fisher. Ou même on fait dépendre les prix nationaux à la fois de l'or, des billets, des dépôts et de la vitesse de leur circulation respective. C'est la troisième forme de la théorie quantitative de la monnaie dans laquelle le facteur des prix nationaux, ce n'est pas l'or, ce n'est pas la monnaie métallique seulement, c'est la monnaie entendue dans un sens de plus en plus large.

Ainsi, demi abandon de la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, tendance à abandonner aussi la théorie quantitative nationale basée sur l'or.

Au contraire, parmi les trois thèses anciennes de l'école classique, la troisième thèse, la théorie quantitative internationale, basée sur l'or, continue de trouver de nombreux adhérents. On demeure fidèle, pour les prix mondiaux, à l'explication par la production de l'or. On explique par les variations des stocks d'or mondiaux les mouvements généraux, internationaux des prix et surtout les mouvements de longue durée des prix.

Des trois thèses, simultanément défendues dans le premier stade de l'évolution, seule la théorie quantitative internationale basée sur l'or, reste debout dans le deuxième stade. Dans la théorie quantitative nationale, on n'invoque plus l'or seul, mais la monnaie comprise dans une acceptation très large. Et pour la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, souvent on ne sait trop qu'en penser; on n'y croit qu'à demi, avec des réserves, ou bien on l'abandonne; on n'y insiste pas, et beaucoup d'économistes préfèrent éviter de prendre parti.

Seulement, il faut reconnaître que la conciliation n'est pas commode alors entre la théorie quantitative nationale basée sur l'ensemble de la monnaie en circulation, et la théorie internationale basée sur l'or. Comment peuvent s'accorder les deux influences de l'or mondial et des circulations monétaires nationales ? Puisque les prix nationaux continuent de dépendre de la circulation monétaire totale (or, billets, dépôts, etc..), de la circulation monétaire comprise dans un sens très large, il faudrait, pour que les prix puissent monter à peu près également partout, que quand croît la production de l'or, augmentent aussi à peu près proportionnellement les quantités totales de monnaie nationale en circulation dans chaque pays.

Mais nous venons de dire que l'or nouvellement extrait des mines, s'est réparti, de façon très inégale, dans les divers pays du monde; nous venons de dire qu'il est certains pays qui ont reçu beaucoup d'or et beaucoup d'autres qui n'ont reçu presque rien.

Comment une distribution inégale de l'or dans le monde, peut-elle s'accompagner d'un accroissement à peu près proportionnel dans les quantités de monnaie en circulation des divers pays, de façon à déterminer

Comment une distribution inégale de l'or peut déterminer un accroissement.

ment à peu près proportionnel de la circulation et des mouvements des prix à peu près identiques.

L'argument de la stérilisation fait revenir aux trois thèses qui caractérisent la conception classique

des mouvements des prix à peu près identiques ?

Sans la tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, il n'est pas aisément d'établir l'harmonie entre la théorie quantitative nationale de la monnaie et la théorie quantitative internationale.

Mais voici que depuis la guerre, s'est ouverte une troisième phase dans l'évolution des idées relatives à l'or et à son action, phase dans laquelle on renoue la chaîne avec le passé; on revient, quoique avec quelques changements, au faisceau des trois thèses, qui caractérisait la conception classique.

Pendant la guerre, le déséquilibre dans la répartition mondiale de l'or s'est accentué, l'or s'étant acheminé en grandes masses vers les Etats Unis, ainsi que vers quelques pays neutres. Ceci n'apparut pas comme un argument contre la théorie de l'équilibre mondial de l'or, car on n'y voyait qu'un mouvement accidentel, dû aux circonstances exceptionnelles impliquées par la guerre.

Mais, la hausse des prix s'étant dessinée aux Etats Unis et dans les pays neutres, la théorie quantitative nationale dans sa forme primitive, la théorie basée sur l'or, connaît un regain de faveur. On recommence à croire à l'influence du stock d'or national sur les prix nationaux. La théorie quantitative nationale s'était détachée de l'or, dans la deuxième phase de l'évolution, pour s'appuyer sur la monnaie, entendue dans un sens très large. On continue de conserver cette acceptation large à la monnaie, dans la théorie quantitative nationale. Mais, on estime que simultanément, on pourrait trouver un champ d'application à la théorie nationale, même quand on prend la monnaie dans un sens restreint, quand on fait dépendre les prix du seul stock d'or national. On déclare que l'ascension des prix aux Etats Unis et dans les pays neutres, doit être attribuée à l'augmentation du stock d'or national.

Après la guerre, la deuxième période d'accumulation de l'or aux Etats-Unis, depuis 1920, qui aggrave le déséquilibre de l'or, n'est pas, cette fois, accompagnée d'une progression des prix. Mais, les esprits qui étaient revenus à l'ancienne croyance d'un rapport étroit entre les prix nationaux et le stock d'or national, n'ont pu se décider à l'abjurer à nouveau. On persista à soutenir qu'un rapport étroit devait exister entre les prix nationaux et le stock d'or national. L'augmentation de ce stock devait déterminer l'ascension des prix. Si le fait ne se vérifiait pas, c'est que quelque chose d'anormal avait eu lieu. On

découvert la fameuse stérilisation de l'or. C'est parce que l'or se trouvait artificiellement entravé dans son action par la politique des Banques Fédérales de Réserve, que la hausse des prix ne se manifestait pas. On pouvait donc, en dépit de l'apparence contraire, prétendre que le principe demeure exact qui subordonne les prix nationaux au stock d'or national. L'argument de la stérilisation de l'or permettait de réhabiliter la vieille théorie quantitative nationale basée sur l'or. Il permettait, désormais, de la tenir pour fondée, même quand les faits la contredisaient.

Mais, par là même, on peut réhabiliter aussi une autre des trois thèses primitives, celle de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Si l'or, entassé aux Etats-Unis ou en France, s'y immobilise, au lieu d'être expulsé vers l'extérieur par un mécanisme régulateur spontané, c'est à cause, encore, de sa stérilisation qui, paralysant l'ascension des prix, paralyse également les forces qui chassent l'or des pays où il surabonde.

Tout récemment, a été fait un pas de plus. L'argument de la stérilisation va servir à étayer la troisième des thèses primitives, la théorie quantitative internationale basée sur l'or.

D'après cette troisième thèse, le mouvement des prix mondiaux dépend des variations dans le stock d'or mondial, autrement dit, des variations dans les quantités d'or extraites des mines. La production de l'or qui avait fortement augmenté dans les dernières années du 19ème siècle, a atteint son maximum en 1915, pour décroître notablement ensuite jusqu'en 1922. Mais, on nous a expliqué que les prix ont pu se maintenir sensiblement au-dessus de leur niveau d'avant guerre, parce que de grandes quantités d'or, qui étaient auparavant dans la circulation, se trouvent concentrées maintenant dans les banques, leur servant de réserve et rendent possible une émission d'instruments monétaires de paiement supérieure à la quantité d'or utilisée comme couverture. La multiplication de monnaie que facilite la concentration de l'or dans les banques, a donné les moyens de suppléer à l'insuffisance de l'extraction de l'or, durant plusieurs années.

Mais, à partir de 1923, la production de l'or a grossi, et l'accroissement est surtout sensible depuis 1930. Les prix auraient donc dû à peu près se maintenir à leur niveau, par exemple, de 1925. Or, ils allaient lentement flétrir depuis 1925, puis s'effondrer, à partir de 1929. La baisse est telle, qu'elle ne paraît pas simplement cyclique, mais présente le

caractère de baisse de longue durée. N'y a-t-il pas là, maintenant, quelque dérogation à la troisième thèse du faisceau classique, à la théorie quantitative internationale basée sur l'or ? Non, assure-t-on. Et voici les conceptions nouvelles qui vont aider à reconstituer les liens entre les trois thèses classiques.

On commence par noter que le simple fait de l'augmentation dans les quantités d'or extraites ne garantit pas le maintien des prix. L'accroissement normal des transactions dans le monde exige, pour que puisse se maintenir le niveau des prix, un accroissement du stock d'or monétaire de quelque 3% par an. On reconnaît cependant que la production de l'or dans ces dernières années, surtout dans les toutes dernières, aurait été suffisante pour permettre cette addition de 3%. Malheureusement, l'or est allé s'accumuler aux Etats Unis et en France, où les quantités d'or existantes étaient déjà très abondantes. L'or disponible pour les autres pays, s'en est trouvé fort diminué. L'infériorité, dans le reste du monde, par rapport au minimum requis de 3%, assez faible entre 1926 et 1928, s'est considérablement accentué à partir de 1929. Et, c'est ce qui expliquerait la baisse mondiale des prix, d'abord légère entre 1926 et 1928, puis si aggravée à partir de 1929.

Ce qui a donc accentué la baisse mondiale des prix, ce serait la mauvaise répartition de l'or. Deux nations, les Etats Unis et la France, accaparent, à elles seules, les trois cinquièmes du stock monétaire d'or existant. D'où une disette d'or plus forte ailleurs, qui a conduit à l'avilissement des prix.

Mais, s'il y a pénurie d'or dans nombre de pays, l'abondance du métal précieux aux Etats Unis et en France, ne devrait-elle pas faire compensation ? Si l'insuffisance d'or est facteur de fléchissement des prix dans certaines contrées, et par suite, facteur de baisse mondiale des prix, l'excès d'or ne doit-il pas être facteur d'ascension des prix aux Etats Unis et en France, par suite facteur d'une hausse mondiale des prix ? Ces deux actions contraires ne devraient-elles pas se neutraliser ?

La compensation ne s'effectue pas, répond-on. Car, l'or est partiellement stérilisé dans les deux pays où il est en excès. Les Banques d'émission s'y gardent d'utiliser tout le potentiel de crédit que représente l'or qu'elles détiennent. Alors que la proportion de l'encaisse-or aux engagements pourrait descendre légalement jusqu'à 40 et 35% dans les Banques Fédérales Américaines, elle s'y est maintenue d'

Conceptions nouvelles qui aident à reconstituer les liens entre les trois thèses classiques ; La mauvaise répartition de l'or

ordinaire à 70% et au-dessus. Quant à la Banque de France, au lieu d'une proportion minima légale de 35%, on a une proportion de fait de 80%. Par rapport aux billets seuls, la proportion de l'encaisse est bien plus forte. L'encaisse est parfois supérieure au montant des billets; souvent à peu près égale; 82 milliards en chiffres ronds, dans les dernières semaines, à la fois pour l'encaisse-or et pour le montant des billets en circulation. Les énormes octrois de crédits supplémentaires que permettrait dans les autres pays l'or enfoui dans les banques franco-américaines ne peuvent avoir lieu. Il y a perte par rapport au total mondial des moyens de paiement que pourrait garantir l'or mieux réparti. Donc, en définitive, déflation, source de déclin des prix.

La théorie innove ainsi sur les théories courantes, qui font de la production de l'or le facteur dominant des variations des prix. Une production d'or, même assez forte, ne suffirait pas au maintien des prix. Il y faudrait encore une bonne répartition. Le métal précieux n'agirait pas sur les prix par la seule vertu de son existence. Il agirait par les quantités de moyens de paiement dont il autorise la création. Si cette création fait défaut, si l'or est stérilisé, la mauvaise répartition de l'or annule l'influence qu'aurait dû exercer sa production. Et les prix fléchissent.

Dans cette troisième phase de l'évolution des idées sur l'or et son influence, l'argument de la stérilisation de l'or est venu reconstituer successivement les trois thèses classiques anciennes et a permis de les associer à nouveau en un groupe cohérent. Il donne les moyens de répondre aux objections, qui avaient rompu le faisceau des trois thèses dans la deuxième phase de l'évolution.

La théorie quantitative nationale basée sur l'or, paraît-elle mise en échec par l'absence de hausse des prix dans les pays où l'or s'accumule ? C'est à cause de la stérilisation de l'or. Sans cette stérilisation, les prix s'élèveraient. Le total des instruments monétaires augmenterait dans les mêmes proportions que l'accroissement du stock d'or national. Il y aurait parallélisme entre les variations des quantités d'or et les variations des billets ou des dépôts sujets à chèques, les variations de $M + M'$ dans l'équation d'Irving Fisher. La théorie nationale quantitative basée sur l'or et la théorie nationale quantitative basée sur la monnaie, prise dans un sens large, aboutiraient au même résultat. Point ne serait né-

cessaire de substituer l'une à l'autre. Elles peuvent être conservées toutes les deux.

De même, la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or semble-t-elle contredite par les événements ? C'est encore à cause de la stérilisation de l'or. Sans cette stérilisation se déclencherait le mécanisme régulateur, qui doit rétablir l'équilibre. La hausse des prix dans le pays où l'or s'entasse déterminerait une aggravation de la balance commerciale et de la balance des comptes qui ferait ressortir l'or.

Enfin, la théorie quantitative internationale basée sur l'or ne s'accorde-t-elle pas entièrement avec les faits ? Une baisse des prix formidable ne s'est-elle pas abattue sur le monde, alors que la production de l'or, pendant quelque temps, n'a pas faibli tellement, et ensuite a même augmenté sensiblement ? C'est toujours à cause de la stérilisation de l'or. La quantité d'or stérilisé est comme si elle n'existaient pas, comme si elle dormait à l'état d'or vierge dans le fond des mines.

On n'assure plus, il est vrai, comme à l'époque classique, que les trois thèses jouent constamment dans la réalité. On déclare qu'elles devraient jouer, qu'elles auraient joué, sans l'obstacle artificiel opposé par la stérilisation de l'or.

Sans la stérilisation, premièrement, les prix auraient progressé dans les pays trop riches en or et la théorie quantitative nationale basée sur l'or, se serait vérifiée. Deuxièmement, l'équilibre se serait rétabli par voie de conséquence dans la distribution mondiale de l'or, à cause des migrations d'or que cette hausse des prix aurait provoquées. Et, troisièmement, les prix mondiaux ne se seraient pas effondrés. L'expérience aurait confirmé les trois thèses.

Nous ne savons si cette reconstitution synthétique des conceptions anciennes, telle que nous venons de l'esquisser, sera jugée conforme à leurs opinions par tous les partisans actuels des théories quantitatives de la monnaie et de la thèse de l'équilibre de l'or. Mais, il nous semble que c'est bien là ce que l'on trouve, quoique peut-être assemblé d'une manière moins systématique, au fond des doctrines de beaucoup d'entre eux.

§ 9 - L'inégale répartition mondiale de l'or est-elle cause de la baisse des prix ?

La reconstruction de la doctrine classique pré-

sentée dans ce qui précède, repose toute sur l'argument de la stérilisation de l'or. Mais pour les raisons que l'on sait, il ne peut vraiment être question de stérilisation dans les pays où aujourd'hui l'or surabonde, ni en France, ni surtout aux Etats-Unis. Et, par suite, toute base manque aux nouvelles doctrines.

En particulier, il semble bien peu probable qu'on puisse attribuer à la stérilisation et à l'inégale distribution mondiale de l'or, soit la crise de 1929, soit le mouvement de longue durée de baisse des prix, qui se conjugue avec cette crise.

La crise de 1929 ne peut être attribuée à la stérilisation et à l'inégale distribution mondiale de l'or

S'agit-il de la crise ? On est tout de suite frappé par ce fait que le foyer de la crise, que son centre, son point d'appui pour sa généralisation en crise mondiale, se trouve aux Etats-Unis. Comment la crise pourrait-elle s'expliquer par le défaut d'or, quand elle a une telle intensité, une telle puissance de rayonnement universel, là où existe une si ample richesse d'or ?

Allèguera-t-on que la crise aux Etats Unis tient à la réduction du pouvoir d'achat des pays démunis d'or, laquelle a amené le ralentissement des ventes de marchandises américaines ? C'est difficile car la décroissance des exportations s'est manifestée aux Etats-Unis, non pas avant, mais après la crise, effet par suite et non pas cause de la crise. En outre, le marché intérieur présente pour ce pays une importance infiniment plus grande que le marché extérieur, et c'est sur le marché intérieur que se sont multipliés les symptômes de la crise.

Prétextera-t-on la stérilisation de l'or aux Etats-Unis ? Mais, on a vu que cette stérilisation toute relative signifie seulement que l'inflation des moyens de paiement n'a pas pris les énormes proportions que rendait possible l'abondance métallique. L'accroissement des moyens de paiement a été fort considérable en Amérique, entre 1922 et 1929. Il n'a, néanmoins, pas permis aux Etats-Unis d'éviter la crise. Il y aurait plutôt contribué en favorisant la surproduction.

Et il faut ajouter que si elle tenait à l'inégale distribution de l'or, la crise aurait dû éclater depuis longtemps, dès le début de l'afflux de l'or aux Etats-Unis. C'est une crise continue, chronique, que la mauvaise distribution de l'or aurait dû entraîner, dès 1921-1922, et non pas une crise périodique tardive, en 1929.

En réalité, le déséquilibre dans la répartition de l'or ne porte pas la responsabilité de la crise, la-

quelle résulte de la surproduction de marchandises. C'est pourquoi la crise a pu sévir aux Etats-Unis, en dépit de leur riche trésor métallique. C'est pourquoi persiste si longuement le marasme industriel dans le monde, en dépit du faible taux de l'escompte, de l'abondance des disponibilités monétaires, constatées partout peu de temps après que la crise a éclaté.

L'inégale distribution de l'or n'a pas déterminé le mouvement de longue durée de baisse des prix

Si l'inégale distribution de l'or n'explique pas la crise, n'a-t-elle pas déterminé le mouvement de longue durée de la baisse mondiale des prix actuels ? N'a-t-elle pas par là rendu plus profonde la chute des prix de la crise ?

Cela n'est pas sûr.

1° - La nouveauté de la thèse, d'après laquelle ce ne serait pas la décroissance de la production de l'or, mais son inégale répartition, qui serait cause de l'avilissement des prix, lui faisait une obligation de s'étayer sur des faits multiples. Or, elle s'appuie sur une maigre simultanéité de mouvements de quatre ou cinq années entre les prix et l'insuffisance de l'or due à sa mauvaise répartition, alors que les fausses corrélations pullulent dans l'histoire économique, même parmi celles qui ont trait à des variations s'étendant sur des périodes notamment plus longues.

Si la comparaison entre les prix et la répartition de l'or avait porté sur les années 1922 à 1925, aurait-elle abouti aux mêmes conclusions ? N'y avait-il pas déjà, à cette époque, accumulation de l'or aux Etats Unis et cependant orientation des prix-or mondiaux plutôt vers la hausse ?

Pourquoi n'avoir pas d'autre part observé les faits d'avant-guerre ? Une accumulation plus que proportionnelle de l'or dans certains pays, en France, en particulier, a coïncidé parfois, de même qu'aujourd'hui, avec la baisse mondiale des prix. Mais, n'a-t-elle pas souvent coïncidé aussi, avec leur ascension ?

2° - Même pour la brève période qu'on donne comme support à la théorie, on se contente d'invoquer une concordance de mouvements entre la pénurie de l'or due à sa mauvaise répartition et les prix. Mais, la théorie implique que c'est par une chaîne intermédiaire, par l'insuffisant accroissement dans le monde des moyens de paiements, billets et dépôts à vue, que la mauvaise répartition de l'or détermine la baisse des prix. Cet insuffisant accroissement a-t-il eu lieu ?

On ne cherche pas à l'établir. Et, pour les années 1923 à 1928, les tableaux présentés par M. Loveday, dans une des annexes au premier Rapport de la Délégation de l'or accusent, non pas seulement l'augmentation de 3%

qu'on déclare nécessaire au maintien des prix, mais une augmentation plus forte, une augmentation de 4 3/4% dans le total mondial des billets et des dépôts, en dépit de l'inégale répartition de l'or.

3°- Un vice de la thèse que nous critiquons, c'est de faire dépendre trop étroitement les prix de la quantité de monnaie en circulation. Même si l'inégale répartition de l'or devait entraîner une diminution ou un ralentissement dans l'augmentation des quantités de monnaie en circulation, le déclin des prix serait-il inévitable ? L'accélération de la vitesse de la circulation ne pourrait-elle pas pallier cette restriction des quantités de monnaie ?

On a vu bien des fois la vitesse de la circulation remplir cet office, et c'est à tort que l'on semble considérer cette vitesse comme à peu près constante.

4°- Si, enfin, on s'écarte des conceptions basées sur la quantité de monnaie, si on rejette la théorie quantitative pour la remplacer par la théorie du revenu, la considération du revenu conduit bien à admettre l'influence possible de la production de l'or sur les prix mondiaux, notamment sur les mouvements de longue durée, mais non pas celle de l'inégale répartition de l'or, au moins dans une mesure importante.

En systématisant les faits observés depuis la fin du XVIII^e siècle, et en dehors de toute théorie explicative, certains économistes, tels que le professeur Kondratieff, ont émis l'opinion que de grands cycles d'un demi-siècle se succèdent dans l'histoire mondiale des prix. Un premier grand cycle se serait déroulé ainsi entre 1790 et 1847, avec une phase de prix ascendants de 1790 à 1820, suivie d'une phase de prix en baisse de 1820 à 1847. Un second grand cycle ensuite, entre le milieu et la fin du XIX^e, la phase de prix en hausse s'étendant jusqu'en 1873, la phase descendante se poursuivant jusqu'en 1896. Après quoi aurait commencé un troisième grand cycle, dont la période ascendante se serait terminée en 1920. Nous nous trouverions, depuis 1920, dans la phase descendante, phase qui pourrait se prolonger encore quelque temps.

D'après les adeptes de la théorie quantitative de la monnaie, ce serait par les changements dans la production mondiale de l'or que s'expliquerait la succession des grandes périodes dans l'histoire mondiale des prix. Depuis le milieu du XIX^e siècle, par exemple, c'est à l'accroissement de la production de l'or que devrait être attribué le mouvement d'as-

cension des prix entre 1840 et 1873, et aussi le mouvement ultérieur de hausse, qui s'est développé entre 1896 et 1920. Quant à la période de baisse des prix qui, de 1873 à 1896, s'est intercalée entre ces deux périodes de hausse, elle résulterait de la réduction dans les rendements miniers, de l'insuffisance dans la production de l'or.

Il faut reconnaître qu'il existe, en effet, un synchronisme approximatif entre ces trois grandes variations des prix et la production de l'or. Il faut reconnaître aussi à la théorie quantitative internationale, basée sur l'or, une supériorité sur la théorie, qui fait dépendre les prix nationaux de l'or national. Car, malgré les différences qui subsistent entre les prix des divers pays, on ne peut nier qu'une assez grande concordance n'apparaisse dans les Mouvements de leurs prix.

Les partisans de la théorie quantitative estiment que les mouvements de longue durée des prix tiennent aux variations dans la production de l'or.

L'explication des mouvements des prix par la théorie du revenu
La théorie du revenu ne nie pas l'influence possible de la production de l'or sur un mouvement de longue durée des prix. Il n'est pas absolument sûr que les mouvements de longue durée des prix résultent de la production de l'or, mais cela est possible et cela n'est nullement contraire à la théorie du revenu. La théorie du revenu peut expliquer les faits de la manière suivante :

Les progrès techniques et la tendance à l'accroissement de la production des marchandises constituent des facteurs quasi permanents de baisse. Mais, cette tendance à la baisse se trouve mise en échec aux époques où croît considérablement la production de l'or. En effet, cette progression entraîne l'accroissement des revenus pour les pays producteurs d'or ou pour les pays qui ont des intérêts dans les mines d'or. Par suite, la production de l'or est source d'amplification des revenus, source d'amplification de la demande; hausse des prix. La hausse des prix dans les contrées productrices d'or, gagne ensuite peu à peu les pays non producteurs d'or; Les facteurs de la hausse sont exactement les mêmes que ceux qui font monter les prix dans les pays dont le change se déprécie, ou encore qui font monter les prix dans les pays vendant des marchandises aux nations en guerre. Ces facteurs, ce sont ceux qui poussent à une certaine uniformité dans le mouvement mondial des prix.

L'accroissement de la production de l'or, commence donc à déterminer une augmentation du revenu dans les

pays producteurs d'or, puis, l'ascension des prix des pays producteurs d'or provoque une hausse des prix dans les autres pays. Premier mouvement de hausse des prix dans les pays non producteurs d'or, en ce qui concerne les produits d'importation venant des pays producteurs d'or, et en ce qui concerne aussi les produits d'exportation allant vers les pays producteurs d'or. Ensuite, c'est la généralisation de cette hausse des prix dans les pays non producteurs d'or; la hausse s'étend aux prix des produits domestiques, à cause de l'accroissement progressif des revenus. Pourquoi cet accroissement progressif des revenus ? C'est pour les mêmes raisons que celles qui ont été exposées à propos du change. Accroissement des revenus chez ceux qui exportent dans les pays producteurs d'or. Accroissement des revenus chez ceux qui ont importé des marchandises des pays producteurs d'or, qui les ont payées avant la hausse et qui les ont encore en magasin.

Accroissement des revenus chez les individus vivant dans les pays non producteurs d'or et qui tiennent leurs revenus en tout ou en partie des pays producteurs d'or, par exemple comme actionnaires des mines d'or. Nouvelle vague de hausse donc due à la progression des revenus, qui propage le mouvement d'ascension des prix dans les pays non producteurs d'or.

Prenant son point de départ ainsi dans les pays producteurs d'or, l'ascension des prix tend à devenir mondiale, quelle que soit d'ailleurs la manière dont s'effectue la répartition dans le monde du surcroît d'or extrait des mines.

Dans les périodes, au contraire, où l'extraction de l'or est en décroissance, les facteurs d'élévation des prix, que nous venons d'énumérer, cessent d'agir; il ne reste plus que les facteurs des prix tenant aux marchandises. Et alors interviennent les progrès techniques, qui favorisent la baisse des prix de revient, la baisse des prix de transport; s'ils continuent, l'augmentation de la production des marchandises - facteur du fléchissement des prix - n'étant pas contre-balancée par des facteurs de hausse tenant à la production de l'or, c'est la baisse des prix qui domine. Ainsi peut s'expliquer le fléchissement des prix pendant la période, qui va de 1873 à 1896.

Et ainsi peut s'expliquer également la baisse des prix depuis 1920. L'action compensatrice qu'un fort accroissement de l'extraction de l'or aurait pu produire, a manqué. N'ont ainsi joué pleinement depuis 1920, que les facteurs de baisse tenant aux marchandises, réserve faite cependant des toutes dernières années, où a augmenté sensiblement la production de l'or. Ce sont ces facteurs de baisse des prix qui amènent la réduction des prix de revient par l'accroisse-

ment de la production qu'on constate dans les divers pays du monde; Rationalisation, concentration industrielle et commerciale, développement des procédés mécaniques et autres économisant la main d'œuvre, toute cette politique tend à amoindrir le coût de la fabrication, à amplifier le rendement, à augmenter la production. Ces facteurs ont joué de manière très forte même dans l'agriculture; l'exploitation y est devenue beaucoup plus intensive, grâce à un large emploi d'outillage mécanique, à un large emploi des engrangements et autres éléments fertilisants.

Les ententes entre producteurs, ententes nationales, ententes internationales, ont essayé de freiner le mouvement. Des interventions de l'Etat aussi se sont manifestées, non seulement, comme autrefois, par le recours aux mesures douanières, mais par des crédits consentis aux producteurs en vue du stockage des produits, par l'achat même d'une partie de la production. Mais ces ententes et interventions jusqu'ici n'ont pas réussi à endiguer sérieusement le courant de baisse, et dans ces derniers temps, les dévaluations monétaires, qui ont sévi dans le monde, ont aggravé la baisse des prix.

Nous admettons donc ainsi, que la production de l'or puisse agir sur les prix, mais nous ne croyons pas que la théorie des revenus permette de déclarer qu'une influence importante puisse être exercée par un changement dans la distribution mondiale de l'or. Cette distribution mondiale de l'or ne semble pas devoir entraîner aucun changement durable dans le revenu des individus et par suite ne paraît pas susceptible d'avoir une influence sérieuse sur les prix.

Peut-être certains changements, qui se produiraient maintenant dans la distribution de l'or, pourraient-ils amener quelque changement dans le niveau des prix de certains pays. Si des grandes quantités d'or émigraient des Etats Unis et de France vers les pays pauvres en or, il se pourrait que cet afflux d'or favorise une activité productrice qui, par le relèvement des revenus des chefs d'entreprise et des salariés, pourrait être un facteur de hausse des prix.

Mais, premièrement, ce n'est pas sûr. Si la tendance est à la baisse, les chefs d'entreprise ne demanderont peut-être pas une augmentation des crédits pour l'extension de leurs entreprises; ils craindront la baisse. En deuxième lieu, il y a une grande différence entre l'augmentation des revenus par suite de l'accroissement de la production de l'or, et une augmentation hypothétique des revenus, due aux déplacements de l'or d'un pays à l'autre. L'augmentation des revenus, due à la

production de l'or, peut se faire sans qu'il y ait une augmentation correspondante de la production des marchandises. Les revenus augmentent, mais les quantités de marchandises n'augmentent pas de façon correspondante. Dans l'équation $R = P.Q$, R. augmente, sans qu'il y ait augmentation de Q. Au contraire, l'augmentation des revenus, due à une activité productrice stimulée, implique une augmentation de la production des marchandises, qui finit, au bout d'un certain temps, par venir sur le marché et qui à ce moment là abaissera les prix.

Donc, il n'est pas entièrement exclu que l'inégale répartition de l'or puisse avoir quelque influence sur les prix, mais cette influence n'est pas certaine et n'est pas de grande importance. Si vraiment la décroissance de la production de l'or doit entraîner une baisse des prix, il ne paraît pas prouvé qu'une meilleure répartition de l'or puisse arrêter cette baisse.

Influence
d'une inéga-
le réparti-
tion de l'or sur
le change, sur
le taux de l'
escompte

Plus importante que son action sur les prix, est l'influence d'une inégale répartition de l'or sur le change, sur le taux de l'escompte. C'est pour assurer plus de solidité à la monnaie nationale, pour assurer un change moins fragile, pour permettre une plus grande stabilité du taux de l'escompte, pour empêcher des hausses trop violentes ou trop fréquentes de ce taux d'escompte, qu'une plus grande quantité d'or serait utile à certains pays. C'est dans la matière du change, dans la matière de l'escompte, beaucoup plus que dans celle des prix, que le problème de la distribution mondiale de l'or a de l'intérêt.

Sans doute, l'influence sur le change peut, par répercussion, signifier influence sur les prix. Si l'Angleterre avait eu beaucoup plus d'or qu'elle n'en avait, en 1931, elle n'aurait peut-être pas abandonné l'étalon or et l'influence déprimante que cet abandon de l'étalon or a exercée sur les prix, ne se serait pas produite.

Mais, d'un autre côté, une influence déprimante aussi forte, a été exercée par la dévaluation du dollar et cette dévaluation du dollar s'est produite dans le pays du monde le plus riche en or.

Il ne faut donc pas attribuer une grande importance à l'inégale répartition de l'or pour ce qui est des prix.

§ 10 - Les paiements pour les réparations ont-ils été la cause de la baisse mondiale des prix ?

On a soutenu que les paiements pour les répara-

tions ont été la cause de la baisse des prix, et si nous en parlons, c'est parce que cette théorie n'est qu'un prolongement de la théorie qui attribue la baisse des prix à l'inégale répartition de l'or.

L'un des économistes qui ont le plus vivement soutenu la thèse que la baisse des prix était due à l'inégale répartition de l'or, a été Sir Henri Strakosch. Or, plus tard, dans un article de l'Economist de Janvier 1932, Sir Henri Strakosch a ajouté quelque chose à cette théorie de l'inégale répartition de l'or et a déclaré que la cause de l'inégale répartition de l'or dans le monde consiste dans le paiement des réparations. C'est un anneau supplémentaire, ajouté à la chaîne des explications des défenseurs récents des théories quantitatives. Si l'or s'est accumulé aux Etats Unis et en France, c'est parce que ces deux pays sont les principaux bénéficiaires des paiements effectués pour les dettes de guerre et les réparations. Ainsi, la doctrine mère, c'est la doctrine de l'inégale répartition de l'or, et à cette doctrine mère, on ajoute cette doctrine supplémentaire, que la cause de l'inégale répartition de l'or, a consisté dans les réparations.

Au simple énoncé de cette thèse, nombre d'objections surgissent dans l'esprit :

S'il y a une telle corrélation entre le mouvement de l'or et le paiement des réparations, comment se fait-il que l'Allemagne, jusqu'en 1931, ait pu payer les annuités dues pour les réparations et tout de même accroître son stock d'or ? La Reichsbank avait 614 millions de Reichsmarks or en Octobre 1924, et le 6 Septembre 1930, elle en avait pour 2.619 millions. Comment cette augmentation a-t-elle pu se faire en même temps qu'elle payait les réparations ?

De même, comment se fait-il que la Suisse, la Hollande qui ne sont pas créancières de dettes de guerre, ont vu si fortement augmenter leurs stocks d'or ?

Mais la faiblesse de la théorie en question se révèle le mieux dans la justification qui en est présentée par son auteur lui-même. Cette justification tient presque uniquement dans les chiffres que nous allons donner :

Sir Henri Strakosch distingue deux périodes : une période allant de 1925 à 1928, et une deuxième de 1929 au milieu de 1931.

De 1925 à 1928, les Etats Unis et la France, ont reçu, au titre des créances politiques 1364 millions de dollars. L'accroissement des réserves d'or dans ces pays, dans cette période, n'a été que de 200 millions de dollars.

Objections
à la thèse
suivant la-
quelle l'iné-
gale réparti-
tion de l'or
a pour cause
le paiement
des répara-
tions

De 1925 à 1928, nous dit-on, les Etats-Unis et la France, ont accepté que des réparations et dettes de guerre se montant à 1.364 millions de dollars ne leur soient payées que pour une faible part en or; puisque sur 1.364 millions de dollars de paiements il n'y a eu que 200 millions de dollars en or. Par suite, ajoute-t-on, pas encore de crise mondiale.

De 1929 au milieu de 1931, la situation change. Ces deux pays ont reçu, au titre des créances politiques 898 millions de dollars, mais leur réserve d'or a progressé de 1.805 millions. Donc, ces deux pays ont reçu, en or, non seulement le total des paiements au titre des créances politiques, environ 900 millions de dollars, mais une somme double de ce total, environ 1.800 millions de dollars. C'est parce qu'ils ont reçu un tel amas d'or, qu'est arrivée en 1929, et s'est prolongée en 1930, la crise et la baisse des prix.

Voilà toute la démonstration. Démonstration qui se retourne contre la thèse défendue par notre auteur.

Les chiffres que nous venons de donner, établissent de manière manifeste l'absence de toute corrélation étroite entre le paiement des réparations et l'augmentation des stocks d'or des deux nations créancières incriminées.

On nous dit qu'il a pu y avoir, en quatre années, de 1925 à 1928, des paiements importants au titre des dettes de guerre et des réparations : 1.364 millions de dollars, et cependant faible accroissement des stocks d'or aux Etats Unis et en France : 200 millions de dollars seulement. C'est la preuve qu'il n'y a pas correspondance nécessaire entre les paiements pour les réparations et l'accroissement des stocks d'or français et américain, puisque sur un versement de 1.364 millions de dollars, ils ne se sont accrus que de 200 millions de dollars.

Quant à la période de 1929 au milieu de 1931, on nous dit qu'alors les versements se sont bien accompagnés d'une progression importante des stocks métalliques dans les deux pays en question. Mais, aucune égalité n'apparaît dans les chiffres des réparations et dans ceux de l'accroissement des stocks d'or. L'augmentation des stocks d'or est deux fois plus importante que les paiements pour les réparations. La moitié donc, de l'augmentation, ne vient pas des réparations.

Tantôt donc, il y a eu paiement pour les réparations, sans accroissement correspondant du stock d'or, tantôt accroissement de ce stock, sans paiement cor-

respondant pour les réparations. Donc, aucune corrélation sérieuse entre les mouvements de l'or et les paiements pour les réparations.

Aux données statistiques, que nous venons d'indiquer, Strakosh ajoute une explication de la différence survenue dans ces deux groupes d'années, entre 1925-1928 et 1929 millieu 1931.

Si, contrairement à ce qui avait eu lieu en 1925-1928, les versements allemands ont déterminé, à partir de 1929, des immigrations d'or aux Etats Unis et en France, c'est parce que ces deux pays ont refusé désormais d'être payés autrement qu'en or; Ils ont dressé des barrières douanières aux importations de marchandises.

Que des barrières douanières extrêmement élevées existent aux Etats Unis, on en conviendra sans peine. Mais, quoi qu'elles aient été renforcées après 1928, ces barrières étaient déjà considérablement élevées entre 1925 et 1928. Et dans le cas de la France, on ne peut vraiment pas expliquer par une plus grande efficacité de notre politique protectionniste le changement survenu entre les deux époques, puisque notre balance commerciale était à peu près en équilibre entre 1925 et 1928 et qu'à partir de 1929, elle s'est caractérisée par un énorme excédent d'importations. Parler de barrières douanières élevées à l'entrée des marchandises, alors que l'excédent des importations s'est énormément accru, est vraiment excessif.

En réalité, l'explication du changement entre ces deux périodes, n'est pas difficile à trouver :

En dépit d'une balance des comptes fortement créditrice, les Etats Unis n'ont pas importé beaucoup d'or entre 1925 et 1928, à cause des gros placements de capitaux effectués à l'étranger, notamment en Allemagne. C'est alors l'Allemagne qui importe de l'or, malgré les paiements pour réparations.

En 1929, au contraire, la spéculation qui sévit à New-York, draine vers les Etats Unis les capitaux et l'or de l'Europe, ralentissant en même temps les placements extérieurs des Etats Unis, l'émigration des capitaux partant des Etats-Unis. Ensuite, en 1930-1931, c'est la crise économique générale, qui va arrêter les placements de capitaux. C'est la crise de confiance déclenchée, à partir de septembre 1930, par une série d'événements politiques allemands. De là arrêt des placements américains et français à l'étranger, et même mouvement de rapatriement des capitaux français et américains placés à l'étranger, notamment en Allemagne.

Les capitaux et l'or se dirigent désormais vers

les Etats Unis et la France à raison non seulement des créances politiques, mais de tous les soldes créateurs de la balance des comptes de ces deux pays. Il s'y ajoute des capitaux étrangers, même des capitaux allemands, qui viennent chercher un refuge dans des pays estimés plus sûrs. Mouvements de capitaux, accompagnés de mouvements d'or, qui apparaissent ainsi comme l'effet de la crise et non pas du tout comme la cause de la crise.

D'ailleurs, même si les paiements pour les réparations avaient entraîné les mouvements d'or qu'on dit, ce ne serait pas une raison pour entraîner la baisse des prix, ainsi que nous l'avons démontré plus haut. Nous n'y venons pas.

Nous estimons que les paiements pour les réparations, n'ont pas été une cause importante des mouvements de l'or. La crise n'est pas due aux paiements des dettes politiques. C'est à raison de la crise, pour une large part, qu'il y a eu immigrations d'or en France et aux Etats Unis en 1930-1931.

Et lorsque, à partir du milieu de 1931, ont cessé les paiements allemands pour les réparations, on n'a assisté, ni 1° à l'arrêt de l'accumulation de l'or aux Etats Unis et en France, ni 2° à l'arrêt de la baisse mondiale des prix. Au contraire, après 1931, malgré la cessation des paiements des réparations, l'accumulation de l'or a persisté et la baisse des prix a continué ses ravages.

Chapitre VI

THEORIE DE L'ECOLE ANGLAISE QUANT A L'EQUILIBRE MONDIAL DES PRIX PAR LES MOUVEMENTS DE L'OR

§ I - Exposé de la théorie.-

Nous avons examiné jusqu'ici, la théorie de l'équilibre de la balance des comptes, puis la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

Nous arrivons maintenant à la théorie de l'équilibre mondial des prix, ces trois théories étant réunies dans les thèses de l'école anglaise.

A propos de l'équilibre de la balance des comptes, à propos de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, nous avons montré que, pour l'école anglaise,

le jeu des prix était le rouage principal du mécanisme qui devait entraîner la restauration des divers équilibres.

Seulement, l'équilibre mondial des prix, n'était pas examiné jusqu'ici comme question principale. C'était un autre phénomène, le déséquilibre de la balance des comptes, qui constituait le point de départ du mécanisme, qui était le fait initial ou encore c'était le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or. Le déséquilibre des prix suivait, déclanchant à son tour, la série d'actions et de réactions devant aboutir à ramener l'équilibre de la balance des comptes des prix et de l'or.

Dans ce chapitre, l'équilibre des prix va être considéré comme l'élément principal.

Nous allons considérer le problème de l'équilibre des prix, non pas comme un problème accessoire d'autres problèmes, mais comme problème principal.

Pour Ricardo, la notion de déséquilibre des prix jointe à celle de la distribution de l'or, était le problème le plus important. Le déséquilibre des prix était le facteur causal et les variations de la balance des comptes, les variations du commerce extérieur, le mouvement des marchandises, n'étaient qu'un effet, devant servir à restaurer l'équilibre. Dans cette conception, le mouvement part des prix, pour gagner la balance des comptes. C'est le déséquilibre des prix qui donne l'impulsion à toute la série des actions et réactions qui se succèdent.

Il y a non pas uniformité des prix, mais équilibre mondial des prix.

L'équilibre des prix ne signifie pas uniformité mondiale des prix. Les économistes classiques, Ricardo en particulier, admettent l'existence de grandes différences entre les prix des divers pays. Ils l'admettent d'autant plus que ces différences constituent pour eux une des pièces importantes de leur théorie du commerce extérieur. Ce sont ces différences entre les prix des divers pays qui commandent les courants internationaux de marchandises. A tout moment, il existe une certaine inégalité entre les prix des divers pays, qui présente un caractère permanent, ou plutôt un caractère assez durable et qui tient à la structure économique des différents pays, qui tient à la richesse du sol et du sous sol, au degré de développement industriel, à la capacité productive des habitants, aux charges fiscales, au régime douanier, au coût du transport et, ajoutent aussi les classiques, à la proximité plus ou moins grande des mines d'or. Ces inégalités mettent obstacle à l'uniformité mondiale des prix, mais n'empêchent pas une sorte d'équilibre entre les prix des diverses contrées, équi-

libre qui comporte justement cette différence permanente ou quasi permanente entre les divers pays, équilibre qui comporte, peut-on dire, des différences normales entre les divers pays. Il y a donc, non pas uniformité des prix, mais équilibre mondial des prix.

Le déséquilibre surgit, quand de nouvelles différences apparaissent dans les prix, différences accidentelles, différences ne tenant pas à la structure économique des peuples. Des récoltes déficitaires, des guerres, des troubles politiques intérieurs, des inventions techniques et surtout, diraient les vieux économistes, des variations considérables dans les quantités de métaux précieux extraits du sol, peuvent entraîner de grands changements dans les niveaux comparés des prix et troubler ainsi l'équilibre ancien des prix mondiaux.

Mais, la théorie de l'équilibre automatique prétend que ces déséquilibres accidentels ne peuvent pas durer. Dès qu'ils apparaissent, un mécanisme auto-régulateur entre en jeu, qui tend à les supprimer. Le nouveau déséquilibre des prix, une fois survenu, tend à se détruire lui-même par la série des actions et des réactions qu'il déchaine. Ce mécanisme, pour les vieux économistes, consiste, dans les mouvements de l'or, d'une part, dans ceux du commerce extérieur, de la balance des comptes, d'autre part. Ou, ce qui revient au même, le mécanisme consiste dans les déplacements internationaux de l'or et des marchandises.

Ce mécanisme régulateur des prix mondiaux, par le déplacement de l'or et des marchandises, est à peu près identique à celui que nous avons exposé à propos de l'équilibre de la balance des comptes, à propos de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. La différence résulte du fait que cette fois, c'est le déséquilibre des prix, et non pas le déséquilibre de la balance des comptes, ni le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or, qui est le point de départ de la chaîne des actions et des réactions, qui conduisent au rééquilibre.

La similitude du mécanisme est surtout grande, selon la théorie classique, pour les deux problèmes de l'équilibre des prix et de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

Pour eux, au fond, les deux problèmes n'en sont guère qu'un seul.

Les prix des marchandises dans un pays, dans un pays à monnaie-or s'entend, indiquent la quantité d'or contre laquelle s'échange une certaine quantité

Le mécanisme
auto régula-
teur qui tend
à supprimer
le déséqui-
bre des prix

Pour les clas-
siques, les
problèmes de
l'équilibre
des prix et de
l'équilibre
dans la dis-
tribution mon-
diale n'en font
qu'un

de marchandises. Les prix expriment donc à la fois, la valeur de l'or et la valeur des marchandises. Les variations générales des prix, les variations générales de la valeur des marchandises expriment, en même temps, les variations de la valeur de l'or. De sorte que le problème de l'équilibre mondial des prix peut être intitulé, d'après les économistes classiques, le problème de l'équilibre mondial dans la valeur de l'or. Equilibre des prix et équilibre dans la valeur de l'or, sont des notions identiques.

Mais, pour les économistes classiques, la valeur de l'or dans un pays, dépend de la quantité d'or, qui s'y trouve. Par conséquent, le problème des quantités d'or, et le problème de la valeur de l'or, le problème de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or et le problème de l'équilibre dans la valeur mondiale de l'or ou équilibre des prix, paraissent nécessairement associés. Les deux équilibres, l'équilibre dans les quantités d'or des divers pays et le problème de l'équilibre dans la valeur de l'or des divers pays, ne peuvent pas ne pas se réaliser de concert. Equilibre des prix ou équilibre dans la valeur de l'or, signifie nécessairement aussi harmonieuse répartition des quantités d'or dans les divers pays du globe. Déséquilibre relatif à la valeur de l'or, signifie aussi déséquilibre dans les quantités d'or.

De double déséquilibre, déséquilibre dans la valeur de l'or et déséquilibre dans les quantités d'or, lorsqu'ils surviennent, tendent à disparaître, grâce aux déplacements de l'or. Le métal jaune, disent les classiques, s'achemine, comme toutes choses, vers les lieux où il a la plus haute valeur et ces lieux sont aussi, en même temps, ceux où il y a pénurie d'or. En s'acheminant vers ces pays, l'or tend à y accroître la quantité de métaux précieux et par suite à en réduire la valeur, à relever les prix. Inversement, le métal jaune s'échappe des pays où sa valeur est faible, où les prix des marchandises sont élevés, où il y a surabondance d'or. Par là se trouvent amoindris les stocks d'or, qui subsistent dans ces pays et par conséquent les prix fléchissent, la valeur de l'or se relève.

Ainsi tend à se réaliser simultanément le double équilibre mondial dans la valeur de l'or et dans les quantités d'or, le double équilibre des prix mondiaux et de la distribution mondiale de l'or dans le monde.

Mais, de même que l'or, les marchandises obéissent à la grande loi, qui dirige toutes choses vers les lieux où elles ont leur plus haute valeur. Les marchandises fuient les prix bas, pour aller vers les prix

élevés. En s'éloignant des régions à prix bas, les marchandises diminuent l'importance des approvisionnements qui restent dans ces pays, diminuent l'offre des produits et par là les prix tendent à remonter. En affluent, au contraire, dans les contrées à prix élevés, les marchandises augmentent les approvisionnements, augmentent les stocks des produits existants, tendent à faire flétrir les prix. De manière que les déplacements des marchandises tendent en même temps que ceux de l'or à rétablir l'équilibre mondial des prix.

Mais, haute valeur de l'or signifie faible valeur des marchandises; Les déplacements de l'or et des marchandises vers leur plus haute valeur, signifient donc déplacements en sens contraire de l'un et des autres.

Là par exemple, où les prix sont élevés, là où l'or a une faible valeur, les marchandises tendront à accourir et l'or tendra à fuir. Prix trop élevés dans un pays impliquent excès d'or par rapport aux marchandises. Supposons qu'à un certain moment, il y ait dans un pays 120 d'or contre 100 de marchandises. L'or chassé par sa valeur trop basse, s'échappera de ce pays, de manière que le stock d'or va descendre progressivement, mettons jusqu'à 110. Les marchandises, au contraire, attirées dans ce pays par leur valeur plus haute, afflueront de manière à grossir progressivement jusqu'à 110. A ce moment, l'équilibre sera restauré. Grâce au double déplacement en sens contraire, de l'or et des marchandises, alors qu'on avait 120 d'or et 100 de marchandises, donc déséquilibre, on a maintenant 110 d'or et 110 de marchandises, donc équilibre.

Une élévation temporaire des prix dans un pays, résulte, d'après la théorie quantitative de la monnaie, du moins d'après la théorie quantitative de la monnaie basée sur l'or, ou de l'accroissement dans les quantités d'or, ou d'une diminution dans l'approvisionnement de marchandises. Par exemple, rendement accru des mines aurifères, balance des comptes en excédent qui renforce les stocks d'or d'un pays, guerres, récoltes déficitaires, voilà une série de faits, qui amoindrissent les quantités disponibles de marchandises et entraînent insuffisance des marchandises par rapport à l'or.

Supposons, que dans un pays l'un de ces évènements se produise, les prix vont y hausser au-dessus de leur niveau ancien, alors qu'ailleurs ils demeurent à leur niveau antérieur. Cette hausse des prix détermine un accroissement des importations de marchandises et un flétrissement des exportations, de manière qu'appa-

raît, dans ce pays, un déficit de la balance commerciale, puis de la balance des comptes. Le déficit de la balance des comptes aura pour conséquence, une sortie d'or pour payer le déficit et la raréfaction de l'or, par application de la théorie quantitative de la monnaie basée sur l'or, substituera la baisse à la hausse des prix qui s'était d'abord dessinée. Simultanément, à l'étranger, il y aura une hausse des prix, comme effet de la raréfaction des marchandises due aux exportations et comme effet de l'afflux corrélatif d'or. Les prix déclineront là où ils avaient trop progressé et se relèveront ailleurs. L'équilibre des prix tendra de nouveau à s'établir par le jeu des actions et des réactions, que le déséquilibre lui-même a suscité.

L'équilibre des prix reconstitué, les déplacements anormaux de marchandises et d'or, que le déséquilibre avait provoqués, s'arrêteront d'eux-mêmes. Le déséquilibre de la balance des comptes, qui avait été l'instrument du retour à l'équilibre des prix mondiaux, cesse à son tour. L'équilibre se réalise quant aux prix mondiaux, quant à la distribution mondiale de l'or, quant à la balance des comptes.

C'est par ce mécanisme que se propagent dans le monde, d'après l'école classique, les variations des prix provoquées par les changements dans la production de l'or.

Lorsque augmente, par exemple, le montant de la production de l'or, une hausse immédiate des prix s'observe dans les pays producteurs d'or. Cette hausse initiale des prix dans les contrées où se trouvent des mines aurifères, va gagner progressivement le reste du monde, par le double mouvement en sens contraire des marchandises qui s'acheminent vers les pays où les prix ont déjà monté, et de l'or qui se dirige, au contraire, vers les pays où les prix sont encore bas. Grâce à ce double mouvement des marchandises et de l'or, l'équilibre se rétablit à nouveau dans le monde, mais à un niveau supérieur. Et en même temps se distribuent harmonieusement dans les divers pays les nouvelles quantités d'or.

Des hausses des prix se manifestent ainsi partout et ces hausses résultent de l'accroissement à peu près proportionnel des quantités d'or dans les divers pays.

Si l'on s'en tient à la théorie quantitative de la monnaie basée sur l'or, on se contente de l'affirmation que nous venons de faire, portant sur la distribution égale de l'or dans le monde, laquelle entraînerait nécessairement équilibre des prix.

Si l'on se réclame d'une théorie quantitative de

la monnaie, plus large, qui fait dépendre les prix, non seulement de l'or, mais de l'ensemble des quantités monétaires, de ce qu'on appelle M dans l'équation de Irving Fisher, et si on se réclame d'une théorie plus large encore, qui subordonne les prix, non pas seulement à la monnaie proprement dite, mais aussi aux dépôts et à la vitesse de la circulation, M , M' , V , V' de l'équation de I. Fisher, on dit que l'augmentation proportionnelle des quantités d'or dans les divers pays y provoque des accroissements proportionnels dans la quantité de monnaie ou dans le total des instruments monétaires, de façon à entraîner partout des ascensions des prix à peu près du même ordre.

De même, en cas de conflit entre les nations, se propage, par ce mécanisme, la hausse des prix, ainsi qu'on l'a observé lors de la dernière guerre : l'élévation des prix était inévitable dans les pays belligérants, en raison, entre autres, de l'énorme accroissement des besoins, en raison aussi de la décroissance de la production due à la masse des travailleurs appelés sous les drapeaux. Mais, la hausse des prix, a gagné peu à peu les autres pays, les pays neutres. Par le double mouvement, en sens contraire, de l'or et des marchandises, l'or des pays en guerre a afflué vers les pays neutres. Inversement, les marchandises des pays neutres, ont afflué vers les pays belligérants. Il y avait ainsi, dans les pays neutres, plus d'or et moins de marchandises; double raison de hausse des prix, parallèle à la hausse des prix, qui s'est manifestée dans les pays belligérants. La hausse, qui a sévi d'abord en France, en Angleterre, en Allemagne, a gagné aussi les Etats Unis jusqu'à leur entrée en guerre, les Pays scandinaves, la Hollande, l'Espagne, et les autres pays neutres.

De même, pour expliquer la tendance au parallélisme des variations des prix dans les divers pays du monde, à travers les phases alternées des cycles économiques de prospérité et de dépression, ou bien encore lors des changements dans les récoltes de certains pays, ou à l'occasion d'inventions techniques abaissant fortement les prix de revient, on a recours au double mouvement de l'or et des marchandises. Les variations des prix, qui apparaissent d'abord dans un pays gagnent peu à peu les autres pays.

§ II - Critique de la Théorie.

Nous ne voulons pas rechercher, pour l'instant, s'il est exact, comme l'affirme l'école classique, qu'il y ait une tendance à un certain équilibre des

prix dans le monde, à un certain parallélisme dans les mouvements des prix des divers pays. Nous le croyons volontiers, sauf la question de savoir si à chaque apparition d'un déséquilibre des prix, doit se produire un retour à l'équilibre ancien, ou si on ne doit pas admettre la possibilité, parfois, d'un nouvel équilibre des prix, qui se substitue à l'équilibre antérieur. Mais, pour l'instant, nous n'insistons pas sur le fait même.

Ce que nous nous demandons c'est s'il est vrai que ce soit le mécanisme de la théorie classique qui conduise au rééquilibre mondial des prix. S'il y a une tendance au rééquilibre mondial des prix, cette tendance se réalise-t-elle par le mécanisme tel que nous venons de l'exposer ? Ce mécanisme suppose que, quand le déséquilibre mondial des prix se manifeste, ce déséquilibre détermine : 1° certains mouvements internationaux de marchandises; 2° ces mouvements internationaux des marchandises provoquent à leur tour des migrations de l'or; 3° grâce à ces déplacements de l'or se rétablit l'équilibre des prix.

Or, les faits fréquemment, viennent contredire ces trois affirmations.

I° - Le déséquilibre mondial des prix, l'inégalité des prix, qui apparaît à certains moments entre les divers pays, entraîne-t-il nécessairement des mouvements importants de marchandises entre les divers pays ? Ces mouvements peuvent avoir lieu. Mais, il se peut qu'ils fassent défaut. Il se peut, en effet, qu'il y ait une tendance au nivellement des prix, par la seule action de facteurs purement psychologiques. L'annonce du changement des prix sur tel ou tel marché extérieur provoque instantanément hausse ou baisse des prix sur les autres marchés. Nous avons déjà eu l'occasion de le signaler, le télégraphe et le téléphone peuvent suffire à produire des changements de prix, sans qu'il soit nécessaire qu'il y ait déplacement effectif de marchandises. Le mouvement cyclique de prospérité et de dépression, les inventions techniques, les changements de prix dus aux récoltes ou à une guerre, peuvent plus ou moins grandement se propager dans le monde, nous ne disons pas, sans qu'il y ait jamais de mouvements de marchandises, mais sans qu'il y ait, chaque fois, des déplacements considérables de marchandises.

Il en résulte que lorsque dans un pays les prix varient sous l'influence psychologique des changements des prix à l'étranger, les modifications correspondantes dans le volume des instruments monétaires ou dans la vitesse de la circulation, que suppose l'équation de

Le déséquilibre des prix n'entraîne pas nécessairement déplacements considérables de marchandises.

l'échange, les changements concernant M, M', et V V' de l'équation de I. Fisher, se font sous l'impulsion même des changements des prix, et non pas des déplacements de l'or et des marchandises. Ce sont les prix, alors, qui constituent le facteur causal du mouvement et ce sont les quantités monétaires, qui s'adaptent aux conditions nouvelles créées par les prix.

Ainsi, premièrement, possibilité de tendance à l'équilibre des prix, sans déplacement des marchandises. Déjà un premier point, où le mécanisme de la théorie classique ne se vérifie pas.

2° - La théorie classique suppose que les déplacements des marchandises, entraînent nécessairement déplacements, en sens contraire de l'or. Ce point aussi peut être contesté. Même quand la baisse des prix a suscité les courants internationaux de marchandises, que suppose la théorie de l'équilibre économique, même lorsque se produisent ces excédents d'importations de marchandises dans les pays à prix élevés, il n'est pas toujours sûr que suive le mouvement de sens contraire de l'or. Même quand il y a augmentation des entrées de marchandises dans les pays à prix élevés, il n'est pas sûr que l'or sortira. On peut, en effet, payer autrement qu'en or les marchandises étrangères importées. Tant que le déficit de la balance commerciale n'a pas entraîné un déficit de la balance des comptes, on peut payer au moyen des divers postes actifs de la balance; on peut employer l'excédent de la balance des comptes au paiement des importations accrues de marchandises. Mais, même lorsque survient un déficit de la balance des comptes dû à ces achats considérables de marchandises à l'étranger, il n'est pas sûr que l'on paie en or. On peut payer au moyen de crédits obtenus à l'étranger. On peut payer au moyen de capitaux empruntés. Pendant la dernière guerre, les pays belligérants ont payé une large partie de ce qu'ils achetaient au dehors, grâce aux crédits qu'on leur avait accordés. Ces divers modes de paiement, peuvent reculer l'heure de la sortie de l'or.

Si la sortie de l'or était vraiment indispensable pour que se relèvent les prix à l'étranger, pour que s'étende sur le globe la vague de hausse des prix venue dans certains pays, le déséquilibre mondial des prix pourrait longtemps persister, alors que l'observation montre que souvent, la tendance à l'équilibre se constate assez rapidement.

Donc, sur ce point encore, voilà une partie du mécanisme contredite par les faits.

3° - Il en est de même, enfin, du troisième point, du troisième rouage du mécanisme : on nous dit que

Les déplacements des marchandises n'entraînent pas nécessairement déplacements en sens contraire de l'or

Il n'est pas certain que l'or s'échappe des pays à prix élevé pour aller vers les pays à prix bas

L'équilibre mondial des prix peut s'établir sans équilibre dans la distribution mondiale de l'or

l'or s'échappe des pays à prix élevés pour aller vers les pays à prix bas, et que la conséquence c'est le fléchissement des prix dans le pays où les prix avaient trop monté, et le relèvement dans les pays où les prix étaient restés trop bas.

Cette relation, entre les quantités d'or et les prix n'est pas du tout certaine. Par conséquent, même si l'or obéit au mouvement qu'implique la théorie classique, il n'en résulte pas que ce mouvement de l'or assurerait un meilleur équilibre des prix. Nous avons, en effet, déjà signalé bien des exemples, où il y a afflux d'or et où il n'y a pas hausse des prix. Nous avons montré que s'il y a eu aux Etats Unis, en 1915-1917, afflux d'or et hausse des prix, en 1920-1927, au contraire, il y a eu afflux d'or, mais pas de hausse des prix. Pas davantage de hausse des prix aux Etats Unis en 1928-1929 où s'est produit un nouvel afflux d'or, ni en 1931.

Par conséquent, ici encore contradiction des faits quant à cette troisième pièce du mécanisme classique.

La théorie classique croit à un parallélisme constant entre le mouvement de l'or et les variations des prix, croit à l'établissement simultané de l'équilibre mondial des prix et de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Mais, nous avons montré toutes les dérogations que les faits apportent à la thèse de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Si par exemple, pour les années antérieures à la guerre, on cherche la destination donnée à l'or extrait des mines, on constate que cet or se répartit souvent, dans les divers pays, de façon inégale, nullement proportionnelle à l'activité respective des divers pays. En particulier, la France, dès cette époque, avait tendance à recevoir et à détenir des quantités d'or relativement plus fortes que les autres pays. Après la guerre, on sait l'importance qu'a pris dans la littérature économique et dans la politique de certains pays, le fait de l'inégale distribution mondiale de l'or.

Si donc l'or devait être l'agent de l'équilibre mondial des prix, l'absence d'équilibre dans la distribution de l'or devrait signifier absence aussi d'équilibre mondial des prix. Si au contraire, comme nous le croyons, un certain équilibre des prix, un assez grand parallélisme dans les mouvements des prix des divers pays, constitue bien la vérité de fait, c'est que cet équilibre, pour s'établir, n'a pas besoin de mouvements d'or correspondants. L'équilibre mondial des prix peut se produire sans équilibre dans la distribution mondiale de l'or. L'équilibre des prix et

l'équilibre de l'or, qui paraissaient la condition nécessaire l'un de l'autre qu'on avait étroitement amalgamés, doivent être dissociés.

L'équilibre des prix peut s'instituer sans le secours du rééquilibre dans la distribution mondiale de l'or. Ce qui signifie qu'il se restaure par un mécanisme, où l'or ne joue pas un rôle prépondérant. Il y a probablement - c'est une question à revoir - tendance à l'équilibre des prix, mais cette tendance peut se réaliser sans le concours des mouvements de l'or, sans la tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

Ainsi, nous avons étudié successivement la théorie de l'école classique relative à l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or; la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, et la théorie, enfin, relative à l'équilibre des prix par les mouvements de l'or. Nous avons ainsi terminé l'examen de l'ensemble des thèses de l'école classique, quant au triple équilibre de la balance des comptes, des prix et de l'or.

Chapitre VII

THEORIE AMERICAINE DE L'EQUILIBRE DE LA BALANCE DES COMPTES PAR LES MOUVEMENTS DES CAPITAUX

§ I - Exposé de la théorie.-

Cette théorie paraît bien supérieure à celle de l'équilibre par le mouvement de l'or, parce qu'elle est beaucoup plus moderne, plus actuelle. Parlant de mouvement des capitaux, elle se place en face du monde d'aujourd'hui, où les règlements se font principalement par des mouvements de capitaux, et non pas en face de ce qu'était le monde, il y a un siècle ou un siècle et demi, où les mouvements de l'or avaient une plus grande importance.

Cette théorie, on ne la trouvera peut-être exposée, comme nous allons le faire, nulle part. Nous la systématisons, en empruntant les principaux éléments à des économistes américains, économistes tels que Taussig, Graham, Viner et peut être surtout Angell dans son livre "International Prices" (Les Prix internationaux).

Cette théorie invoque déjà l'existence de mouve-

ments de capitaux, lors du déséquilibre temporaire de la balance des comptes. Si la balance des comptes d'un pays, qui généralement présente un excédent, est temporairement en déficit, il arrivera que l'afflux des capitaux, afflux parfois favorisé par le mouvement du taux de l'escompte, compensera le déficit et rétablira l'équilibre, en permettant de faire face aux paiements.

Dans ce cas de déséquilibre temporaire, il s'agit en réalité du rétablissement de l'équilibre, non pas de la balance des comptes, mais de la balance des paiements. La balance des comptes d'un pays se trouvant temporairement en déficit, des mouvements de capitaux se produisent, qui mettent la balance des paiements en équilibre, qui permettent de payer ce que l'on doit. S'il s'agit d'un pays, dont la balance des comptes est virtuellement en équilibre, d'un pays, dont le déséquilibre de la balance ne correspond pas vraiment à une situation économique défavorable, s'il s'agit d'un déséquilibre temporaire, saisonnier de la balance des comptes, cet afflux de capitaux présentera l'avantage d'empêcher un double mouvement inutile de l'or : sortie d'or, pour combler le déficit temporaire, rentrée d'or ensuite, lorsque de nouveau la balance des comptes sera en excédent. Il s'agit d'un pays, qui doit actuellement quelque chose à cause du déficit de sa balance des comptes, mais qui, dans quelques semaines ou dans quelques mois, va se trouver créancier. L'afflux des capitaux, vient permettre d'attendre ce retour de la balance des comptes à l'équilibre. Il sert à établir l'équilibre de la balance des paiements, malgré le déficit temporaire de la balance des comptes et empêche des mouvements inutiles d'or.

Mais ce qui nous importe ici, c'est la question de savoir si la balance des comptes elle-même tend à se remettre en équilibre.

La théorie américaine prétend que les mouvements de capitaux vont avoir comme conséquence le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes. Cette théorie, nous l'exposerons, calquée, autant que possible, sur la théorie de l'équilibre par les mouvements de l'or. Ce sera comme une copie de la théorie de l'équilibre par les mouvements de l'or, sauf qu'il sera question de capitaux à la place de l'or. Nous verrons les mouvements successifs, par lesquels la balance tend à se remettre en équilibre, mouvements successifs déclenchés par les déplacements des capitaux et non plus par ceux de l'or. De même qu'à la base de la théorie de l'équilibre par les mouvements de l'or, nous trouvons la théorie quantitative de la monnaie, ce sera encore la théorie quantitative de la

monnaie, qui viendra appuyer la tendance à l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des capitaux.

On se souvient que dans la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement de l'or, l'équilibre tend à se rétablir à cause de l'influence de l'or sur les prix. Ici ce sera à cause de l'influence des capitaux sur les prix.

Mais, comment les mouvements des capitaux, comment les mouvements internationaux des capitaux, peuvent-ils agir sur les prix ?

Les capitaux étrangers, qui viennent dans un pays, ne sont pas de la monnaie, ne sont pas surtout de la monnaie nationale. Ils agissent sur les prix, parce qu'ils sont transformés en monnaie nationale. Les capitaux étrangers entrent sous forme de devises, de monnaie étrangère. On sait ce qu'il faut entendre par devises étrangères : ce peut être des billets de banque, des lettres de change sur l'étranger, des chèques sur l'étranger. Un élément très important pour les règlements internationaux, ce sont les coupons des valeurs mobilières étrangères. Les valeurs mobilières étrangères, elles-mêmes, peuvent servir de devises, de moyens de paiements internationaux.

L'entrée de ces devises dans un pays, provoque la création de monnaie nationale et c'est cette création de monnaie nationale qui va agir sur les prix des marchandises à l'intérieur du pays.

Le phénomène, pour nous, Français, eût été peut-être difficile à comprendre, il y a quelques années. Mais c'est aujourd'hui un phénomène qui nous est devenu très familier, à raison des événements monétaires, qui se sont succédé, en France, dans ces derniers temps, et spécialement entre 1926 et 1928.

On se rappelle qu'en 1926-1928, il y a eu un énorme afflux de capitaux en France. Ces capitaux provenaient de deux sources. D'une part, rapatriement par des Français des capitaux qu'ils possédaient à l'étranger, rapatriement par les Français de leurs avoirs à l'étranger. Ces avoirs, ils les avaient laissés à l'étranger par crainte de la baisse du franc. A partir du milieu de 1926, après la constitution du Gouvernement d'Union Nationale, et surtout à partir de la fin de 1926, lorsque la stabilisation du franc paraissait acquise, les Français opéraient le rapatriement de leurs capitaux. D'autre part, il y eut de gros envois de capitaux par les étrangers, envois déterminés par le désir de spéculer, d'abord à la hausse du franc, et ensuite, à la hausse escomptée des valeurs

Comment les mouvements internationaux de capitaux peuvent agir sur les prix

mobilières françaises.

Ces capitaux, se transformant, en France, en monnaie nationale, permettaient aux Français d'avoir les francs qu'ils désiraient, permettaient aux étrangers d'avoir les francs qu'ils voulaient pour acheter des valeurs mobilières, le cas échéant.

A ce moment-là, entre 1926 et milieu 1928, nous étions sous le régime du gold exchange standard. Les devises étrangères se portaient vers la Banque de France, et la Banque de France, en échange, donnait des francs-francs-billets ou en francs-crédit. Francs-crédit cela veut dire qu'en échange des devises qu'on lui apportait, la Banque de France inscrivait la somme correspondante, en francs, dans ses comptes courants créditeurs au profit de ceux qui lui apportaient les devises.

L'afflux des devises étrangères, entraînait donc remise, par la Banque de France, de billets, ou augmentation des comptes courants créditeurs à la Banque de France, augmentation de la circulation de la monnaie, augmentation des dépôts, augmentation de la circulation monétaire d'une façon large, augmentation de ce que, dans l'équation de I. Fisher est représenté par la lettre M, pour les billets, et par M', pour les dépôts.

Sans doute, à une certaine époque, l'inflation ne s'était pas produite, parce que les particuliers, avec les francs qu'ils recevaient, achetaient des bons du Trésor, remettaient ainsi leurs billets au Trésor, qui, lui, les remettait à la Banque de France, de sorte que par ce circuit fermé les francs revenaient à la Banque de France. Mais, bientôt ce circuit fermé a cessé. Il y a eu augmentation de la circulation des billets, et augmentation des dépôts.

On voit ainsi comment, les mouvements internationaux des capitaux, donnent lieu aux variations dans le volume des instruments monétaires d'un pays particulier. Si des capitaux étrangers, si des devises affluent dans un pays, ces devises se porteront vers la Banque centrale ou vers les banques privées. Il y aura augmentation de la quantité de billets mis en circulation, et augmentation des dépôts inscrits aux comptes des particuliers. S'il y a sortie de capitaux, ce sera le phénomène inverse : les Banques céderont des devises, les remettront aux particuliers, pour leurs règlements à l'étranger. Ceux-ci achèteront les devises, en donnant des billets; d'où diminution de la quantité de billets en circulation; ou bien ils achèteront des devises en virant les sommes inscrites à leur compte aux comptes de la Banque, d'où diminution des dépôts inscrits au compte des particuliers; dimi-

nution de M. et diminution de M'. Déflation des billets et déflation des dépôts.

Appliquons ce mécanisme à notre situation, en cas d'un déficit ou d'un excédent de la balance des comptes.

Commençons par le cas d'un déficit de la balance des comptes : il faut montrer comment, au cas d'un déficit de la balance des comptes, des mouvements de capitaux, vont se produire, qui tendront à rétablir l'équilibre de la balance. S'il y a déficit de la balance des comptes dans un pays, cela signifie que le pays a moins de devises qu'il ne lui en faudra pour payer l'étranger. Il y a pénurie de devises par rapport aux règlements à effectuer. On constate toujours, dans les banques, un mouvement d'entrée et de sortie de devises. Si la balance des comptes est en déficit, il y aura peu de devises possédées par les particuliers, alors qu'il y a de grands besoins de devises pour payer l'étranger. Les particuliers porteront donc peu de devises dans les banques et leur en demanderont beaucoup. Les devises vont sortir des banques. Mais en échange, les particuliers apporteront aux banques, soit des billets, soit des chèques permettant de virer au compte de la banque leurs dépôts.

En cas de déficit de la balance des comptes, il y aura donc diminution des billets dans le pays et diminution des dépôts, diminution de M et de M', parce que les particuliers détenteurs de M et de M' ont céder une partie de leur monnaie ou de leurs dépôts pour acquérir des devises. Il y aura dans le pays, diminution de la circulation des billets et du montant des dépôts.

Si la Banque Centrale ou les banques privées, ont des devises suffisantes provenant du passé, elles en céderont, pour répondre aux demandes qui leur sont faites. Les banques verront ainsi décroître leur portefeuille de devises. Si les banques n'ont pas assez de devises, pour répondre aux demandes, elles emprunteront à l'étranger, elles obtiendront des crédits à court terme de leurs correspondants étrangers, des banques étrangères avec lesquelles elles sont en relation. Et elles céderont ces devises aux particuliers, à leurs nationaux, qui leur remettront des billets ou leur céderont une partie de leurs dépôts.

Voilà donc la tendance générale au cas de déficit. Restriction de la circulation monétaire, diminution de la circulation des billets et diminution des dépôts.

Mais j'y ajoute quelques détails, pour qu'en comprenne bien ce qui se passe dans les comptes des

banques :

Supposons qu'il s'agisse de la Banque centrale; supposons que la Banque Centrale accepte de donner les devises qui lui sont demandées; supposons que nous soyons au temps du gold exchange standard, en France. La Banque de France, à qui on demande des devises, sera payée, soit en billets, soit par des prélèvements sur les dépôts et ce seront les comptes courants créditeurs qui diminueront. La Banque de France, verra ainsi à son actif diminuer son portefeuille de devises, mais d'une façon correspondante, elle verra, à son passif, diminuer le total des billets en circulation et les dépôts. Diminution, d'une part, du portefeuille des devises, diminution, d'autre part, de la circulation de billets et des comptes courants créditeurs.

Supposons qu'il s'agisse de banques privées. Les Banques privées seront en partie payées sur des dépôts. Ceci est encore très simple. Les particuliers qui demandent des devises aux banques privées, payeront les banques sur les dépôts qu'ils ont chez elles. Les banques privées, verront donc, à leur actif, diminuer leur portefeuille de devises, et, à leur passif, diminuer le montant des dépôts, des engagements à vue.

Même quand on ne peut pas s'adresser à la banque centrale pour obtenir des devises, quand on ne peut s'adresser qu'à des banques privées, il peut en résulter, non seulement diminution des dépôts, mais aussi diminution des billets en circulation. Les particuliers, en effet, pour avoir des devises, apportent leurs billets à une banque privée. La Banque privée verra augmenter son encaisse. Jusqu'ici, il n'y a pas diminution de la circulation monétaire, que les billets soient chez les particuliers ou dans des banques privées, c'est toujours la même circulation monétai-
re. Mais, il arrivera souvent que la Banque privée, portera ses billets à la Banque de France. Elle ne va pas garder une encaisse démesurée; Si elle a trop de billets, elle les porte à la Banque de France. Il y aura donc alors diminution des billets en circu-
lation. Ou bien, il se peut qu'elle garde ses billets pour les effets de commerce, qu'on lui apporte à l'es-
compte. Mais alors, si grâce à son encaisse, elle peut plus aisément escompter une grande quantité d'effets de commerce, elle aura, elle-même, moins d'effets à faire réescompter par la Banque de France. Elle fera appel à moins de billets de la Banque de France. Cette source d'émission de billets, qu'étaient les effets de commerce portés au réescompte à la Banque de France, va voir son importance s'amoindrir. Il y aura donc

encore diminution des billets en circulation, parce que les banques privées, feront moins appel aux billets de la Banque de France.

On voit que, soit qu'on s'adresse à la Banque Centrale, comme dans le système du gold exchange standard, soit qu'on s'adresse seulement aux banques privées, le besoin de devises peut entraîner diminution dans le pays, non seulement des dépôts, mais aussi des billets. Donc moins d'instruments monétaires en circulation; M. et M' diminueront.

C'est exactement quelque chose de correspondant à ce que nous avons constaté pour l'or. Là diminution de l'or dans le pays, pour payer le déficit de la balance des comptes; Ici, diminution de la circulation monétaire. Et on verra se dérouler toute la chaîne des successions que l'on connaît.

1° - Déficit de la balance des comptes;

2° - Mouvement - nous ne dirons plus de l'or, mais des capitaux; sorties de capitaux; sortie de devises, qui entraîne diminution des billets, diminution des dépôts, diminution de la circulation monétaire dans le pays;

3° - en vertu de la théorie quantitative de la monnaie, baisse des prix, comme conséquence de la diminution de la circulation monétaire;

4° - exportations accrues de marchandises favorisées par cette baisse des prix, et, au contraire, ralentissement des importations de marchandises. A cause de la baisse des prix, on vend moins dans le pays; on préfère vendre davantage au dehors. Donc, amélioration de la balance commerciale; si elle a été en déficit, elle va bientôt être en excédent; De même bientôt pour la balance des comptes. Comme on vend beaucoup à l'étranger et que l'on y achète très peu, la balance des comptes se retourne. Elle tend à présenter des excédents.

5° - L'équilibre de la balance se rétablissant, les capitaux cessent de fuir;

6° - La baisse des prix s'arrête;

7° - équilibre de la balance des comptes, équilibre des prix, et aussi équilibre des capitaux.

Prenons maintenant l'hypothèse inverse : la balance des comptes est en excédent. Le mouvement des capitaux va alors déterminer une série de phénomènes inverses :

Si la balance est en excédent, le premier effet doit être l'afflux de capitaux, de devises dans le pays. Ces devises, vont être portées à la Banque, qui remettra, en échange, de la monnaie nationale. Aug-

Comment en cas d'excédent de la balance des comptes les mouvements de capitaux tendent à rétablir l'équilibre.

Source: BIU Cujas

mentation de la circulation monétaire dans le pays. Si, par exemple, les devises sont portées à la Banque centrale, cette banque paiera les devises, soit en remettant des billets, soit en créditant les apparteurs de devises par des inscriptions en compte courant, en augmentant les dépôts inscrits à leur nom. Augmentation des billets, augmentation des dépôts, augmentation de M et de M'.

Si les devises sont portées dans une banque privée, celle-ci pourra payer, en créditant l'intéressé dans ses livres, donc en augmentant les dépôts inscrits au compte des particuliers. Mais elle pourra aussi agir de façon qu'augmente la circulation monétaire; Elle pourra payer l'intéressé en billets, et si elle voit par là, son encaisse billets diminuer elle escomptera ses effets à la Banque de France, qui lui remettra des billets, de sorte qu'il y aura augmentation de la circulation des billets dans le pays.

Ainsi, soit dans le système du gold exchange standard, où l'on porte les devises à la Banque centrale, soit même dans d'autres systèmes, le résultat peut être toujours le même : augmentation des billets, augmentation des dépôts à raison de la masse de devises, qui sont apportées à la Banque Centrale ou aux banques privées.

Au terme du mouvement, si l'on considère, par exemple, les comptes de la Banque Centrale, on trouvera à l'actif de la Banque Centrale, accroissement du portefeuille des devises, ou accroissement du portefeuille des effets de commerce à raison de l'augmentation des effets que les banques privées ont apportés à la Banque Centrale, ou bien les deux. Accroissement, à l'actif, du portefeuille des devises et du portefeuille des effets de commerce, du portefeuille commercial, et au passif, de façon corrélatrice, augmentation des billets en circulation, augmentation des dépôts, des comptes courants créditeurs.

Si l'on considère le compte des banques privées, on trouvera, à l'actif, augmentation du portefeuille des devises, et au passif, augmentation des dépôts; mais il se peut aussi, qu'en même temps, on trouve à l'actif diminution du portefeuille commercial des banques privées, à raison du réescompte à la Banque centrale. On aura alors, augmentation du portefeuille devises, diminution du portefeuille effets de commerce, et au passif, augmentation des dépôts.

De toutes façons, se produira dans le pays une augmentation de la circulation monétaire, augmentation des billets et augmentation des dépôts, augmentation de M et de M'. Donc, ce sera la même série de mouvements que, au cas d'une balance des comptes en excédent dans

la théorie de l'équilibre par l'or.

1° - Balance en excédent;

2° - Afflux de devises qui, échangées contre la monnaie nationale, entraînent augmentation des billets et des dépôts;

3° - hausse des prix;

4° - Changement dans les courants commerciaux : augmentation des importations, à raison de la hausse des prix; diminution des exportations; puisque les prix sont élevés dans le pays, on ne se soucie pas de vendre à l'étranger.

5° - Modification de la balance commerciale : les excédents de la balance commerciale disparaîtront les excédents anciens de la balance des comptes, eux aussi, finiront par s'évanouir; il n'y aura plus d'excédent de la balance, qui alors tendra à revenir à l'équilibre;

6° - Arrêt de la hausse des prix;

7° - Equilibre de la balance des comptes, équilibre des prix, et ajoutons aussi, équilibre des capitaux.

Voilà le mécanisme, tout à fait analogue à celui que nous avons constaté pour le cas de l'or. La théorie américaine, peut être exposée de façon tout à fait parallèle à la théorie anglaise, plus ancienne.

On voit aussi qu'il résulte de là que les mouvements des capitaux sont suivis de mouvements de même sens des marchandises. Au cas de déficit de la balance des comptes, il y a eu exportation de capitaux pour combler le déficit. Mais cette exportation de capitaux entraîne, au bout d'un certain temps, une exportation de marchandises, et c'est cette exportation qui tendra à rétablir l'équilibre. Le mouvement de sortie des capitaux sera suivi d'un mouvement de sortie des marchandises, lequel rétablira l'équilibre.

Si l'on considère le cas de la balance des comptes en excédent, l'excédent de la balance des comptes entraîne importation de capitaux. Mais cette importation de capitaux va tendre, au bout d'un certain temps, à déterminer des importations de marchandises, lesquelles rétabliront l'équilibre.

Dans les deux cas, l'équilibre tend à se rétablir, par un mouvement de marchandises postérieur au mouvement des capitaux et de même sens. Ainsi apparaît cette règle sur laquelle nous aurons à revenir que la marchandise suit le capital. Nous ne la donnons pas pour vraie, pas plus que nous ne donnons pour vraies toutes les affirmations que nous verrons de faire. Nous ne faisons qu'exposer une théorie.

Les mouvements des capitaux sont suivis de mouvements de même sens des marchandises

§ 2 - L'obstacle à l'équilibre de la balance
des comptes résultant de l'équilibre de la balance
des paiements.-

Nous laissons de côté cette partie des développements qui précédent et qui concernent le déséquilibre temporaire de la balance des comptes, déséquilibre auquel remédie le mouvement des capitaux. Nous avons vu, en effet, que ces mouvements de capitaux, au cas de déficit temporaire, ne remédient en rien au déficit de la balance des comptes et servent seulement à l'équilibre de la balance des paiements, en empêchant un double mouvement inutile de l'or. Ces mouvements temporaires des capitaux remédient à certains inconvenients, qu'entraîne le déséquilibre temporaire de la balance des comptes.

Nous considérons, dans ce paragraphe et dans ceux qui vont suivre, ce qui est essentiel dans la théorie que nous examinons, c'est-à-dire les actions et réactions par lesquelles les mouvements des capitaux doivent rétablir l'équilibre de la balance des comptes elle-même.

Continuant à modeler nos explications sur ce que nous avons dit à propos de l'or, nous devons commencer par faire observer, qu'ici, comme pour le cas de l'or, le mouvement régulateur, dont on nous parle, peut se trouver enrayer dès le début, parce que la première conséquence, que doit entraîner le déficit ou l'excédent de la balance des comptes, à savoir le mouvement des capitaux, ne se produit pas.

Nous avons montré précédemment, que le mouvement de l'or, comme conséquence du déséquilibre de la balance des comptes, souvent n'a pas lieu. De même, nous montrerons ici que le mouvement des capitaux souvent n'a pas lieu. Le premier chânon n'existant pas, tout le reste de la chaîne ne peut pas suivre.

Voici, en effet, un pays, dont la balance des comptes est en excédent. Lorsque, comme dans la théorie anglaise, le mécanisme régulateur était le mouvement de l'or, cette balance en excédent devait entraîner afflux d'or. Mais, nous avons montré, précédemment, que souvent l'afflux d'or n'a pas lieu, que l'excédent n'est pas réglé en or. De même, nous devons dire ici qu'au cas de balance en excédent, il n'y a pas nécessairement afflux de capitaux dans le pays. Il y a bien excédent de la balance, mais cet excédent n'entraîne pas cet afflux de capitaux, qui doit déclencher le mécanisme par lequel l'équilibre se rétablit.

Les capitaux n'affluent pas dans le pays, parce

Souvent le mouvement des capitaux, conséquence du déséquilibre de la balance des comptes ne se produit pas.

qu'on les laisse à l'étranger, parce qu'on les emploie immédiatement à des placements extérieurs. Les exemples de ce fait sont très nombreux, de même que les exemples correspondants étaient nombreux pour le cas de l'or.

Exemple des Etats Unis et de l'Angleterre

Aux Etats Unis, il y avait toujours, il y a d'ailleurs encore, excédent de la balance des comptes, excédant entraînant parfois importation d'or et importation de capitaux. Mais parfois aussi, malgré l'excédent de la balance, il n'y avait, ni importation d'or, ni importation de capitaux, parce que les Etats Unis plaçaient tout de suite à l'extérieur cet excédent.

De même, en Angleterre, les excédents de la balance des comptes n'entraînaient souvent ni importation d'or, ni importation de capitaux. Il y avait même, malgré l'excédent de la balance des comptes, pénurie d'or et pénurie de capitaux en Angleterre, parce que l'Angleterre était très soucieuse de placer à l'étranger le plus possible, et plaçait parfois plus que ne le permettaient les excédents de la balance des comptes. Les capitaux restaient à l'étranger.

Autre exemple, relatif à un pays, où il y a eu longtemps déficit de la balance des comptes à l'Allemagne.

Prenons l'Allemagne de 1924 à 1928. La balance des comptes de l'Allemagne est en déficit. Ce fait devait entraîner sortie d'or, sortie de capitaux. Très souvent, il n'y eut, ni sortie d'or, ni sortie de capitaux, parce que l'Allemagne empruntait à l'étranger et ce sont ces emprunts étrangers, qui lui permettaient de tant acheter au dehors. Au lieu que le déficit de la balance des comptes de l'Allemagne, pendant ces années-là, eût déterminé une pénurie d'or, une pénurie de devises, il y avait abondance de devises, grâce aux emprunts contractés à l'étranger, abondance de devises qui amenait aussi entrées d'or.

Dès le début, par conséquent, peut ne pas se produire ce mouvement des capitaux, qui doit déclencher la série des actions et réactions conduisant au rééquilibre. Le rééquilibre peut ne pas avoir lieu et pendant de longues périodes de temps un pays peut conserver une balance en excédent et un autre pays une balance en déficit.

On peut exposer ce qui précède en d'autres termes que voici :

On sait que la balance des comptes d'un pays, est presque toujours en déséquilibre : elle accuse, tantôt un excédent, tantôt un déficit. La balance des paiements, au contraire, est, en principe, presque toujours

L'équilibre constant de la balance des paiements n'implique pas paralysie du mécanisme régulateur que suppose la théorie

en équilibre. Elle est en équilibre, tant qu'il n'y a point de faillite, tant qu'un pays continue à faire face à ses engagements. Or, c'est par le mouvement des capitaux que s'établit l'équilibre de la balance des paiements, malgré le déséquilibre de la balance des comptes. Ce sont les mouvements de capitaux qui font que dans un pays, il y a à la fois déséquilibre de la balance des comptes et équilibre de la balance des paiements. Si la balance des comptes est en excédent, la balance des paiements est cependant en équilibre, parce que le pays place à l'étranger l'excédent. Il prête l'excédent de la balance des comptes et la balance des paiements est en équilibre. Si la balance des comptes est en déficit, la balance des paiements est cependant en équilibre grâce aux emprunts qu'on obtient à l'étranger. C'est l'existence même de ces emprunts, qui permet un déficit de la balance des comptes. C'est parce qu'on a emprunté à l'étranger, qu'on peut lui acheter plus qu'on ne lui vend. Du moment qu'il n'y a pas eu de faillite, cela suppose que tous les règlements ont bien eu lieu, qu'on a trouvé à l'étranger les crédits permettant de payer le déficit.

Mais, alors, on pourrait se demander s'il ne faudrait pas conclure de cet équilibre de principe de la balance des paiements, que presque jamais le mécanisme, que suppose notre théorie, ne pourrait fonctionner, parce que dès le début manqueraient les mouvements de capitaux devant le déclencher.

Supposons qu'il s'agisse d'une balance en excédent. La théorie que nous examinons prétend que l'excédent de la balance des comptes amène des importations de capitaux, augmentation de la circulation monétaire intérieure, suivie d'une hausse des prix, grâce à laquelle il y aura des importations de marchandises qui résorberont l'excédent. Mais, si l'excédent est tout de suite placé à l'étranger, comme le veut l'équilibre de la balance des paiements, il n'y aura pas de rapatriement de capitaux, importation de capitaux; par conséquent, pas d'augmentation de la circulation, pas de hausse des prix. Le mécanisme régulateur que constitue le mouvement des capitaux, serait enrayer dès le début, à cause de l'équilibre de la balance des paiements.

Prenons le cas de déficit de la balance des comptes. Ce déficit devrait entraîner diminution

des billets et des dépôts, baisse des prix, exportation de marchandises. Et, tout cela, à cause du déficit qui entraîne pénurie de capitaux, de devises, dans le pays. Mais, si la balance des paiements est en équilibre, cela suppose qu'on a trouvé à emprunter. Si l'on a trouvé à emprunter, il n'y a pas pénurie de devises dans le pays; il n'y a pas diminution de la circulation; il n'y a pas baisse des prix; le mécanisme ne fonctionne pas. De sorte qu'on pourrait dire que l'équilibre de principe de la balance des paiements fait obstacle au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des capitaux.

Il serait exagéré cependant de prétendre que l'équilibre de la balance des paiements implique paralysie absolue du mécanisme régulateur que suppose la théorie examinée. On peut trouver des raisons de faire jouer le mécanisme. Tout d'abord, le mécanisme pourrait jouer, en attendant que se fassent les emprunts, qui rétabliront l'équilibre de la balance des paiements. Supposons une balance en excédent : l'excédent doit finir par être placé à l'étranger; à moins d'acheter des marchandises ou d'acquérir de l'or, il faut bien placer l'excédent à l'étranger, prêter l'excédent. Mais, en attendant que ce placement ait lieu, il y a bien eu un courant considérable d'importations de capitaux dans le pays, il y a bien eu des devises, en quantité considérable, portées aux banques. Par conséquent, remise par les banques de billets ou d'autres instruments monétaires; inflation de la circulation monétaire et hausse des prix. Le mécanisme peut fonctionner.

De même, pour le cas de balance en déficit. Il faudra bien payer les dettes que ce déficit implique à l'égard de l'étranger, mais en attendant qu'on ait trouvé le moyen de le faire, en attendant qu'on ait trouvé, à l'étranger, les emprunts nécessaires, il y a, dans le pays, pénurie de capitaux. Les particuliers, faute de capitaux suffisants pour payer l'étranger, se portent vers les banques, recherchent les devises des banques; La diminution du stock de devises des banques, signifie diminution des billets en circulation, puisque, pour acheter ces devises, il a fallu porter aux banques des instruments de paiement : billets ou dépôts. Temporairement, par conséquent, à cause du décalage entre le moment où la balance des comptes est en déficit et celui où la balance des paiements est en équilibre, le jeu du mécanisme régulateur peut se concevoir.

En second lieu, et ceci est peut-être plus important - malgré l'équilibre de la balance des paiements, le mécanisme peut fonctionner, quand ce sont les banques qui procèdent aux placements ou aux emprunts, qui entraînent l'équilibre de la balance des paiements : supposons, à nouveau, une balance en excédent. Cet excédent devra être placé au dehors. Or, les placements, peut-être, seront effectués, non par les particuliers, mais par les banques. S'ils ne sont pas effectués par les particuliers, cela signifie que les particuliers rapatrient ce qu'ils ont de devises et les portent aux banques. Par là, les particuliers augmentent leurs disponibilités; les banques leur donnent des billets ou augmentent leurs dépôts. Il y a donc bien cette augmentation de billets ou de dépôts que suppose la théorie. Ce sont les banques qui feront, à l'étranger, les placements, grâce auxquels la balance des paiements sera en équilibre. Ce sont les banques qui seront détentrices d'un gros stock de devises, qu'elles placeront à court terme, au dehors, ou contre lesquelles elles achèteront de l'or ou des valeurs mobilières. Le plus souvent, elles feront des placements à court terme. Ainsi, il y aura bien équilibre de la balance des paiements, puisque l'excédent de la balance des comptes aura été placé et cependant il y aura bien eu les mouvements de capitaux, que suppose la théorie que nous examinons.

Voyons, maintenant, le cas d'une balance en déficit, et supposons encore que les emprunts nécessaires, qu'il faut faire à l'étranger, pour combler ce déficit, soient effectués, non par les particuliers, par les sociétés industrielles, mais par les banques. Alors, le déficit de la balance des comptes pourra bien amener la diminution des billets et des dépôts dont on nous parle : Les particuliers n'emprunteront pas au dehors, pour payer; ils s'adresseront aux banques et leur demanderont des devises. Les banques ont toujours un certain stock de devises, grâce auquel elles répondent aux premières demandes. Puis, voyant leur portefeuille de devises s'épuiser, elles se feront ouvrir des crédits à l'étranger; contracteront à l'étranger des emprunts à court terme, s'adresseront à leurs correspondants à l'étranger, pour avoir des devises. Par conséquent, le déficit de la balance des paiements sera bien comblé par les crédits étrangers, la balance des paiements sera bien en équilibre. Et cependant, il y a eu la diminution de la circulation monétaire (billets et dépôts), dont la théorie nous parle, puisque les banques ont dû exiger, en paiement des devises qu'elles remettaient, des billets ou des virements sur les dépôts. Le mécanisme

régulateur de la théorie que nous examinons, peut donc être mis en jeu.

En définitive, nous arrivons aux mêmes considérations que pour le cas de l'or : dans le cas de l'or, aussi, nous avons montré, qu'il se peut que dès le début, le mécanisme que suppose la théorie, ne joue pas, parce que les mouvements de l'or qu'il implique, n'ont pas lieu. Cependant, parfois, ces mouvements de l'or se produisent, de sorte qu'on peut rechercher quelles en sont les conséquences. De même, ici, les mouvements de capitaux, que suppose la théorie, ne se produisent pas toujours, mais ils se produisent parfois ; Le premier chaînon de la série existe bien parfois, de sorte qu'on peut rechercher s'il détermine bien le rééquilibre de la balance des comptes.

§ 3 - Contrôle de la théorie par les faits récents

Si nous voulions développer une critique à priori, nous appuyerions surtout sur ce point que la théorie se fonde sur la théorie quantitative de la monnaie; Elle prétend que le mouvement des capitaux, entraînant des mouvements de la circulation monétaire, entraîne hausse ou baisse des prix et que c'est ce jeu des prix qui tend à rétablir l'équilibre. La théorie quantitative de la monnaie, nous semblant erronée, pour les raisons que nous avons exposées, la théorie de l'équilibre de la balance des comptes, par le mouvement des capitaux, se trouve affectée de la même infirmité que la théorie sur laquelle elle s'appuie; L'erreur de la théorie quantitative, entraîne l'erreur de la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux, de même qu'elle entraîne l'erreur de la théorie de l'équilibre par le mouvement de l'or.

Mais, nous ne nous contentons pas de cette réfutation à priori. C'est dans les faits récents, que nous allons trouver une réfutation de la théorie, de sorte que ces faits se trouvent à la fois contredire la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux et la théorie quantitative de la monnaie. La théorie quantitative de la monnaie se trouve contredite plus fortement par les faits, qui contredisent la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux, que par les faits qui contredisent la théorie de l'équilibre par le mouvement de l'or. Nous savons, en effet, que la théorie quantitative basée sur l'or, est une forme ancienne de la théorie; au contraire, la forme de la théorie quantitative de la monnaie, sur laquelle s'appuie la thèse de l'équilibre par le mouve-

ment des capitaux, est une forme plus moderne. C'est la théorie qui prétend que ce ne sont pas les mouvements nationaux de l'or, qui agissent sur les prix, mais que ce sont l'ensemble des instruments monétaires $M + M'$ de l'équation d'Irving Fisher. Et, certainement, la théorie quantitative de la monnaie, qui fait dépendre les prix de $M + M'$, est une théorie supérieure à la théorie quantitative de la monnaie qui fait dépendre les prix du stock d'or national seulement.

Voici les faits qui contredisent la théorie :

Premier exemple : C'est celui des Etats Unis de 1920 à 1927 : Nous nous sommes déjà servis du cas des Etats Unis de 1920 à 1927, contre la théorie de l'équilibre par l'or. Nous y recourrons encore, contre la théorie de l'équilibre par les capitaux.

Entre 1920 et 1927, les Etats Unis n'ont pas cessé d'avoir des balances des comptes largement en excédent. Ces excédents ont été employés, souvent, non pas seulement en or importé aux Etats Unis, mais aussi en placements de capitaux à l'étranger. Malgré ces placements, il y a eu, aux Etats Unis, des importations de capitaux qui ont pu, en même temps que les importations d'or, contribuer à l'énorme inflation des dépôts qui a eu lieu, aux Etats Unis, entre 1920 et 1927. On se rappelle que les dépôts ont augmenté de 17 milliards de dollars, équivalant à la somme énorme de 420 milliards de francs. Cependant, cette énorme augmentation des dépôts, n'a pas entraîné de hausse des prix aux Etats Unis et n'a pas entraîné, non plus, le renversement de la balance des comptes, qui est restée toujours en excédent.

L'exemple des Etats Unis, en 1920-1927, peut donc servir à la fois contre la théorie de l'équilibre par l'or et contre la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux. Il est vrai que l'on peut objecter les gros placements que les Etats Unis ont faits à l'extérieur. Mais alors, nous retournons aux observations faites au paragraphe précédent, à savoir que l'équilibre de la balance des comptes ne se rétablit pas, parce que manque le mouvement de capitaux, qui doit déclencher le mécanisme. Ainsi, ou bien les Etats Unis ont, dès le début, laissé leurs capitaux à l'étranger, et par conséquent, dès le début, le mécanisme n'a pas joué. Ou bien, il y a eu, en attendant que ces placements extérieurs aient lieu, importation de capitaux, représentant tout ou partie de l'excédent de la balance des comptes, importations de capitaux qui ont contribué à l'inflation des dépôts, et malgré cela, la hausse des

Aux Etats Unis de 1920 à 1927 l'augmentation des dépôts n'a pas entraîné renversement de la balance des comptes

prix ne s'est pas produite. Et faute d'une hausse des prix, le mouvement des marchandises, le renversement de la balance des comptes, n'est pas survenu non plus.

Le second exemple, contraire à la théorie de l'équilibre est encore fourni par les Etats-Unis en 1928-1929.

A cette époque encore, il y a eu, aux Etats-Unis, afflux de capitaux, accompagné d'importations d'or. Nous avons déjà signalé, qu'entre Août 1928 et Octobre 1929 les nouvelles importations d'or aux Etats-Unis ont atteint quelque 300 millions de dollars. En même temps, se sont produites de grosses importations de capitaux. Ces importations étaient premièrement déterminées par l'excédent de la balance des comptes américains; et deuxièmement elles avaient pour cause de gros envois de capitaux étrangers aux Etats-Unis. Par conséquent, grosses importations de capitaux, provenant à la fois de l'excédent de la balance des comptes et des envois de capitaux étrangers. Nous savons déjà quelle a été la raison de ces envois de capitaux étrangers aux Etats Unis en 1928-1929; c'est la spéculation boursière qui a sévi aux Etats Unis dans cette période.

Eh bien, malgré ces importations de capitaux, il n'y a pas eu, aux Etats Unis, une hausse des prix supérieure à la hausse des prix qui existait à l'étranger, de façon qu'il n'y a pas eu de mouvement de marchandises, retournant la balance commerciale et la balance des comptes américaine.

Il est vrai que l'on a vu parfois présenter certains éléments d'une argumentation que nous allons développer de façon systématique, argumentation visant à sauver dans la circonstance, au moins la théorie quantitative de la monnaie.

Une nouvelle variante de la théorie quantitative de la monnaie a été proposée par un certain nombre d'économistes américains, dont le plus connu est John Maynard Keynes. Ils ont soutenu que si l'inflation monétaire américaine de 1928-1929 n'a pas entraîné la hausse des prix, c'est parce qu'elle a provoqué une hausse très forte des valeurs boursières. C'est parce que les disponibilités étaient surtout employées à la Bourse, qu'on n'a pas constaté une hausse des prix des marchandises. Il y a eu hausse des prix, non pas hausse des prix des marchandises, mais hausse des prix des valeurs. Ce serait là une nouvelle variante de la théorie quantitative de la monnaie, à laquelle on découvre chaque jour des teneurs nouvelles. L'inflation des dépôts et des capitaux aurait dû amener une hausse générale des prix : une hausse des valeurs et une hausse des prix des marchandises; mais la hausse des valeurs ayant été particulièrement

accentuée, il n'est plus resté à l'augmentation des instruments monétaires assez de force pour déterminer la hausse des prix des marchandises.

Nous admettons que, dans certains cas, l'abondance des disponibilités monétaires soit un facteur favorable à la hausse du cours des valeurs. Nous l'admettons quand les circonstances générales sont déjà favorables à cette hausse, mais non quand les circonstances générales sont contraires. Ici, plus qu'ailleurs, le facteur psychologique joue un très grand rôle. Si on n'a pas confiance dans l'ascension des cours des valeurs, l'abondance des disponibilités ne la déterminera pas. On lira alors dans les journaux financiers qu'il est extraordinaire que la hausse n'ait pas lieu, étant donnée l'abondance des disponibilités. Elle ne se produit pas parce que manque la confiance dans la hausse. Les disponibilités restent alors inemployées, théâtralisées. C'est ce qu'on constate, par exemple, en France, depuis plusieurs années.

Nous concérons ainsi que l'abondance des disponibilités puisse parfois alimenter, favoriser la hausse, lui permettre de prendre tout son développement. Seulement, il ne s'ensuit pas que la hausse des cours des valeurs explique l'absence de hausse des prix des marchandises au cas d'une augmentation considérable de la circulation monétaire.

Que résulte-t-il, en effet, de cette nouvelle variante de la théorie quantitative, soit pour la théorie quantitative, soit pour la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des capitaux ? Pour la théorie quantitative ? L'argumentation que nous venons d'exposer lui donne une forme nouvelle. La théorie quantitative implique que la valeur de la monnaie dépend de sa quantité, que lorsque la quantité des monnaies augmente, la valeur de la monnaie diminue. Mais, si la valeur de la monnaie, à cause que sa quantité a, par exemple, double, devait diminuer de moitié, comment se fait-il que cette diminution de moitié de la valeur de la monnaie joue pour les valeurs et ne joue pas pour les marchandises ? L'abondance des disponibilités a amené une dépréciation de l'unité monétaire. Comment est-il possible que la dépréciation de l'unité monétaire existe en ce qui concerne les valeurs et n'existe pas en ce qui concerne les marchandises ? On attache une moindre importance à l'unité monétaire, quand il s'agit d'acheter des valeurs, mais on continue d'y attacher la même importance qu'auparavant, quand il s'agit d'acheter des marchandises. Sans doute, la monnaie n'est pas une mesure parfaite des valeurs, mais enfin, nous aurions

là un mètre, qui serait diminué de moitié, lorsqu'il s'agit d'acheter des valeurs, et qui conserverait toute sa grandeur ancienne, lorsqu'il s'agit d'acheter des marchandises. Nous aurions deux mètres au lieu d'un. C'est là, évidemment, une théorie originale.

En tout cas, si même nous admettons que, grâce à ce jeu de deux mètres, l'un qui a varié pour les valeurs, l'autre qui est resté immobile pour les marchandises, la théorie quantitative de la monnaie n'est pas en défaut, la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des capitaux est entièrement contredite. Si c'est, en effet, le cours des valeurs seul que l'augmentation des capitaux dans un pays peut faire monter, toutes les réactions, que suppose la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux ne se produisent pas. On se rappelle la série des successions :

- 1°- Balance en excédent;
- 2°- Augmentation des capitaux dans le pays;
- 3°- Haute des prix des marchandises;
- 4°- Importation de marchandises.

Mais on nous dit maintenant que ce qui peut se produire, c'est :

- 1°- balance en excédent;
- 2°- augmentation des capitaux;
- 3°- hausse des cours des valeurs.

Si ce sont les cours des valeurs qui montent et non pas les prix des marchandises, il n'y a pas de raison pour que se produisent des importations de marchandises, ni par suite, la résorption des excédents de la balance des comptes.

Si l'on substitue la hausse des cours des valeurs à la hausse des prix des marchandises, on sauve, peut-être, la théorie quantitative de la monnaie -nous ne le croyons pas- mais on abandonne complètement la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des capitaux. On admet que l'afflux des capitaux puisse ne pas agir sur les prix des marchandises. Mais alors la série des successions qui devait déterminer le rééquilibre de la balance des comptes ne se produit pas. C'est l'aveu que le mouvement des capitaux n'entraîne pas nécessairement un retournement de l'allure du commerce extérieur susceptible de rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

Troisième exemple, que nous empruntons à la France, à la France de 1926-1927. En 1926-1927, la balance des comptes de la France, est en excédent.

L'afflux des capitaux en France en 1926-1927 n'a pas amené le retournement de la balance des comptes.

En 1926-1927, nous entendons, depuis le milieu de 1926- les Français rapatrient leurs capitaux résultant de l'excédent de la balance des comptes de 1926-1927. Ils rapatrient, en plus, les capitaux résultant des excédents des balances antérieures et qu'ils avaient laissés à l'étranger, pendant la période de dépréciation du franc. A partir du milieu de 1926, l'amélioration et la stabilité du franc font rentrer les capitaux qui avaient émigré. A cela s'ajoutent encore de gros envois de capitaux faits par l'étranger, pour spéculer, d'abord sur la hausse du franc, et ensuite sur la hausse des valeurs françaises.

Malgré tous ces afflux de capitaux, les prix ne haussent pas en France, en 1926-1927. Par rapport à l'étranger, les prix ont même baissé, en France, à cette époque. L'année 1927, est une année de crise nationale française, crise consécutive à la stabilisation de fait du franc. Les prix ayant plutôt baissé, on n'a pu assister à aucune des conséquences dont on nous parle; ni excédents d'importations ni retournement de la balance des comptes.

Il est vrai que, sinon en 1926-1927, mais plus tard, en 1928, surtout en 1929, 1930, 1931, le retournement de la balance commerciale a eu lieu. Au milieu de 1931, ce fut même le retournement de la balance des comptes. Ce serait donc, 4 ou 5 ans après l'afflux des capitaux, que ce retournement de la balance des comptes se serait produit. Le délai est bien long. En réalité, comme nous l'avons déjà dit à propos de la théorie de l'équilibre par le mouvement de l'or, le retournement de la balance des comptes française, est dû surtout à la crise. Encore savons-nous qu'en 1934, le déficit de la balance des comptes a disparu.

A l'exemple de la France, nous pourrions ajouter l'exemple de plusieurs pays étrangers qui, à l'occasion de la stabilisation de leur monnaie, entre 1924 et 1928, ont vu se produire de gros afflux de capitaux provenant, soit de rapatriements par les nationaux du pays, soit d'envois étrangers. On a observé ces afflux de capitaux en Allemagne, lors de la stabilisation du mark, en Autriche, en Pologne et dans d'autres pays. Cet afflux de capitaux a bien déterminé une forte augmentation de la circulation monétaire. Cependant ne s'est pas manifestée la hausse des prix, qu'implique la théorie que nous exposons. Nous ne faisons que signaler en passant ces exemples, à cause de leur analogie avec l'exemple français. Nous n'y insistons pas, parce que dans les pays de l'Europe centrale, auxquels nous venons de faire allusion, la balance des comptes souvent n'est pas en excédent et

l'afflux des capitaux n'est pas un afflux déterminé par l'excédent de la balance des comptes, de sorte que nous ne sommes pas entièrement dans l'hypothèse qui fait l'objet de notre examen actuel.

Les divers exemples que nous avons cités jusqu'ici, sont des exemples relatifs à des pays, dont la balance des comptes est en excédent. L'Allemagne, nous présente un cas de balance des comptes en déficit. On sait ce qu'on devrait observer alors :

- 1° - déficit de la balance des comptes;
- 2° - raréfaction des devises; pénurie de capitaux; déflation des instruments monétaires dans le pays;
- 3° - baisse des prix, qui doit provoquer :
- 4° - un mouvement d'exportation des marchandises laquelle finira par rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

L'histoire de l'Allemagne ne confirme pas la théorie de l'équilibre par les mouvements de capitaux

Avons-nous constaté tous ces faits en Allemagne ? L'histoire de l'Allemagne, à cet égard, est une histoire complexe. C'est toute la question du problème des réparations et de ses effets sur la balance des comptes qu'il faudrait étudier. Cette histoire occuperait plusieurs leçons. Nous résumerons en quelques mots, les grands traits de l'histoire de l'Allemagne sur ce point.

1° - Période de 1924 à 1928 : Déficit de la balance des comptes allemande, à cause, à la fois des paiements pour les réparations et de gros excédents d'importations de marchandises. Cependant, durant cette période, on n'a pas constaté la baisse des prix et le gros excédent d'exportations que suppose la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux. Mais il ne faudrait pas se hâter de conclure qu'il y a là contradiction à la théorie de l'équilibre par le jeu des capitaux. La contradiction n'existe pas parce que l'Allemagne a beaucoup emprunté pendant cette période. Il devait y avoir exportation de capitaux, à cause du déficit de la balance des comptes. Mais il y a eu de gros emprunts de sorte que la pénurie de capitaux ne s'est pas produite. Il y a eu, non pas exportation de capitaux, mais importation. De même on a assisté, non pas à des exportations de marchandises, mais à des importations. L'Allemagne, non seulement n'a pas payé les réparations avec ses propres ressources, non seulement elle a payé grâce à des emprunts, mais ses emprunts, ont de beaucoup dépassé ce qui était nécessaire pour les réparations. De sorte que grâce à ces emprunts, l'Allemagne a pu à la fois payer les réparations et acheter de grandes quantités de marchandises. Donc pas de contradiction réelle à la

théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux. Et cela à cause des emprunts extérieurs.

2° - Période de 1929 à 1932. Dans cette période c'est l'année 1931 qui est la plus typique.

On pourrait dire que cette période apporte une confirmation à la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux. En 1931, en particulier, il y a eu de gros paiements à faire à l'étranger, non plus pour les réparations, puisque le moratoire Hoover fonctionnait, mais à cause des retraits de leurs capitaux par les étrangers. Et, en même temps, on a assisté à de gros excédents d'exportation de marchandises, excédents atteignant près de trois milliards de marks - 18 milliards de francs - L'Allemagne qui en 1927, par exemple, avait une balance commerciale caractérisée par de gros excédents d'importations, présente, en 1931, une balance commerciale caractérisée par de gros excédents d'exportation. Ne peut-on pas dire qu'il y a bien là une confirmation saisissante de la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux ?

En 1929-1930 on a assisté à d'abondantes sorties de capitaux d'Allemagne et en même temps, à de fortes exportations de marchandises, spécialement en 1931. Il n'est pas sûr que ces faits constituent une confirmation de la thèse que nous examinons.

Le mécanisme qu'implique cette thèse veut que les exportations de marchandises tendant à rétablir l'équilibre de la balance des comptes résultent d'une baisse des prix. L'exportation des capitaux doit entraîner restriction de la circulation monétaire, d'où baisse des prix. Or, on ne peut pas dire qu'en Allemagne, entre 1929 et 1932, il y a eu une baisse des prix plus forte qu'à l'étranger. Au contraire, l'Allemagne a peut-être été un des pays où la baisse des prix intérieurs s'est fait moins sentir qu'ailleurs, à cause à la fois des droits protecteurs sur les produits agricoles et de l'intervention des cartels pour les produits fabriqués.

Par conséquent, s'il y a eu les mouvements de marchandises qu'implique la thèse, ces mouvements doivent s'expliquer par d'autres mécanismes ou par d'autres enchainements d'actions et de réactions. Par quel mécanisme ? C'est un point que nous ne pouvons pas examiner cette année où nous n'exposons pas ce que pourrait être une théorie se substituant aux théories que nous analysons.

Il faut d'ailleurs ajouter que les exportations d'Allemagne s'expliquent, en même temps, par d'autres raisons que celles qui tiennent à la théorie de la

Les abondantes sorties de capitaux et les fortes exportations de marchandises en Allemagne ne constituent pas une confirmation de la théorie

balance des comptes, quelle qu'elle soit.

La crise qui a été particulièrement grave entre 1929 et 1932 qui a été plus forte en Allemagne que dans d'autres pays, est pour une large part responsable de ce besoin d'exportation que l'Allemagne a connu ces années-là. Il est bien difficile de savoir quelle est la part de la crise et quelle est la part de la tendance à l'équilibre de la balance des comptes. Une crise sévère diminue fortement les revenus intérieurs, restreint la capacité d'absorption du marché intérieur, d'où tendance à exporter le plus possible à l'étranger. Nous avons vu ce phénomène en France en 1921; en Allemagne en 1931.

Comment s'explique l'excédent des exportations allemandes en 1931 - 1932

Autre observation encore qui diminue l'importance de ces excédents d'exportations. De prime abord, il semblerait que de tels excédents d'exportations, 3 milliards de marks en 1931, 18 milliards de Francs, présentent une confirmation éclatante des théories, qui veulent qu'en cas de déséquilibre de la balance des comptes, il y ait un mouvement de marchandises qui tends à rétablir l'équilibre. Mais en même qu'il faut faire la part de la crise, il faut tenir compte d'autres points.

Il est à remarquer, en effet, que cet énorme excédent d'exportations de l'Allemagne, en 1931, ne résulte pas d'une augmentation des exportations, mais d'une très forte diminution des importations. En chiffres ronds, en 1929, les importations et les exportations allemandes, se montaient à 13 milliards et demi. En 1931, nous trouvons : 6.700 pour les importations et 9.600 pour les exportations; forte diminution des deux, mais diminution infiniment plus forte pour les importations que pour les exportations : trois milliards de diminution de plus pour les importations que pour les exportations. D'où l'excédent des exportations de 3 milliards.

Or, il y a toujours un certain décalage dans le temps, entre les importations de matières premières et les exportations de produits fabriqués, pour un pays comme l'Allemagne qui importe beaucoup de matières premières et exporte beaucoup de produits fabriqués. A cause de ce temps qui s'écoule entre l'importation des matières premières et l'exportation des produits fabriqués, les exportations des produits fabriqués, en 1931 en Allemagne, ont pu être faites avec des matières premières importées les années précédentes. C'est ce qu'on observe souvent en temps de crise. C'est ce qu'on a observé en France, en 1921. Lorsque la crise survient, on n'importe plus de matières premières, mais on continue à transformer les matières

res premières antérieurement importées; on transforme les stocks qu'on peut avoir en magasin de matières premières et on exporte une partie des produits fabriqués ainsi obtenus. Par conséquent, le montant élevé de l'excédent des exportations peut être dû à un arrêt énorme des importations de matières premières, à la possibilité, pendant quelque temps, d'utiliser les matières premières anciennement importées, tout en continuant d'exporter des produits fabriqués. Aussi des excédents d'exportations aussi forts, ne peuvent pas se maintenir longtemps. En 1932, l'excédent des exportations n'a plus atteint qu'un milliard. On voit donc, que le chiffre de 1931 s'est trouvé anormalement grossi par un décalage de temps entre le moment où l'on importe les matières premières et le moment où l'on exporte les produits fabriqués.

Les prix des matières premières, pendant les premières années de la crise ont baissé beaucoup plus que ceux des produits fabriqués.

Autre réserve, dont il faut tenir compte : les prix des matières premières, pendant la crise, surtout dans les premières années de la crise, ont baissé beaucoup plus que les prix des produits fabriqués. C'est ce qui explique encore que la diminution ait été plus forte pour les importations allemandes que pour les exportations allemandes, qui concernent surtout des produits fabriqués. Si la baisse avait été aussi ample pour les produits fabriqués que pour les matières premières, on aurait trouvé un chiffre d'exportation sensiblement moindre que ce chiffre de trois milliards.

Donc, en résumé, pour la période considérée, on peut y voir une confirmation de la thèse que nous examinons, mais cela n'est pas sûr, parce que d'autres théories peuvent être invoquées pour expliquer les mêmes faits, et de plus, quelle que soit la théorie explicative, ce n'est pas uniquement au déséquilibre de la balance des comptes qu'est dû cet énorme excédent d'exportations de trois milliards; d'autres facteurs sont intervenus en même temps.

La période 1933-1935 en Allemagne. Les exportations de capitaux ne sont pas accompagnées d'un excédent d'exportation de marchandises

Une troisième période peut être observée en Allemagne; c'est celle qui concerne les années 1933-1934 et probablement 1935. Nous avons déjà eu l'occasion d'indiquer qu'en 1933-1934, il y a eu disparition à peu près entière de ce qui restait d'or en Allemagne. Mais, en outre, on observe une forte diminution de ce que l'Allemagne pouvait posséder encore de devises étrangères. Les devises de la Reichsbank servant de couverture à la circulation des billets, se montaient, en Janvier 1931, à 333 millions de marks; en Décembre 1931, à 167, en décembre 1932, à 116 et en Décembre 1933, à 8 millions de marks. Ainsi donc,

la Reichsbank a perdu, à peu près, tout son stock de devises servant de couverture, en même temps qu'elle a perdu tout ce qui lui restait d'or. De 116 millions en Décembre 1932, on tombe à 8 millions en fin 1933.

En outre, la Reichsbank a toujours possédé des devises autres que celles servant de couverture; celles-ci aussi, ont diminué. A la fin de 1933, elle avait encore 225 millions de devises autres que celles servant de couverture, à la fin de 1934, elle en a 108, et sur ces 108 millions, 70 millions ont déjà reçu une affectation, ne sont pas disponibles. De sorte que fin 1933, elle a perdu tout ce qui lui restait de devises servant de couverture, et fin 1934, elle a perdu tout ce qu'elle possédait de devises ne servant pas de couverture.

Il faut ajouter à cela qu'en 1932, 1933, 1934, il y a eu de fortes diminutions aussi des devises, des avoirs à l'étranger des grandes banques allemandes. Donc il y a eu une certaine exportation de capitaux, en 1933 et 1934.

Mais cette fois, ces exportations de capitaux ne sont plus accompagnées d'excédents d'exportation considérables de marchandises. En 1933, il y a eu encore des excédents d'exportation, mais sensiblement plus faibles : 668 millions d'excédent d'exportations de marchandises. En 1934, au lieu d'excédent d'exportations de marchandises, il y a un excédent d'importations. La balance commerciale présente, cette fois, non pas un excédent, mais un déficit de 300 millions. Ainsi, malgré la sortie de capitaux, il y a en 1934, un excédent d'importations de marchandises.

Pourquoi ? Pour les raisons que nous avons déjà données à propos de l'or : c'est que d'autres facteurs interviennent, en même temps que les facteurs qui contribuent à l'équilibre de la balance des comptes. Si en 1934 notamment, il y a eu un excédent d'importations de marchandises, si en 1935 cela continue, malgré les quelques paiements que l'Allemagne fait encore à l'étranger, paiements surtout d'intérêts, c'est parce que la conjoncture allemande s'est modifiée. La situation actuelle, n'est pas une situation de crise, comme en 1931, mais une situation plutôt de prospérité. Cette situation de prospérité est due, en grande partie, à l'inflation monétaire plus ou moins déguisée, aux dépenses faites par le gouvernement pour éveiller l'activité économique et aussi pour les armements. L'augmentation des revenus dans

le pays, due à l'inflation monétaire et à l'activité économique amplifiée, entraîne une demande accrue de marchandises sur le marché intérieur allemand. Et en effet, il faut remarquer que cet excédent d'importations provient de ce que, pour la première fois depuis de longues années, le chiffre des importations, qui n'avait cessé de décroître, a légèrement augmenté entre 1933 et 1934. Les exportations continuent encore à flétrir, mais, pour la première fois, depuis de nombreuses années, les importations ont augmenté : 4.500 millions en 1934, au lieu de 4.200 millions en 1933.

Ainsi, nous voyons en Allemagne des périodes où la thèse de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des capitaux, paraît confirmée. Mais il y a aussi des périodes où les faits sont plutôt contraires à cette théorie.

Chapitre VIII

THEORIE AMERICAINE DE L'EQUILIBRE AUTOMATIQUE ET LES EMPRUNTS OU PLACEMENTS EXTERIEURS

La marchandise suit-elle le capital ?

§ I - L'argument tiré des emprunts ou placements?

Les défenseurs des théories de l'équilibre automatique par le mouvement de l'or et des capitaux n'ont pas cherché seulement une confirmation de leur thèse dans le cas de rééquilibre de la balance des comptes. Ils invoquent certaines des conséquences entraînées par les emprunts ou les placements extérieurs.

Nous disons : les défenseurs des théories par le mouvement de "l'or ou des capitaux", c'est qu'en effet, nous allons examiner dans ce chapitre, non pas seulement la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux, mais aussi par le mouvement de l'or. Suivant certains économistes, il s'agit uniquement de mouvements de capitaux, suivant d'autres, le mouvement de l'or intervient pour beaucoup, à côté des mouvements des capitaux. C'est pour cela que nous parlons des mouvements de l'or et des capitaux, de sorte que la formule concise : "la marchandise suit-elle le capital" ? devrait être un peu allongée; "la marchandise suit-elle les capitaux et l'or" ? Mais, lorsqu'on dit :

la marchandise suit-elle le capital, on entend que l'or est une espèce de capital aussi.

On invoque en faveur des théories de l'équilibre certaines des conséquences qu'entraînent les emprunts et placements extérieurs. Ces emprunts et placements pourtant, correspondent à une situation toute différente du rééquilibre de la balance des comptes. Ces emprunts et placements ne tendent pas au rééquilibre de la balance, mais au contraire à combler le déficit de la balance. Par conséquent, ces mouvements de capitaux et d'or rendent possible l'existence du déficit, sont responsables de l'existence d'un déficit de la balance des comptes. C'est grâce aux capitaux obtenus de l'étranger, qu'un pays peut importer plus qu'il n'exporte, peut importer plus qu'il ne pourrait payer au moyen des postes actifs de sa balance. Et plus augmentent les capitaux ainsi tirés de l'étranger, plus va grossir le déficit de la balance des comptes. Les emprunts et les placements ne sont donc pas facteurs d'équilibre de la balance des comptes, mais facteurs de déficit. S'il n'y avait pas eu de mouvement de capitaux, il est probable que très souvent le déficit ne se serait pas produit. Puisqu'il faut payer ce qu'on achète, si on ne trouve pas de crédit, on n'achète pas.

Si l'on s'appuie néanmoins sur le cas des emprunts et des placements, c'est pour mettre en lumière une identité de mécanisme entre la manière dont se réalisent certains de leurs effets et les procédés par lesquels s'établit l'équilibre de la balance des comptes. L'identité est dans le mécanisme qui serait le même dans les deux cas.

Lors de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or ou des capitaux, il s'agissait de mouvements s'effectuant des pays débiteurs vers les pays créanciers. Les pays débiteurs envoyait de l'or, envoyait des capitaux, et c'est par là, assurait-on, qu'il y avait tendance à l'exportation de marchandises. Dans le cas des emprunts et placements, au contraire, il s'agit d'une autre catégorie de mouvements de capitaux. Les mouvements de capitaux et d'or s'effectuent du pays créancier vers le pays débiteur. Mais, à la suite de cette catégorie de mouvements de capitaux aussi, dit-on, entre en action le mécanisme qu'on avait vu à l'œuvre lors du rééquilibre de la balance des comptes.

L'importation de capitaux et d'or déclanche, nous l'avons vu à propos de l'équilibre de la balance des comptes, la série de conséquences suivantes :

1^o- Augmentation de la quantité d'instruments monétaires : monnaie métallique, billets de l'institut d'émission, dépôts dans les banques, en contrepartie de l'or ou des devises reçus par les banques;

2^o- Haussse des prix, par application de la théorie quantitative de la monnaie;

3^o- comme effet de la hausse des prix, accroissement des importations de marchandises de l'étranger.

Ces effets, dont on nous avait parlé à propos de la balance des comptes, se produisent aussi lors des emprunts extérieurs; Les emprunts extérieurs ou les placements entraînent augmentation des instruments monétaires, hausse des prix, importations de marchandises.

En même temps, et corrélativement, mouvements inverses dans les pays prêteurs. En raison de l'exode de leur or et de leurs capitaux, raréfaction des instruments monétaires, baisse des prix qui détermine des exportations de marchandises vers les pays emprunteurs.

Quelle que soit la cause des emprunts et même, si au moment de contracter un emprunt on ne se proposait pas d'importer des marchandises, ces importations, dit-on, doivent se produire. Que l'emprunt ait eu pour but le développement des forces productrices nationales ou seulement la constitution d'un stock de devises étrangères ou d'or devant servir de couverture aux billets en circulation, le mouvement de marchandises se dessinera toujours, comme conséquence de la hausse des prix. Au fond, pourrait-on dire, on n'importe pas de capitaux, on n'emprunte pas de capitaux, on n'emprunte que des marchandises. Tout emprunt contracté se double virtuellement d'un ordre d'achat de marchandises, soit dans le pays prêteur, soit dans un autre pays. A l'acquisition de dollars, de livres sterling, de francs, est virtuellement annexée une lettre d'expédition de marchandises.

Certains économistes américains contemporains : Taussig, Vinér, Angell, ont beaucoup insisté sur ces effets des placements des capitaux dans les pays neufs : le Canada, les Etats Unis d'autrefois, République Argentine et ailleurs. Ces économistes, ont procédé à des études comparées des divers mouvements, ont confronté la courbe des variations des prix dans les pays emprunteurs et dans les pays prêteurs, le volume des emprunts, les prix des marchandises, les excédents des importations, afin d'éclairer la théorie qu'ils exposent.

Ces confrontations, ils les ont souvent conduites avec beaucoup de finesse, en insistant, par exemple non pas sur la hausse ou sur la baisse absolue des

prix, mais sur la hausse ou la baisse relative; sur la différence dans le mouvement des prix des divers pays. Ils ont encore insisté, non pas tant sur les mouvements effectifs, que sur le contraste entre ce qui a été et ce qui aurait probablement été sans l'influence des mouvements de capitaux.

Sans doute, il s'agit là, non pas d'un jeu d'actions et de réactions conduisant à l'équilibre de la balance des comptes, mais au contraire à une aggravation du déséquilibre, à un accroissement du déficit de la balance des comptes dans les pays emprunteurs, dans les pays importateurs de capitaux, qui vont et doivent devenir importateurs de marchandises. On estime cependant que la mise en mouvement du même mécanisme que dans le cas de l'équilibre de la balance des comptes vient confirmer la doctrine de l'équilibre automatique. Si dans le cas d'emprunt aussi, l'afflux de capitaux et d'or provoque, par application de la théorie quantitative de la monnaie, la hausse des prix et de gros achats de marchandises à l'étranger, c'est une preuve de plus, preuve indirecte, que le mécanisme doit fonctionner aussi en cas de déséquilibre de la balance des comptes et que l'envoi de capitaux et d'or effectué alors par les pays débiteurs dans les pays créanciers, doit entraîner encore variation des prix, mouvement de marchandises, lesquels conduisent finalement au rééquilibre de la balance des comptes.

Mais, si on se réfère ainsi, à la fois, au problème du rééquilibre de la balance et aux emprunts extérieurs, le point central de la thèse semble se déplacer; il ne s'agit plus seulement du rééquilibre de la balance; l'idée commune aux deux séries de faits envisagés, devient l'influence du mouvement des capitaux ou de l'or sur le mouvement des marchandises. Que le déclenchement du mécanisme soit dû, comme dans le cas de l'équilibre de la balance des comptes, à des mouvements de capitaux ou d'or des pays débiteurs vers les pays créanciers, ou qu'il s'agisse, comme dans le cas des emprunts extérieurs, de mouvements de capitaux ou d'or des pays créanciers vers les pays débiteurs, ce à quoi on assiste, dans l'un et l'autre cas, c'est à un mouvement de capitaux et d'or, déterminant des mouvements de marchandises de même sens. La marchandise suit le capital ou l'or.

Telle est la thèse fondamentale, qui se confirmerait dans l'une et l'autre situation. Dans l'une des situations, on affirme l'équilibre de la balance des comptes grâce au mouvement des marchandises du pays où la balance est en déficit vers le pays où la balance

est en excédent. Dans la seconde situation, le déséquilibre va être, sans doute, aggravé par le surplus de marchandises que le pays emprunteur achète au pays prêteur. Seulement, c'est toujours le même mécanisme que nous observons : par une série d'actions et de réactions, les mouvements d'or et de capitaux aboutissent à des mouvements de marchandises de même direction.

§ 2 - Eléments dangereux que la considération
des emprunts introduit dans les théories de l'équi-
libre automatique -

Au premier abord, il semblerait que les théories de l'équilibre automatique vont tirer une force nouvelle de cette capacité d'adaptation à des hypothèses fort différentes. S'agit-il du problème de l'équilibre de la balance des comptes, on proclame que les paiements du débiteur, les mouvements d'or et de capitaux, ne vont pas manquer de rétablir l'équilibre. Constate-t-on, au contraire, la persistance de longues périodes de déséquilibre, pendant lesquelles des emprunts incessants vont combler le déficit de la balance ? On déclare trouver encore une confirmation, non pas, sans doute, du retour fatal à l'équilibre, mais au moins du fonctionnement efficace du mécanisme qui doit y conduire. Dans un cas, on trouve une confirmation dans l'équilibre de la balance, dans l'autre cas dans l'identité du mécanisme. Ou l'équilibre se réalise, et alors se vérifie la thèse de l'équilibre automatique de la balance, ou il ne se réalise pas, et comme alors des emprunts sont indispensables au paiement des excédents de marchandises ou des services, se vérifie tout au moins la thèse que la marchandise suit le capital, se vérifie au moins, la valeur du mécanisme. Et ainsi, de situations toutes différentes et même toutes contraires, on tire argument en faveur des théories automatiques.

Certains, cependant, pourraient estimer que c'est là aussi un élément de faiblesse pour la théorie. La théorie automatique triomphe au cas où l'équilibre se réalise; Elle triomphé également au cas où le déséquilibre se prolonge, parce que tout au moins la marchandise suit le capital. Mais on ne sait plus au juste alors à quoi la théorie prétend, si c'est à l'équilibre automatique ou si c'est, en même temps, au déséquilibre automatique; Elle s'accorde à la fois de l'équilibre et du déséquilibre. On se demande alors si c'est l'équilibre ou le déséquilibre qu'elle

implique. La théorie gagne en force dialectique, mais peut-être sa force logique interne s'en trouve-t-elle amoindrie.

En outre, la théorie en s'étendant, en s'annexant une partie de la question des emprunts extérieurs, en passant de la thèse de l'équilibre de la balance des comptes, à la thèse plus large, à deux branches, que la marchandise suit le capital, cette théorie perd de son optimisme, se dépouille de tout ce qu'il y avait d'harmonie providentielle dans son automatisme régulateur. La théorie introduit en elle un élément perturbateur, qui trouble son harmonie.

On se félicite de découvrir le même mécanisme automatique dans le cas des emprunts; Là encore la marchandise suit le capital. Mais c'est alors au détriment de l'équilibre de la balance des comptes. En cas d'emprunt, en effet, par un pays, dont la balance s'établissait jusque là à peu près en équilibre, c'est l'emprunt, c'est son affectation à des achats de marchandises étrangères ou à des services, qui crée le déficit de la balance des comptes. C'est le fait même que, grâce au mécanisme invoqué ou indépendamment de ce mécanisme, la marchandise suit le capital, qui est responsable de l'apparition du déficit.

Supposons un pays, dont la balance des comptes soit à peu près en équilibre et qui emprunte : Tant que l'emprunt n'a pas donné lieu à des achats extérieurs, tant que l'emprunt est conservé en devises, ou en or, par le pays débiteur, rien ne vient s'inscrire encore dans les comptes passifs de la balance. Et les sommes détenues en or ou en devises pourraient facilement servir au remboursement éventuel de l'emprunt. L'endettement est comme s'il n'existant pas. Le déficit de la balance des comptes et l'endettement réel n'apparaissent que lorsque des importations de marchandises suivent les importations de capital. Si les emprunts continuent et si ces nouveaux emprunts ne sont pas destinés à des paiements d'intérêts ou au remboursement de capitaux venant à échéance, ces nouveaux emprunts vont encore augmenter les importations de marchandises, grossir le déficit de la balance. Et plus la marchandise suit le capital, plus se gonfle le solde passif de la balance des comptes, plus augmente l'endettement réel.

L'exemple de l'Allemagne a montré tout ce qu'il peut y avoir de fâcheux pour le débiteur et ultérieurement aussi pour les créanciers, dans le lien entre le mouvement des capitaux et celui de la marchandise. Les facilités pour l'Allemagne d'obtenir des crédits

à l'extérieur, facilités extrêmement grandes, puisque l'Allemagne se plaint qu'on lui a imposé presque les emprunts, ont multiplié, en Allemagne, à côté d'importations vraiment utiles, des importations de marchandises, qui ont constitué des dépenses inutiles, somptuaires, des gaspillages certains. L'influence des emprunts sur les importations de marchandises, a été un des facteurs funestes de l'aggravation de la balance des comptes allemande de 1924 à 1928.

Surtout quand l'influence des capitaux sur la marchandise conduit à des achats improductifs à l'étranger, la difficulté devient plus grande, pour l'avenir, de rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Plus on emprunte, plus les achats sont improductifs, et plus le paiement des intérêts ou le remboursement, à l'échéance, du capital emprunté, constituent une lourde charge, qui peut retarder pour longtemps l'heure du rééquilibre de la balance et même l'empêcher pour toujours.

L'équilibre même de la balance des paiements peut être mis en danger par ces mouvements de marchandises corrélatifs des mouvements des capitaux, notamment quand les emprunts ont été contractés à court terme. Nous rappelons encore que, tant que ces emprunts sont demeurés à l'état de devises, à la disposition des banques du pays emprunteur, le remboursement en est aisé. Mais si ces emprunts à court terme ont permis de financer des importations de marchandises, lesquelles constituent des emplois de capitaux à long terme, le remboursement, s'il est exigé, peut apparaître fort difficile. Les établissements ou les organismes emprunteurs peuvent se trouver hors d'état de satisfaire à leurs engagements. La balance des paiements elle-même, peut être en détresse. Ici encore, l'exemple récent de l'Allemagne a prouvé le péril que les acquisitions inconsidérées de marchandises étrangères, que les immobilisations, à cet effet, de fonds empruntés au dehors à court terme, peuvent constituer pour la balance des paiements d'un pays.

Voilà évidemment qui nous éloigne de l'optimisme, dont se berçaient les théories de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement de l'or et des capitaux. En ajoutant la considération des emprunts aux conceptions anciennes, les partisans des théories de l'équilibre ont pu croire qu'ils enrichissaient leur doctrine d'une argumentation précieuse. Mais il arrive qu'en mettant au premier plan le principe que la marchandise suit le capital, à la place du principe bienfaisant de l'équilibre automatique

de la balance, ils ont porté plutôt atteinte à la validité de ce principe. Le mécanisme grâce auquel la marchandise suit le capital, s'il a parfois pour effet le rétablissement de l'équilibre, entraîne d'autres fois de désastreuses accentuations du déséquilibre. A l'action auto régulatrice, self correcting, du mécanisme invoqué, s'ajoute une action auto destructrice, auto perturbatrice de l'équilibre. Le mécanisme sauveur, devient facteur de déséquilibre et d'un déséquilibre susceptible de se prolonger durant d'amples périodes de temps. Perspectives pessimistes, qu'on introduit dans la doctrine, d'autant plus pessimistes, qu'on peut se demander s'il n'est pas plus exact que la marchandise suit le capital en cas d'emprunts extérieurs, qu'en cas d'équilibre de la balance des comptes, si ce n'est pas la branche pessimiste de la doctrine, qui se vérifie mieux que la branche optimiste.

§ 3 - Critique du mécanisme invoqué -

Nous n'avons pas l'intention d'étudier le fond de la question, de rechercher si la marchandise suit bien le capital et pour quelles raisons. Ce que nous rechercherons c'est seulement si jouent bien les diverses parties du mécanisme invoqué par les théories de l'équilibre automatique. C'est le mécanisme lui-même invoqué par ces théories que nous examinons.

D'après ce mécanisme, commandé par la théorie quantitative de la monnaie, qui demeure le fondement de toute la conception, on devrait, au cas d'emprunt extérieur ou de placement, constater :

1°- Un accroissement de la circulation monétaire dans le pays emprunteur;

2°- Une hausse des prix dans le même pays;

3°- cette hausse des prix devrait être due réellement à l'emprunt;

4°- Un mouvement de marchandises du pays prêteur vers le pays emprunteur;

5°- à cause de ce courant de marchandises, résorption du stock de devises que l'emprunt avait mis provisoirement à la disposition de l'emprunteur.

Voyons successivement si c'est bien ce que l'on observe quant à ces cinq points :

1°- Il doit y avoir, à la suite de l'emprunt accroissement de la circulation monétaire dans le pays emprunteur. En effet, cet accroissement se produit souvent. Les capitaux étrangers, comme nous l'avons

Si souvent, à la suite d'un emprunt il y a accroissement de la circulation dans le pays emprunteur, il peut aussi se faire que cet accroissement n'ait pas lieu

Une hausse des prix ne manifeste pas toujours dans le pays emprunteur, qui reçoit les capitaux

expliqué, sont portés dans les banques contre remise par les banques de billets ou inscription au compte des dépôts, lesquels grossissent le volume des instruments monétaires. Mais, il y a des cas cependant où l'accroissement de la circulation monétaire n'a pas lieu. Il en est ainsi lorsque les particuliers de l'Etat emprunteur gardent les devises à leur disposition dans le pays étranger, en vue d'achats ultérieurs ou en vue d'autres emplois extérieurs. Alors pas d'augmentation de la circulation interne. Second cas : quand l'Etat emprunteur cède les devises à l'institut d'émission en paiement d'avances antérieures qui lui avaient été consenties. Dans ce cas encore, pas d'augmentation de la circulation monétaire intérieure. Troisième cas : lorsque l'emprunt est contracté par la Banque Centrale elle-même, uniquement en vue d'accroître son encaisse-or ou devises pour fortifier le gage des billets ou une nouvelle émission correspondante. Dans ces divers cas, pas d'augmentation de la circulation monétaire.

2ème point : C'est le point le plus important. C'est l'affirmation qu'il y a hausse des prix dans le pays qui reçoit les capitaux. C'est là la pièce essentielle du mécanisme. Or, on observe parfois l'absence de la hausse des prix en question, même lorsque, à la suite des emprunts, grossit la circulation monétaire et même parfois lorsque augmentent les importations de marchandises. Il y a bien augmentation de la circulation monétaire; il y a bien importations de marchandises; mais ces importations ne sont pas dues au mécanisme examiné, puisque manque la hausse des prix.

Voici quelques cas où il en a été ainsi :

Nombre de nations de l'Europe centrale : l'Allemagne, l'Autriche, la Pologne, ont aux environs de l'époque où elles ont stabilisé leur monnaie, entre 1924 et 1928, procédé à des emprunts extérieurs qui les ont aidées à accroître la couverture or-devises de la circulation monétaire et aussi à augmenter la circulation. Cependant, on n'a pas constaté, au moment de cette stabilisation monétaire dans les divers pays d'Europe Centrale, qu'une ascension des prix en soit résultée.

Second exemple : en Allemagne - nous avons cité tout à l'heure l'exemple de l'Allemagne à l'époque de la stabilisation, nous nous occupons maintenant de l'époque postérieure à la stabilisation. - ultérieurement à la stabilisation entre 1924 et 1928, on a observé un large courant d'importation de capitaux et d'or. Ce large courant de capitaux et d'or s'est

bien accompagné d'un courant d'importations de marchandises. Mais on ne peut prétendre que le mouvement de marchandises ait été la conséquence d'une hausse particulière des prix allemands. Entre 1924 et 1928, les prix allemands ont subi des variations assez faibles en hausse ou en baisse, en concordance avec la conjoncture et qui n'ont rien eu d'essentiellement différent de ce qui s'observait ailleurs.

Troisième exemple, relatif à la France : En France, il y a bien eu, entre 1915 et 1919, à la fois emprunts extérieurs, énormes importations de marchandises et forte hausse des prix. Mais, en 1920, les emprunts ont continué; cette fois c'étaient des emprunts commerciaux à la place des emprunts des gouvernements amis. Les emprunts ont donc continué, les larges importations de marchandises également. Mais on ne peut pas dire que les prix or français aient été particulièrement élevés. Les prix or français en 1920, sont tombés, en effet, au-dessous de la parité des prix américains. L'abaissement des prix or français au-dessous des prix or mondiaux, n'a pas arrêté le flux incessant des marchandises étrangères. Le flux ne s'arrêtera qu'en 1921, mais non comme conséquence d'une infériorité des prix or français, puisque justement cette infériorité va disparaître en 1921. Ainsi, le mouvement des prix n'a été ni la cause des grosses importations en 1920, ni la cause de l'arrêt des grosses importations en 1921, puisqu'en 1920, il y avait de grosses importations quoique les prix or français fussent inférieurs aux prix mondiaux, et en 1921, il y eut arrêt des grosses importations, quoique les prix or français aient cessé d'être inférieurs aux prix or mondiaux.

La progression des prix ne peut pas toujours être attribuée aux importations de capitaux ou d'or

3ème point : affirmation que la hausse des prix quand elle survient est réellement due à l'emprunt. Il ne suffit pas qu'on constate une coïncidence de l'emprunt et de la hausse des prix, il faut encore pour qu'ait bien fonctionné le mécanisme indiqué que la hausse des prix soit due à l'emprunt.

Or, même dans le cas où s'observe, en effet, la progression des prix, on ne peut pas toujours l'attribuer avec certitude aux importations de capitaux ou d'or.

En France, entre 1915 et 1919, nous avons bien eu emprunts aux alliés, ascension des prix et importations énormes de marchandises. Mais les facteurs de l'élévation des prix en France n'ont guère consisté dans les importations de capitaux. Les vraies raisons de la hausse des prix en France ont été d'une

part les conditions de l'offre et de la demande; intense accroissement de la demande à cause des besoins militaires et, au contraire, grande restriction de l'offre de la production, à cause du grand nombre de travailleurs mobilisés. D'autre part, agissait une forte inflation des revenus due à l'inflation monétaire. A cause des avances que la Banque de France consentait à l'Etat. L'inflation ne provenait pas des emprunts, puisque d'ordinaire l'Etat utilisait directement au dehors ces emprunts en achats de marchandises. L'Etat, à ce moment-là, ne cédait pas les devises à la Banque de France pour en obtenir des billets. Il utilisait à l'extérieur les crédits qui lui étaient ouverts et, indépendamment de l'emprunt, il se faisait avancer des billets par la Banque. La hausse des prix doit être attribuée, en partie, à cette inflation de billets. Elle ne peut être attribuée aux importations de capitaux.

On insiste beaucoup, dans les études sur la question, sur le cas des pays neufs, du Canada, par exemple, à certaines époques. Mais, même alors, même dans le cas du Canada, nous ne sommes pas sûrs qu'on doive s'en tenir, pour expliquer la hausse des prix, au seul jeu du mécanisme indiqué. Nous ne croyons pas que la hausse des prix tienne uniquement aux importations d'or, à l'accroissement des instruments monétaires. La hausse des prix est toute naturelle dans un pays neuf, pauvre, auquel la mise en valeur de ses richesses naturelles imprime un brusque essor. La hausse des prix au Canada, c'est pour une grande part la hausse que nous constatons dans n'importe quel pays durant la période de prospérité industrielle, durant la période d'activité économique. Hausse des prix due aux échanges amplifiés, à l'embaufrage de nombreux ouvriers, à l'augmentation des revenus et non pas seulement à l'influence automatique des stocks d'or et de la circulation monétaire.

Le déclanchement du mécanisme qu'implique la théorie de l'équilibre automatique ne s'observe donc pas toujours comme effet des emprunts : la hausse des prix manque souvent et même quand elle survient, il n'est pas sûr qu'elle résulte ou qu'elle résulte uniquement de l'augmentation de moyens de paiement. Par suite, dans le cas où effectivement la marchandise a suivi le capital, c'est à une autre théorie qu'il faudrait faire appel pour expliquer le mouvement.

4° point : affirmation qu'un mouvement de marchandises se produit du pays prêteur vers le pays emprunteur, que la marchandise suit le capital.

Ceci encore se vérifie fort souvent, mais pas

La marchandise
ne suit pas
toujours le
capital

toujours. Après la guerre, l'Angleterre a repris sa politique de placements extérieurs qu'elle a poursuivie jusqu'en 1930. Et, en même temps, les prêts et placements à l'étranger des Etats Unis ont pris une grande extension. Les exportations américaines de capitaux ont été accompagnées de fortes exportations de marchandises. Mais, on ne peut pas faire la même observation pour l'Angleterre. On ne constate pas que les prêts et placements anglais aient favorisé des exportations de marchandises anglaises. En considérant d'ensemble les mouvements de capitaux anglo-américains et même en tenant compte des sommes retournées vers les pays prêteurs au titre des réparations, on peut affirmer qu'une large portion des capitaux anglo-américains prêtés, placés au dehors, n'a pas été suivie d'exportations de marchandises correspondantes.

Le capital peut, en effet, recevoir dans les pays emprunteurs des emplois autres que l'achat de marchandises au dehors. Il peut servir à l'acquisition de valeurs mobilières étrangères. Il peut être la source d'une théaurisation prolongée d'or et de devises, soit qu'augmente l'encaisse or-devises des instituts d'émission, soit que se gonfle le portefeuille de devises détenu par les établissements publics ou les sociétés privées. Une large théaurisation de cette nature, a constitué une des caractéristiques de l'après guerre dans nombre de pays emprunteurs. Par conséquent, dans une mesure correspondante, la marchandise n'a pas suivi le capital. Comme ne s'est pas dessinée la hausse des prix consécutive aux emprunts que prévoit la théorie de l'équilibre automatique, la théaurisation des devises, la conservation par devers soi des devises, a pu longtemps persister, sans déterminer le supplément d'importation de marchandises que la théorie de l'équilibre implique.

5ème point : à cause des mouvements de marchandises, devrait se produire la résorption du stock de devises et d'or que l'emprunt avait mis provisoirement à la disposition de l'emprunteur.

L'emprunteur a des devises et de l'or à sa disposition. S'il achète des marchandises, il les paie avec ces devises ou cet or. Par conséquent, le mouvement de marchandises corrélatif au mouvement du capital doit peu à peu épouser le stock d'or et de devises possédé. Or, la résorption du stock de devises et du stock de métal jaune que l'emprunt a mis à la disposition du pays débiteur peut ne pas se produire. On a constaté souvent qu'elle ne s'est pas pro-

duite, parce qu'on n'a pas acheté de marchandises; on a voulu conserver les devises ou l'or provenant des emprunts.

On s'explique par là que postérieurement à la guerre, une série de discordances aient pu être observées dans beaucoup de pays de l'Europe continentale, qui ont bien reçu des emprunts importants, notamment des pays anglo-saxons, mais qui ne leur ont pas donné, d'une façon totale, l'emploi que prévoit la théorie de l'équilibre automatique. On a pu assister à un large accroissement de la circulation monétaire dans ces pays depuis 1924. Mais il n'y a pas eu véritablement une hausse des prix plus accentuée que dans le reste du globe. Par conséquent, le mouvement de marchandises, ne s'est manifesté qu'en partie. On a bien importé, mais les excédents d'importation de marchandises n'ont pas égalé le montant des capitaux empruntés. Et par suite de grandes quantités d'or et de devises ont pu demeurer à la disposition des nations emprunteuses. De la sorte a pu être largement pratiquée la politique du gold exchange standard et une ample masse de capitaux flottants a pu se constituer. Ces deux particularités de l'après guerre sont dues l'une et l'autre au fait que la marchandise n'a pas toujours suivi le capital.

Il faut donc clore ce chapitre, en déclarant que l'argument tiré des emprunts n'accroît pas autant qu'on l'avait cru la force de la théorie de l'équilibre par les mouvements de l'or et des capitaux. Il arrive souvent que le mécanisme prévu ne joue pas et quelquefois même il est dérogé au principe que la marchandise suit le capital. Tantôt ce n'est pas par ce mécanisme que le mouvement des marchandises s'effectue, et tantôt même le mouvement des marchandises ne s'observe pas. De plus, la considération des emprunts introduit dans la théorie de l'équilibre automatique un élément de pessimisme qui trouble le caractère harmonieux des perspectives qu'elle faisait entrevoir.

Chapitre IX

EXISTE-T-IL UNE TENDANCE A L'EQUILIBRE

DANS LA DISTRIBUTION MONDIALE DES CAPITAUX

§ I - La théorie qui pourrait être présentée

que selon la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement de l'or en même temps que s'établirait cet équilibre, tendrait aussi à s'établir un autre équilibre : "l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or". Le même mécanisme conduisait aux deux équilibres. La manière dont l'or agissait pour rétablir l'équilibre de la balance des comptes, tendait, en même temps, à restaurer l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or.

La théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des capitaux, telle que nous l'avons exposée, est toute calquée sur la théorie de l'équilibre par le mouvement de l'or. Nous l'avons présentée comme la transposition de la vieille théorie classique dans un monde où les paiements se font beaucoup plus au moyen du crédit, au moyen de monnaie papier ou de monnaie scripturale qu'au moyen de la monnaie métallique. Continuant la transposition jusqu'au bout, nous devons nous demander s'il n'existe pas également une tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale des capitaux. Cette fois encore, le même mécanisme conduirait simultanément à l'équilibre principal et à un équilibre subsidiaire.

D'après la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de capitaux, au cas de déséquilibre, au cas, par exemple, d'une balance en excédent, l'afflux de capitaux, de devises étrangères, l'augmentation consécutive de la circulation monétaire en raison de l'échange des devises à la Banque contre de la monnaie nationale, détermine une hausse des prix intérieurs, laquelle provoque des importations de marchandises provenant des pays à balance en déficit. Déplacements de marchandises qui entraînent progressivement l'équilibre de la balance des comptes. Mais, en même temps, de ce pays où la balance est en excédent et où les capitaux abondaient, les capitaux, les devises, vont sortir pour payer justement le supplément de marchandises acquises dans les pays à balance déficitaire dans les pays pauvres en capitaux, pauvres en devises. Simultanément donc, tendrait à se rétablir l'équilibre dans la balance des comptes et un certain équilibre dans la distribution mondiale des capitaux. Equilibre de la balance des comptes et équilibre dans la distribution mondiale des capitaux, iraient de concert, de même qu'alleraient de concert l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement de l'or et l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or dans la théorie précédemment examinée.

Nous ne prétendons pas qu'il soit question de cet

équilibre subsidiaire dans les écrits des économistes qui défendent la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des capitaux. Ils n'ont point examiné cet aspect de la question. Mais la tendance à un certain équilibre dans la distribution des capitaux semble bien impliquée par la théorie et semble bien impliquée aussi par le parallélisme entre cette théorie et la théorie de l'équilibre par le mouvement de l'or. Ici, nous ne faisons pas d'histoire des doctrines, mais de la science économique. Nous ne nous occupons pas des opinions exactes des théoriciens, mais des théories en elles-mêmes, de leur valeur propre, de leurs conséquences logiques. Nous pouvons donc nous demander si cet équilibre subsidiaire, cet équilibre dans la distribution mondiale des capitaux s'observe bien, afin d'examiner dans tous ses aspects la théorie de l'équilibre par le mouvement des capitaux et ses conséquences.

De qu'il faut entendre par équilibre dans la distribution mondiale des capitaux

Mais quel sens faudrait-il donner à cette notion de l'équilibre dans la distribution mondiale des capitaux ? Il n'est pas question de l'équilibre dans le montant des capitaux de toute nature possédés par les pays. Par capitaux, il faut entendre ici, les capitaux dont on dispose, à court terme, à l'étranger, autrement dit les devises. Nous avons vu, en effet, qu'au cas de déséquilibre de la balance des comptes, ce qui fait jouer le mécanisme prévu pour le retour à l'équilibre, ce sont les devises, les créances à court terme sur l'étranger. Ce sont des devises que dans les pays à balance en excédent on porte aux banques en échange de billets ou de dépôts, de manière que progresse la circulation monétaire et que se dessine la hausse des prix. D'autre part, c'est une pénurie de devises qui s'observe dans les pays à balance en déficit. On demande aux banques plus de devises qu'on ne leur apporte et on les paie avec des billets ou avec des dépôts; d'où restriction de la circulation monétaire et baisse des prix. Equilibre dans la distribution mondiale des capitaux, signifierait donc, dans notre matière, équilibre dans la distribution mondiale des devises, tendance à ce que, dans les pays riches en devises, les stocks de devises aillent en diminuant et que dans les pays pauvres en devises, les stocks de devises tendent à croître. De façon que chaque pays parvienne à posséder le montant de devises qui lui est nécessaire pour ses paiements à l'étranger, qu'il y ait un équilibre dans la distribution mondiale des devises, corrélatif à l'équilibre de la balance des comptes.

S'il y a, en effet, déséquilibre de la balance

des comptes, déficit par exemple, il y a aussi disette de devises. Cette disette par la déflation monétaire et la baisse des prix qu'elle déterminera, poussera à l'accroissement de l'exportation de marchandises, laquelle tendra d'une part à rétablir l'équilibre de la balance des comptes et d'autre part, à reconstituer le stock de devises nécessaires aux paiements. S'il y a excédent de la balance, il y a également surabondance de devises, laquelle par l'inflation monétaire et la hausse des prix qu'elle provoque, va stimuler une augmentation des importations de marchandises. Grâce à quoi se rétablirait d'une part l'équilibre de la balance et s'observerait, d'autre part, la résorption finale de ce qu'il y avait de pléthorique dans les stocks de devises détenus.

Chaque pays tendrait ainsi à avoir la quantité de devises dont il a besoin. Il peut parfois en avoir plus, parfois moins, parfois trop, parfois pas assez, mais le déséquilibre tendrait à se corriger de lui-même. S'il en a trop, le développement des importations de marchandises, amènera la diminution des stocks de devises. S'il n'en possède qu'insuffisamment, le développement des exportations tendra à reconstituer le stock des devises.

On voit ainsi que le parallélisme avec l'équilibre par le mouvement de l'or, s'observerait exactement. Dans l'un et l'autre cas, excédent et déficit tendraient à se détruire eux-mêmes. L'excédent de l'or ou l'excédent des devises d'un pays finit par être résorbé grâce aux mouvements que cet excédent ou ce déficit déclanche lui-même.

N'y a-t-il pas cependant une différence avec l'or ? L'or sert à la fois pour les besoins intérieurs et pour les besoins extérieurs. Même après satisfaction de tous les besoins extérieurs, une assez grande quantité d'or reste nécessaire pour les besoins domestiques. Au contraire, les devises, ne servent, en principe, qu'aux paiements extérieurs. L'équilibre signifierait-il, pour les devises, la possession d'une quantité de devises juste égale aux paiements à effectuer ? L'absence de tout surplus, de tout stock libre de devises ? Il ne faut pas aller si loin. Un stock de devises dépassant quelque peu le montant des paiements à effectuer, un certain stock libre de devises, est désirable pour répondre aux besoins qui peuvent se présenter, stocks provenant d'excédents anciens de la balance ou d'emprunts effectués par les banques auprès de leurs correspondants étrangers. La détention d'un petit stock de devises de cette nature, constituerait

donc l'état d'équilibre. Le déséquilibre n'apparaîtrait que si le montant des devises possédées dépasse largement le stock libre nécessaire pour l'avenir immédiat ou est inférieur à ce stock.

§ 2 - Obstacles et contradictions.

D'abondantes accumulations de devises peuvent avoir lieu sans qu'il y ait résorption automatique

L'équilibre entendu comme on vient de l'indiquer, tend-il à se réaliser ? Nous avons montré que pour l'or, l'équilibre dans la distribution n'est nullement un fait d'observation courante; que de fortes accumulations d'or peuvent se produire et persister longuement, sans qu'automatiquement des forces entrent en action pour chasser au dehors l'excédent. Il en est de même pour les devises. D'abondantes accumulations de devises peuvent avoir lieu sans conduire automatiquement à leur résorption prochaine.

Lorsqu'on déclare que la marchandise suit le capital, on pense à ce qui constitue l'un des emplois susceptibles d'être donnés aux devises : l'acquisition de marchandises étrangères. Cet emploi est, en effet, l'un des plus importants. Mais on ne doit pas oublier qu'il en est d'autres. Un second emploi consiste dans l'acquisition à l'étranger, non pas de marchandises, mais de valeurs mobilières ou de biens immobiliers, ou, dans la participation dans des entreprises industrielles. Un troisième emploi c'est l'utilisation des devises pour le paiement des dettes extérieures : dettes privées, dettes d'Etat, dettes résultant des traités de paix, dettes provenant d'emprunts antérieurs, dettes de capital ou dettes d'intérêts. Un quatrième emploi consiste dans l'acquisition d'or qui peut être conservé indéfiniment à la Banque centrale ou dans la circulation intérieure. Autrefois il y avait circulation intérieure d'or et on songe, en France, à la rétablir. Un cinquième emploi donné aux devises, c'est la théaurisation prolongée des devises dans les banques privées ou à la Banque d'émission.

On voit donc qu'il y a bien des emplois possibles donnés aux devises en dehors de l'achat de marchandises et on peut expliquer ainsi que les devises ne soient pas en totalité employées en achats de marchandises.

Mais, pour ce qui est de l'emploi indiqué en dernier, de la conservation prolongée d'un portefeuille de devises, de ce que nous avons appelé la théaurisation des devises, il faut bien préciser en quoi cette théaurisation des devises contredirait à l'équilibre dans la distribution mondiale des devises. Pas plus que pour l'or, la possession par un pays, à un certain moment, d'

une quantité importante de devises, ne constitue par elle-même une exception aux théories de l'équilibre. Cette détention de devises de même que la détention d'or, signifie seulement que provisoirement l'équilibre n'existe pas, que pour le moment le capital possédé reçoit un emploi autre que l'achat de marchandises; qu'il est placé, à l'étranger, sous forme de dépôts ou de créances à brève échéance. Mais le capital dont il s'agit bénéficie souvent d'un véritable dédoublement : d'une part, les banques placent au dehors leurs devises; mais d'autre part, fréquemment, les banques ont payé ces devises en monnaie nationale aux particuliers qui les leur apportent. Et ces paiements par les banques entraînent accroissement de la circulation monétaire, accroissement des billets et des dépôts. C'est un phénomène que nous connaissons, que nous avons observé en France en 1926-1927, c'est la double inflation à l'intérieur et à l'extérieur qui peut résulter du mouvement des devises.

Ceci n'est pas contraire à la théorie de l'équilibre. Mais ce qui est impliqué dans cette théorie, c'est que ce gonflement de la circulation monétaire nationale, doit entraîner, en vertu de la théorie quantitative, hausse des prix, et, comme conséquence, des achats de marchandises étrangères et finalement la résorption des devises par le paiement des marchandises importées.

La théorie de l'équilibre automatique, ne nie donc pas qu'on puisse donner pendant un temps aux capitaux un emploi autre que l'achat de marchandises, mais elle prétend que cet emploi ne saurait grandement se prolonger. Elle ne nie pas qu'on puisse posséder un portefeuille de devises, mais elle annonce l'épuisement progressif inévitable de ce portefeuille. La constitution de ce portefeuille de devises, doit être le premier échelon d'une série d'actions et de réactions qui doit aboutir à son dégonflement à peu près complet. Il peut y avoir placement des capitaux possédés en devises, mais il y a corrélativement, grâce au dédoublement du capital, une augmentation de la circulation intérieure qui doit finir par vider ce portefeuille de devises, qui doit aboutir à la conversion forcée des devises en marchandises. La dérogation à la thèse de l'équilibre, n'est donc pas dans la détention accidentelle de larges quantités de devises. Elle est, dans la détention prolongée, dans la théaurisation persistante des devises. Elle est dans la non résorption du stock des devises malgré les années qui s'écoulent.

Si la marchandise suivait toujours le capital, cette résorption du stock de devises se ferait nécessairement. La non résorption du stock prouve qu'il n'en est pas ainsi. Les développements de ce chapitre se rattachent étroitement à ceux du chapitre précédent. Il s'agit ici du même problème sous un autre aspect.

§ 3 - Les faits récents et la thésaurisation de devises.

Pour que l'équilibre dans la distribution des capitaux s'établisse, il faudrait que nous assistions à une prompte résorption des devises, lorsque les devises s'accumulent dans un pays. Or, deux grands faits récents, qui figurent parmi les traits caractéristiques de l'histoire économique contemporaine, nous apportent le témoignage d'une thésaurisation prolongée de devises :

D'une part, la diffusion du gold exchange standard, qui signifie détention persistante de devises par les Banques d'émission. D'autre part, la formation d'une masse de capitaux flottants et vagabonds, qui signifie thésaurisation de devises par les banques privées et les particuliers.

On connaît tout le développement du gold exchange standard après la guerre. On sait comment il est devenu, soit en fait, soit en droit, l'un des principaux systèmes monétaires appliqués dans le monde. Une forte thésaurisation de devises a lieu ainsi dans de nombreux pays, soit en conformité avec la législation, qui prévoit à côté de l'encaisse-or une encaisse-devises, comme couverture des billets en circulation, soit à cause des pratiques suivies par les Banques.

L'Allemagne, par exemple, a, après la guerre, après 1923 notamment, fortement emprunté à l'étranger. Une partie de ses emprunts a bien été employée en achat de marchandises étrangères. Mais une autre partie a été gardée par la Reichsbank à sa disposition, en vue, entre autres, de posséder une importante encaisse de devises. A la veille de la stabilisation monétaire, en Octobre 1923, la valeur en Or de la circulation totale des billets, en Allemagne, pouvait être estimée à quelque 145 millions de marks. L'émission de billets avait cru de façon formidable, mais la dépréciation était si grande, que la valeur or totale de la circulation était tombée au chiffre dérisoire de 145 millions de marks. Quelques années plus tard, cette valeur atteignait cinq milliards de

La thésaurisation des devises

en Allemagne

marks or. Une très large fraction de l'accroissement était due aux importations de capitaux, capitaux allemands rapatriés ou capitaux empruntés, à la masse de devises, qui avait été cédée à la Reichsbank contre émission de billets ou constitution de dépôts.

Une partie des devises cédées à la Reichsbank lui a servi à l'acquisition d'or. L'autre partie, a été conservée par elle. Elle a pu, pendant nombre d'années, posséder une large encaisse or-devises. Et ainsi, pour une portion au moins des capitaux importés, il n'y a pas eu entrée consécutive de marchandises étrangères, déterminant résorption des devises ou exode de l'or.

Il est vrai que plus tard, nous assistons à de fortes amputations de cette encaisse-or-devises. Lorsque ce phénomène survint, à diverses époques et principalement à partir de septembre 1930, il doit être attribué, non pas à des achats de marchandises, mais au retrait des capitaux étrangers ou encore à la fuite des capitaux allemands. Pendant longtemps donc, forte théâtralisation de devises en Allemagne.

Théâtralisation semblable de devises en France :

On se rappelle l'énorme quantité de devises, qui s'est amassée à la Banque de France entre fin 1926 et milieu 1928, pendant la période de la stabilisation de fait du franc. Au lieu de la résorption rapide, automatique de son portefeuille de devises, malgré les efforts de la Banque, qui aurait été désireuse de voir diminuer son portefeuille de devises, ce à quoi on a assisté, pendant longtemps, c'était à un gonflement persistant du portefeuille. Même quand la stabilisation légale de notre monnaie a mis fin au régime du gold exchange standard, à l'acquisition de devises par la Banque de France, la Banque a conservé, pendant plusieurs années, comme legs de l'état de choses antérieur, un stock de devises ayant une valeur de 26 milliards de francs or.

A partir de l'automne 1931, il est vrai, la Banque de France et nombre de banques européennes se sont hâtées de se défaire de la plus grande part de leurs devises. Mais ce fut là non pas enfin la résorption déterminée par l'importation accrue de marchandises, ce fut une politique délibérée des Banques pour éviter le renouvellement des pertes que l'abandon de l'étalon-or en Angleterre et la dépréciation de la livre sterling leur avaient causées. Aussi, ces devises furent-elles employées, non pas en achats de marchandises étrangères, mais à l'achat d'or. L'hostilité ou la défiance à laquelle se heurte désormais le sys-

En France

tème du gold exchange standard, n'a réussi à déterminer en France, de même qu'en Belgique, en Hollande, en Suisse, que la substitution d'un déséquilibre à un autre : une accumulation d'or dans ces pays; l'aggravation du déséquilibre mondial de l'or à la place du déséquilibre dans la distribution mondiale des devises.

La thésaurisation des devises en quantités excessives, est aussi très manifeste dans la masse des capitaux flottants que nous avons vu se constituer dans nombre de pays après la guerre, prêts à circuler et à porter le trouble d'un pays à l'autre.

Le penchant aux placements à court terme, qui sévit naturellement dans les périodes d'incertitude monétaire, dans les périodes aussi de fuite devant la monnaie nationale, a puissamment contribué à cette thésaurisation de devises, à cette constitution d'une grande masse de capitaux flottants. Les exportateurs, dans nombre de pays, préféraient garder à leur disposition les devises ou les laisser à l'étranger; d'autres particuliers aussi thésaurisaient. Les Banques privées elles-mêmes, à qui des devises étaient offertes, les ont fréquemment employées, par scuci de leur sécurité ou pour tirer parti des sources nouvelles et variées de bénéfices que les incessantes vicissitudes monétaires créaient, en placements extérieurs à court terme.

Les deux formes de thésaurisation se sont alimentées et soutenues mutuellement

Ces deux formes de thésaurisation : gold exchange standard et capitaux flottants, se sont alimentées et soutenues mutuellement. Les banques d'émission ont trouvé fréquemment, dans les capitaux flottants le moyen de s'approvisionner en devises, les soumettant par là à une thésaurisation parfois plus longue que celle qu'elles auraient connue dans les banques privées. Le rapide accroissement du portefeuille de devises de la Banque de France entre 1926 et 1928 résulte du retour en France de capitaux flottants rapatriés par des Français ou de l'afflux en France de capitaux flottants étrangers qui accourraient dans notre pays en vue d'une spéculation sur le franc ou sur les valeurs mobilières françaises.

Inversement, la pratique du gold exchange standard a favorisé le grossissement de la masse des capitaux flottants. Nous avons déjà eu l'occasion de parler de la double inflation intérieure et extérieure que le Gold exchange standard a souvent provoquée et qui constitua un foyer de création de devises, amplifiant le volume des capitaux vagabonds.

En France, même après le 25 Juin 1928, après la stabilisation monétaire légale, après la substitu-

tion du gold bullion standard au gold exchange standard, les acquisitions de devises n'ont pas cessé. Mais les devises ne venaient plus à l'institut d'émission. C'étaient les banques privées et non plus la Banque de France, qui procédaient, en 1928 - 1929, à des acquisitions de devises, accueillant par là les capitaux rapatriés par les Français, les capitaux provenant des excédents de notre balance des comptes. Les banques privées étaient poussées à ces achats par le désir de bénéficier du taux d'intérêt plus élevé dans les pays étrangers.

Pendant un certain temps, c'est la Banque de France qui a satisfait au désir de devises des banques privées, par ses opérations de report sur devises, opérations qui constituaient, en somme, un prêt de devises par la Banque de France aux banques privées. Lorsque la Banque de France, dénouant ces opérations de report, a repris aux Banques privées les devises prêtées, les banques privées ont substitué à ces devises que la Banque leur reprenait, des devises qu'elles avaient achetées directement sur le marché.

Et souvent, elles arrivaient à obtenir, pour leurs acquisitions de devises, le secours de la Banque de France. En lui portant des effets de commerce à escompter, les banques privées obtenaient de la Banque de France les ressources nécessaires pour l'acquisition de devises. Elles diminuaient leur portefeuille d'effets de commerce pour augmenter leur portefeuille de devises. Pendant un certain temps ainsi, ont pu continuer ces achats de larges quantités de devises par les banques privées, alors que cependant la volonté de mettre fin à cette théaurisation de devises avait été une des raisons de l'accomplissement de la stabilisation monétaire légale du 25 Juin 1928. Sans doute, cette fois c'étaient les banques privées qui procédaient à ces achats et non plus la Banque de France. Mais les banques privées le faisaient au moyen de crédits qu'elles obtenaient de la Banque de France. C'était comme si la Banque de France continuait, mais par personne interposée, à acquérir ces devises dont directement elle s'était interdit l'acquisition.

Cet afflux de devises, cette détention prolongée de devises, conséquence du gold exchange standard, a donc continué pendant un certain temps, quoiqu'on voulût l'éviter et malgré l'adoption du gold bullion standard. Faute d'achat de marchandises, consécutif à l'importation de capitaux, faute aussi de placements extérieurs à long terme, le montant des devises thé-

saurisées par nos banques se maintint longtemps très élevé. Il a fallu la crise, pour qu'à partir des derniers mois de 1930, nos banques procédassent à de larges liquidations de leur portefeuille de devises. Mais, cette liquidation par les banques privées de leur portefeuille de devises, pas plus que la cession de ses devises par la Banque de France à partir de Septembre 1931 dont nous avons parlé tout à l'heure, n'a été provoquée par l'accroissement des importations de marchandises; Elle a constitué une mesure de prudence devant l'aggravation, depuis la crise, de l'incertitude économique et monétaire mondiale. Et puisqu'elle n'a pas été la conséquence d'achats de marchandises, ce qu'elle a entraîné c'est l'augmentation de notre encaisse-or. Elle a substitué un déséquilibre à un autre.

Les thésaurisations prolongées sont contraires à la tendance à l'équilibre automatique

Or, logiquement, le jeu des théories de l'équilibre devrait empêcher ces thésaurisations prolongées de devises. Une large application dans le monde du gold exchange standard et le maintien de grandes quantités de capitaux flottants constituent des contradictions I° - à la tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale des capitaux, qui est présentement examinée; 2° - au principe que la marchandise suit le capital, qui était le problème étudié au dernier chapitre; et 3° - à la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement des capitaux, qui était l'objet de notre étude dans un chapitre antérieur, puisque par là on constate que le jeu des actions et réactions que supposent ces diverses thèses, ne se produit pas.

On sait comment s'explique cette thésaurisation prolongée, cette non-résorption des devises. Nous l'avons montré au chapitre précédent. C'est d'abord, avons-nous dit, parce que n'a pas toujours lieu l'augmentation des instruments monétaires en circulation qu'annonce la théorie de l'équilibre automatique. Au cas de gold exchange standard, par exemple, il peut y avoir augmentation des devises sans accroissement de la circulation monétaire intérieure. C'est ce qui est arrivé quand les devises ont été obtenues directement de l'étranger par la Banque d'émission au moyen d'un emprunt extérieur. C'est ce qui est arrivé aussi, même lorsqu'au début, la Banque centrale a commencé d'acquérir des devises contre émission de billets, quand les billets retournaient à la banque d'émission par le circuit fermé que nous avons exposé. Les particuliers portaient les billets au Trésor à cause de l'intérêt que le Trésor leur versait et le Trésor rendait ces billets à la Banque d'émission en remboursement d'avances que la Banque lui avait anté-

riurement consenties.

De même, pour ce qui est des capitaux flottants, il se peut aussi parfois qu'il y ait constitution de capitaux flottants, thésaurisation de devises, sans circulation monétaire intérieure correspondante. C'est ce qui arrive, par exemple, quand les devises proviennent de ventes de marchandises à l'étranger et qu'on les laisse au dehors, sans les rapatrier, sans les échanger auprès des banques contre des billets ou des inscriptions aux comptes des dépôts.

Mais, le plus fréquemment, l'augmentation de la circulation monétaire se produit. Si cependant il peut y avoir continuation du gold exchange standard ou augmentation de la masse des capitaux flottants, c'est parce que fait défaut le mécanisme prévu par la théorie de l'équilibre. En dépit de la théorie quantitative de la monnaie, l'augmentation de la circulation intérieure n'entraîne pas la hausse des prix. Et en l'absence d'une hausse des prix, les importations considérables de marchandises qui devraient entraîner résorption du stock de devises, ne s'effectuent pas. Les devises peuvent demeurer thésaurisées dans la Banque d'émission ou dans les banques privées ou chez les particuliers. Gold exchange standard et masses de capitaux flottants ont pu de la sorte continuer d'être une incontestable réalité.

On voit donc qu'il n'existe pas, avec certitude, une tendance à l'équilibre dans la distribution mondiale des devises ou des capitaux, pas plus qu'il n'existe une tendance certaine à l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or. Peut-être dans les périodes plus calmes que la nôtre, dans des périodes de sécurité économique et monétaire, on n'observerait pas ces grosses accumulations de devises dans certains pays. Mais que surviennent des périodes troublées, des périodes d'instabilité, des déséquilibres apparaissent des accumulations de devises se manifestent, et ces déséquilibres ne tendent pas à se détruire automatiquement eux-mêmes. L'action régulatrice, qui devrait déterminer la prompte résolution du stock de devises, n'apparaît pas et le déséquilibre persiste.

§ 4 - Les mouvements internationaux de capitaux et l'aggravation du déséquilibre.

Comment les capitaux flottants produisent souvent par leurs mou-

Nous venons de dire qu'on ne constate pas une tendance nette à l'équilibre dans la distribution mondiale des capitaux, qu'il peut y avoir fortes thé-saurisations de devises. Or, ces capitaux flottants,

vements une aggravation du déséquilibre

ces capitaux non employés en marchandises et qui peuvent circuler de pays en pays, provoquent souvent par leurs mouvements, une aggravation du déséquilibre.

Les mouvements des capitaux n'ont pas une fonction aussi favorable à l'équilibre que certains le croient; Les capitaux ne se portent pas tout de suite au secours de l'équilibre compromis. Ils ne sont pas toujours les chevaliers de l'équilibre; Ils obéissent à des fins plus prosaïques; Ils ne viennent pas courageusement au secours de l'équilibre menacé, mais ils vont là où leurs possesseurs en attendent la plus haute rémunération. Par suite, il peut arriver que les mouvements des capitaux, qui parfois favorisent l'équilibre, parfois aussi aggravent le déséquilibre.

Déséquilibre de pléthore dans certains pays. Déséquilibre de pénurie dans d'autres. Ce sont là des spectacles auxquels nous avons continuellement assisté dans ces dernières années.

Déséquilibre de pléthore; ils ont été fréquents. La théorie de l'équilibre estime que les capitaux sont souvent attirés dans un pays par des facteurs qui poussent à l'équilibre, par exemple, par le jeu du taux de l'escompte qui lui aussi doit agir dans le sens de l'équilibre. En fait, les mouvements des capitaux sont souvent déterminés par des facteurs autres que le taux de l'escompte. Et parfois, même quand ils sont attirés par le taux de l'escompte, ils aggravent le déséquilibre.

Après la guerre, on a observé souvent que ce qui attirait les capitaux dans certains pays, ce fut l'amélioration espérée du change national, les spéculations sur le change. On a vu alors des capitaux se ruer sur des pays, qui auraient bien voulu s'en passer. Les capitaux étrangers se sont portés, en quantités considérables, vers la Norvège, le Danemark, en 1925, attirés par la hausse escomptée de la monnaie nationale et ont entraîné une hausse de la couronne, bien plus forte que celle que ces pays auraient désirée. Au Danemark et en Norvège, le redressement de la monnaie nationale s'est fait trop vite et les prix ont baissé trop rapidement. Cet afflux des capitaux a été générateur d'une crise pénible pour l'industrie. En France, en 1926, le même mouvement s'est dessiné. Et c'est pourquoi, à la fin de 1926, pour empêcher une amélioration trop rapide du franc, on s'est décidé à sa stabilisation de fait. C'est pour empêcher un relèvement trop accentué du franc, que le 23 Décembre 1926, la Banque de France a décidé qu'elle était acheteur et vendeur de monnaies étrangères à un prix dé-

Déséquilibre par pléthore de capitaux

terminé. Il y a bien eu, en 1927, une crise; mais elle a été, sans doute, moindre que si le franc avait continué de se redresser rapidement.

Dans d'autres circonstances, ce qui attire les capitaux dans un pays, c'est la hausse espérée des valeurs de Bourse. En Autriche, en Allemagne, en Belgique, la stabilisation a été le point de départ d'une reprise boursière et l'afflux des capitaux étrangers exagérait le mouvement. En France, les capitaux étrangers n'ont pas attendu la stabilisation monétaire légale pour venir spéculer à la hausse des valeurs de bourse. Instruits par l'expérience des stabilisations antérieures, les capitaux étrangers sont venus prendre position à la hausse, en France, avant même que la stabilisation légale soit effectuée. Dès 1927, il y a eu à cet effet de grandes importations de capitaux dans notre pays.

Mêmes faits aux Etats-Unis, en 1928-1929. Grands mouvements de capitaux étrangers vers les Etats-Unis, pour bénéficier de la hausse des valeurs de bourse. Et pour bénéficier aussi du taux très élevé de l'intérêt à court terme; non seulement du taux élevé de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve, mais surtout du taux élevé de l'intérêt à court terme pour les capitaux prêtés à la Bourse, pour les capitaux prêtés au jour le jour, pour le call money. La hausse du taux du call money a été considérable, puisqu'il s'est élevé certains jours, à 15 et 18 %.

On a vu alors que le taux de l'escompte, qui souvent est un facteur d'équilibre, devient parfois facteur de déséquilibre. Lorsqu'on dit que le taux de l'escompte est un facteur d'équilibre, on pense au taux de l'escompte, dont les mouvements sont commandés par des facteurs externes; Par exemple, un pays dont la balance des comptes est déficitaire et qui a besoin des capitaux élève le taux de l'escompte, ce qui fait accourir les capitaux étrangers. Mais, parfois, la hausse du taux de l'escompte n'est pas commandée par des facteurs externes; elle est commandée par des facteurs internes; c'était justement le cas des Etats Unis en 1929. Les Banques Fédérales de Réserve avaient élevé le taux de l'escompte, non pour faire venir les capitaux étrangers, mais parce qu'elles voulaient réfréner la hausse boursière. Cette hausse du taux de l'escompte a néanmoins attiré les capitaux étrangers. Et ces capitaux ont accentué la hausse boursière qu'on voulait modérer. La hausse du taux de l'escompte aux Etats Unis ne provenait pas de ce qu'on avait besoin de capitaux étrangers, il y avait, au contraire, déjà trop de capitaux aux Etats Unis.

Mais la conséquence de la hausse du taux de l'escompte a été cependant de grosses importations de capitaux dans un pays où il y avait déjà surabondance.

Déséquilibre par pénurie de capitaux

Inversement, il y a des déséquilibres par pénurie de capitaux.

La plupart des pays, qui ont vu leur monnaie se déprécier, ont connu des déséquilibres par pénurie. Par exemple, en France, en 1925-1926, lorsqu'il y a eu dépréciation de la monnaie, les capitaux fuyaient à l'étranger. De même, en Allemagne, avant 1924. De même dans les autres pays qui souffraient de la dépréciation de la monnaie. Les capitaux fuient les pays où la monnaie se déprécie, malgré la pénurie de capitaux, qui sévit dans ces pays.

A la fuite des capitaux nationaux s'ajoute, dans certaines circonstances, pour entraîner la disette de capitaux, le retrait précipité des capitaux prêtés par l'étranger. C'est ce qu'on a constaté dans des proportions énormes en Allemagne, en 1930 et surtout en 1931. C'est ce qui a déterminé tous les moratoires successifs, qui sont devenus une des pratiques courantes de ce pays. De même, en Angleterre, le retrait des capitaux étrangers a été la cause principale immédiate de l'abandon de l'étalon-or.

Un autre exemple de mouvements de capitaux entraînant la pénurie a été constaté en Europe en 1928-1929 comme contre-partie de ce que nous avons dit tout à l'heure quant à l'afflux des capitaux aux Etats-Unis. Une grande partie des capitaux, qui accouraient vers les Etats Unis en 1928-1929, provenait d'Europe. Ils émanaient de pays plutôt pauvres en capitaux, de pays où les capitaux étaient plutôt rares, pour aller vers un pays où les capitaux étaient surabondants. Loin que le mouvement se fit des pays riches en capitaux vers les pays pauvres en capitaux, c'était l'inverse, c'était les pays pauvres en capitaux qui prêtaient à un pays où il y avait déjà excès de capitaux.

Pour se défendre, les pays européens, ont parfois haussé le taux de leur escompte, mais cette hausse n'arrivait pas à arrêter le mouvement des capitaux vers les Etats-Unis, exagérant ainsi le déséquilibre dans la distribution mondiale des capitaux.

Chapitre X

THEORIE AMERICAINE DE L'EQUILIBRE MONDIAL DES PRIX PAR LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

§ I - Exposé de la théorie :

Nous continuons de calquer les développements re-

latifs à la théorie de l'équilibre par les mouvements de capitaux sur ce que nous avons dit précédemment concernant la théorie de l'équilibre par les mouvements de l'or. De même que nous avons consacré un chapitre à l'équilibre des prix par les mouvements de l'or, nous devons avoir un chapitre sur l'équilibre mondial des prix par les mouvements des capitaux.

Le déséquilibre des prix tend à disparaître grâce aux changements dans les stocks de devises.

La théorie de l'équilibre mondial des prix par les mouvements des capitaux va elle aussi être calquée sur la théorie correspondante relative à l'or. Nous verrons donc que si, par exemple, les prix montent, dans certains pays, rompant par là l'équilibre mondial des prix existant, ce déséquilibre va tendre à se détruire lui-même, grâce aux actions déterminées par les changements dans les stocks de devises. On aura la chaîne des successions suivante :

1°- Cette hausse des prix, dans certains pays, ne va pas manquer de provoquer un accroissement des importations de marchandises et un fléchissement des exportations;

2°- Ces mouvements de marchandises s'accompagnent d'une raréfaction des devises dans les pays importateurs de marchandises. Comme ils achètent plus à l'étranger, il faut qu'ils paient; Il y aura moins de devises dans ces pays. Et, parallèlement, augmentation de devises dans les pays où les prix sont bas et d'où vient la marchandise.

3°- Dans les pays qui importent ainsi de grosses quantités de marchandises et où le stock de devises se réduit, la circulation monétaire va tendre à flétrir. Inversement, dans les pays où les prix étaient bas et d'où viennent les marchandises, la grande abondance nouvelle de devises va entraîner, par suite de l'achat de devises par les banques contre de la monnaie nationale, augmentation de la circulation monétaire nationale. La circulation monétaire se contracte donc dans les pays où les prix étaient élevés et s'amplifie dans ceux où les prix étaient bas. Ces mouvements de la circulation monétaire tendront, par application de la théorie quantitative de la monnaie, à relever les prix là où ils étaient trop faibles et à les déprimer là où ils avaient trop haussé. L'équilibre mondial des prix tendra ainsi à se restaurer.

La théorie de l'équilibre mondial des prix par les mouvements de capitaux présente une supériorité certaine sur la théorie de l'équilibre par les mouvements de l'or. Elle apparaît plus en harmonie avec les conditions économiques présentes où les devises

ments de l'or

Conciliation
plus facile
de la théorie
quantitative
nationale avec
la théorie quan-
titative in-
ternationale

beaucoup plus que l'or servent aux réglements extérieurs. En outre, elle est affranchie de tout lien avec cette théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, qui est manifestement contraire aux faits.

La théorie de l'équilibre mondial des prix par les mouvements de capitaux, rend même mieux compte, ou moins mal, que la théorie de l'équilibre par le mouvement de l'or, de la diffusion dans le monde de la hausse des prix due à l'accroissement de la production de l'or. Par là, elle permettrait une conciliation moins imparfaite de la théorie quantitative nationale, fondée sur le montant des instruments monétaires nationaux, avec la théorie quantitative internationale basée sur la production mondiale de l'or.

Cette théorie, en effet, pourrait présenter le raisonnement suivant : lorsque augmente la quantité d'or extraite des mines, il ne serait pas besoin pour que se réalise un nouvel équilibre mondial des prix en hausse, que le supplément d'or se répande de façon harmonieuse dans les divers pays. Il suffit, pour qu'une augmentation des prix dans les divers pays du monde se manifeste, qu'il y ait augmentation à peu près proportionnelle, non plus de l'or, mais de l'ensemble des instruments monétaires : $M + M'$ de l'équation d'Irving Fisher. Là où l'or affluerait, l'abondance d'or amènerait par là même gonflement de la circulation monétaire. Là, au contraire, où il ne viendrait pas assez d'or, un accroissement des billets ou des dépôts suppléerait à la pénurie d'or. Et, cet accroissement de billets et de dépôts, aura lieu, dira-t-on, fatallement, comme conséquence du mouvement des marchandises.

Tant que, en effet, demeure faible la progression des instruments monétaires dans le pays qui a reçu peu d'^{or} les prix aussi restent relativement bas. Les exportations de marchandises augmentent vers les pays où les prix sont montés. Le volume des marchandises, dans ces pays exportateurs, va baisser. D'autre part, la circulation monétaire due à l'incessant afflux de devises, devises échangées contre des billets et des dépôts, va augmenter. Double raison par conséquent de hausse des prix dans les pays qui n'ont pas encore bénéficié de la hausse mondiale. Double raison de hausse, à cause de la raréfaction de la marchandise et à cause de l'augmentation des instruments monétaires; Double raison de hausse qui finit par relever les prix au niveau des prix étrangers et de restaurer un nouvel équilibre mondial des prix à un ni-

veau plus élevé résultant de l'augmentation de la production de l'or.

Grâce ainsi aux échanges extérieurs de marchandises et au mouvement simultané de devises entraînant variations de la circulation monétaire, les prix peuvent dépendre à la fois du montant des moyens monétaires nationaux et des changements dans la production de l'or. La conciliation pourrait ainsi être réalisée malgré l'absence de tout équilibre dans la distribution mondiale de l'or, entre la théorie quantitative nationale basée sur les instruments monétaires nationaux et la théorie quantitative internationale basée sur la production mondiale de l'or.

§ 2 - Objections à la théorie.

Malgré sa supériorité certaine sur la théorie de l'équilibre mondial des prix par les mouvements de l'or, la théorie de l'équilibre par les mouvements de capitaux, se heurte à des objections voisines de celles que nous avons adressées à la première. Objections sur les trois points, qui en constituent l'essentiel :

I^e - La thèse implique que la disparité des prix entre les divers pays entraîne nécessairement mouvements de marchandises, lesquels la font disparaître. Or, comme nous l'avons indiqué à propos de la théorie de l'équilibre des prix par les mouvements de l'or, la disparité des prix peut s'effacer ou tout au moins s'atténuer, sans nouveaux mouvements de marchandises et grâce à l'action de facteurs psychologiques. La connaissance des changements des prix survenus dans certains pays, pourra suffire à provoquer des modifications dans les prix des autres pays et conduire ainsi à l'équilibre. Dès que l'on sait les modifications subies par les prix à l'étranger, des changements, au moins pour certaines marchandises très sensibles, s'effectuent. Dans la mesure où il en sera ainsi, le mécanisme de l'équilibre par les mouvements de capitaux ne jouera pas; Les prix monteront, dans certains pays, en harmonie avec la hausse des prix qui s'est produite ailleurs, par la seule connaissance de cette hausse. Par suite, comme il faut que l'équation de l'échange se vérifie, ce ne seront pas les modifications des instruments monétaires qui entraîneront la hausse des prix. C'est au contraire, la hausse des prix qui se sera dessinée sous l'influence des facteurs psychologiques, qui amènera les modifications des moyens monétaires, modification de M et M', V et V'.

2^eme objection : Même lorsque la disparité des

La disparité
des prix peut
s'effacer
ou s'atténuer
sans nouveaux
mouvements
de marchan-
dises

Il n'est pas sûr que les variations des stocks de devises déterminent des changements correspondants dans la circulation.

prix suscite les mouvements de marchandises que la théorie implique, mouvements de marchandises des pays à prix bas, vers les pays à prix élevés, il n'est pas sûr que les stocks de devises grossissent notablement dans les pays à prix bas et se raréfient dans les pays à prix élevé, déterminant des changements correspondants dans le montant respectif de la circulation monétaire. Il pourra arriver, par exemple, que les exportateurs de marchandises des pays à prix faibles, laissent leurs devises à l'étranger, les y placent directement sans les rapatrier, sans les échanger chez eux, dans les banques, contre de la monnaie nationale. Par conséquent, il y aura mouvement de marchandises, exportations de marchandises, sans augmentation corrélative de la circulation monétaire dans les pays à prix bas. De même, d'autre part, les importateurs de marchandises, dans les régions à prix élevés, pays belligérants, par exemple, pays à récolte déficitaire, pays bénéficiant d'une grande prospérité cyclique les importateurs donc de marchandises dans les pays où les prix ont monté, pourront payer parfois les marchandises achetées au moyen de capitaux étrangers empruntés. Par conséquent, dans ces pays, pas de restriction dans la circulation monétaire à raison des devises obtenues des banques contre billets ou dépôts. Ainsi, la circulation monétaire, ne se gonflera pas dans les pays à prix bas et ne se rétrécira pas dans les pays à prix élevés. Pas de tendance, en définitive, au nivellement mondial des prix, comme effet du mouvement des devises. Les déplacements de marchandises pourront se faire, sans entraîner mouvement de devises, ni variation corrélative de la circulation monétaire.

Au cas en particulier où il s'agit d'une hausse des prix due à l'accroissement de la production de l'or, les deux objections qui précèdent viennent ébranler l'argumentation proposée plus haut comme conciliation entre théories quantitatives nationale et internationale.

Les prix ne sont pas nécessairement influencés à la fois présentent bien les mouvements annoncés dans le sens欲 dans la circulation monétaire, il n'en résulte pas indiqué par les mouvements des sens indiqué. C'est l'objection principale. On s'appuie sur les devises et pour affirmer que les variations de la circulation monétaire entraîneront des mouvements de prix correspondants, sur la théorie quantitative de la monnaie.

Mais des dérogations à la théorie quantitative de la monnaie, nous l'avons montré, se sont manifestées si

nombreuses dans ces dernières années, qu'on ne peut assurer que l'accroissement des billets et des dépôts dans les pays à prix bas, va y relever les prix, ni que la restriction de la circulation dans les pays à prix élevés, y déprimera les prix. L'énorme accumulation de devises et d'or aux Etats Unis en 1920-1927, pas plus que l'afflux des devises en France en 1926-1927, n'y ont provoqué l'ascension des prix que suppose la théorie quantitative.

Il n'apparaît donc pas certain que la tendance à l'équilibre mondial des prix dépende du mécanisme invoqué par la théorie de l'équilibre par les mouvements de capitaux, puisque peuvent manquer plusieurs des pièces de ce mécanisme et parfois toutes.

Nous ne disons pas qu'il n'y ait pas une tendance à l'équilibre mondial des prix. Mais c'est dans une autre voie qu'il faudra s'engager pour rechercher dans quelle mesure la tendance à l'équilibre se réalise et sous l'influence de quels facteurs.

Ainsi se trouve achevé l'examen de l'ensemble des questions se rattachant aux théories de l'équilibre par les mouvements de capitaux. A propos de l'or, nous avons successivement examiné : la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement de l'or, la théorie de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or; la théorie de l'équilibre des prix par les mouvements de l'or.

De même ici pour les mouvements de capitaux, nous avons examiné successivement :

la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de capitaux,

la question de savoir s'il existe une tendance à l'équilibre dans les mouvements de capitaux;

la théorie de l'équilibre des prix par les mouvements de capitaux.

Et nous avons ajouté un autre chapitre concernant les emprunts, chapitre qui se rattache à la fois aux théories de l'équilibre par les mouvements de l'or et aux théories de l'équilibre par les mouvements de capitaux.

Nous avons donc maintenu un constant parallélisme entre les deux théories.

Chapitre XI

LA THEORIE DE L'EQUILIBRE DE LA BALANCE DES
COMPTE PAR LE JEU DU TAUX DE L'ESCOMpte

§ I - Exposé de la théorie -

Le jeu du taux de l'escompte est le moyen principal auquel recourent les banques pour sauvegarder leur encaisse-or. Lorsque l'exode de l'or apparaît imminent, les banques relèvent le taux de l'escompte. En défendant leur or, les Banques, en même temps, agissent dans le sens de l'équilibre de la balance. L'action régulatrice du taux de l'escompte serait double :

1°- Il peut s'agir d'un déficit accidentel, temporaire de la balance. L'ascension du taux de l'escompte exercera une action régulatrice, en attirant dans le pays les capitaux étrangers.

2°- Si la rupture de l'équilibre est plus profonde, plus durable, la majoration du taux de l'escompte, par sa persistance, entraîne restriction des crédits, contraction des disponibilités monétaires. Contraction des disponibilités monétaires, cela signifie, par application de la théorie quantitative de la monnaie, baisse des prix. L'entrave résultant de la hausse du taux de l'escompte, obligera industriels et commerçants à se défaire de leurs stocks à des prix plus faibles; la difficulté de trouver du crédit, obligera à des liquidations de marchandises. Cette chute des prix entravera les importations de marchandises, stimulera les exportations, améliorera ainsi la balance commerciale, puis la balance des comptes jusqu'à ce que s'effectue le retour à l'équilibre.

Généralement, dans l'exposé de la théorie, on s'en tient à l'influence des variations du taux de l'escompte pour le cas de balance des comptes en déficit. Mais, la logique veut que l'on fasse intervenir aussi ces variations pour le cas d'une balance en excédent. Nous dirons donc, symétriquement, que lorsque la balance des comptes est en excédent, il en résulte une baisse du taux de l'escompte. Cette réduction du taux de l'escompte tendra en premier lieu à chasser les capitaux vers les pays étrangers au taux d'escompte plus élevé, et deuxièmement à provoquer, par

l'extension des crédits, l'augmentation des instruments monétaires, puis une hausse des prix laquelle favorisera l'importation de marchandises étrangères, ralentira les exportations, fera disparaître l'excédent de la balance des comptes et rétablira l'équilibre.

§ 2 - Objections à la théorie :

Les capitaux attirés par le taux de l'escompte ne doivent pas figurer dans la balance des comptes

Ce qu'il y a de plus sûr dans la théorie que nous venons d'exposer, c'est l'attraction que le relèvement du taux de l'escompte exerce sur les capitaux étrangers. Par là, il est exact que la majoration du taux de l'escompte obtient des effets utiles, notamment en cas d'une balance des comptes en déficit temporaire. Seulement, nous avons déjà eu l'occasion de le faire remarquer, il n'y a pas là une tendance au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes. Les capitaux étrangers qui affluent dans le pays où le taux de l'escompte est élevé ne s'inscrivent pas à l'actif de la balance des comptes telle que nous l'avons définie. Il n'y a pas création, à l'actif de cette balance, d'un supplément de créances, qui vient rétablir l'équilibre de la balance. Les capitaux étrangers qui sont attirés dans le pays constituent une dette future et ne s'inscrivent pas aux comptes actifs de la balance.

L'importation des capitaux, due au taux de l'escompte contribue à l'équilibre de la balance des paiements

L'afflux des capitaux étrangers est bienfaisant, assurément. Supposons, en effet qu'il s'agisse d'un déficit temporaire, d'un déficit accidentel, saisonnier de la balance des comptes, d'un déficit qui tient à ce qu'on n'achète pas et on ne vend pas le long de l'année, des quantités constamment équivalentes. Il y a des mois où l'on vend davantage qu'on achète et il y a d'autres mois, inversement, où l'on achète plus qu'on ne vend. Il y a inégale distribution, au cours de l'année, des créances et des dettes vis-à-vis de l'étranger, des créances et des dettes qui constituent la balance des comptes. Cette inégale distribution entraîne, à certains moments, un déficit de la balance, qui doit normalement être comblé par l'excédent de mois suivants. Les capitaux prêtés par l'étranger permettent d'attendre, sans perturbation, le moment où apparaîtront les excédents, lesquels permettront de rembourser les capitaux obtenus. Les capitaux étrangers présentent l'avantage d'éviter une dépréciation du change national à certains moments, dépréciation qui ne correspondrait pas à un véritable déficit de la balance des comptes. Ils empêchent que l'or

sorte du pays pour payer le déficit temporaire, et empêchent par suite, ultérieurement, un second mouvement de l'or, qui devrait rentrer lorsque la balance des comptes serait en excédent. Mais, par là, l'importation de capitaux, favorisée par le taux de l'escompte, contribue à l'équilibre de ce que nous avons appelé la balance des paiements.

Sauf le cas où un pays ne tient pas ses engagements, la balance des paiements s'établit en équilibre, puisqu'il faut bien que chaque opération donne lieu à un règlement. Mais, l'équilibre peut se réaliser de différentes manières. L'intérêt des importations de capitaux dont nous venons de parler, c'est qu'elles empêchent que l'équilibre se réalise par un double mouvement d'or : sortie d'or et ultérieurement rentrée d'or. L'équilibre de la balance des paiements peut se réaliser ainsi tout le long de l'année plus élégamment, sans transfert inutile de métaux précieux. En définitive donc, ce que fait cet afflux de capitaux, ce n'est pas d'établir l'équilibre de la balance des comptes, c'est d'aider à l'établissement de l'équilibre de la balance des paiements. L'afflux de capitaux ne fait rien pour diminuer le déséquilibre de la balance des comptes; il ne modifie pas la consistance présente et encore moins la consistance définitive de la balance des comptes. L'afflux temporaire de capitaux reste étranger au problème du rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes.

Ce qu'il y a de plus important dans la théorie que nous examinons, c'est l'action que l'on prête au taux de l'escompte sur les prix. Ce ne serait que par là que le taux de l'escompte serait un instrument de rééquilibre de la balance des comptes. Le taux de l'escompte n'est un régulateur de la balance des comptes que si la hausse du taux de l'escompte provoque bien, comme on le prétend, fléchissement des prix et par là, en poussant aux exportations, en entravant les importations, améliore l'état de la balance. Que faut-il penser de cette thèse, qui est la thèse essentielle concernant l'action du taux de l'escompte sur l'équilibre de la balance des comptes ? Est-il vrai que le mouvement du taux de l'escompte agit comme on l'indique sur les prix intérieurs ? Nous ne voulons pas faire une étude théorique de la question. Nous nous contenterons de soumettre cette thèse au contrôle des faits.

Certains faits sont favorables à la thèse.

A certains moments, quand les conditions s'y prêtent, on constate à la fois baisse des prix et hausse du taux de l'escompte. Nous ne prétendons pas

L'action que
l'on prête
au taux de l'
escompte sur
les prix

Faits favo-
rables à la
thèse

que la hausse du taux de l'escompte soit facteur de la baisse des prix, mais il y a bien coïncidence entre hausse du taux de l'escompte et baisse des prix. Ce sont probablement ces faits, qui ont frappé les défenseurs de la théorie. Au termes d'une phase cyclique de prospérité, lorsque s'accuse une hausse exagérée des prix, accompagnée d'une surproduction l'élévation du taux de l'escompte s'accompagne de la baisse des prix. Au moment de la crise, il y a baisse des prix et continuation de la hausse du taux de l'escompte. La hausse du taux de l'escompte atteint son maximum quelque temps après la fin de la prospérité, quelques mois après la survenance de la crise.

Cette hausse du taux de l'escompte, est-elle la cause de la baisse des prix ? Est-ce la hausse du taux de l'escompte qui déclanche la crise et l'effondrement des prix ? Nous n'avons pas besoin de l'examiner; ce que nous reconnaissions, c'est que, à certaines étapes du cycle économique, on observe bien à la fois, hausse du taux de l'escompte et baisse des prix.

Faits contraires à la thèse

Seulement, cela n'est vrai que pendant une portion assez courte du cycle économique entier. Pendant le reste du cycle, on ne voit pas du tout les prix et le taux de l'escompte varier en sens contraire l'un de l'autre. On voit plutôt l'inverse : variations de même sens du taux de l'escompte et des prix. Pendant la plus grande partie de la période de prospérité, on voit les prix hausser, en même temps que s'élève le taux de l'escompte. Il est vrai qu'en France la politique stabilisatrice du taux de l'escompte, qui caractérise la Banque de France fait que souvent - pas toujours - la Banque de France ne se décide que tardivement à éléver son taux. Mais le taux de l'escompte du beau papier commercial, ce qu'on appelle le taux de l'escompte hors banque, s'élève en France pendant une grande partie de la prospérité. Et, dans les autres pays, en Angleterre, aux Etats-Unis, en Allemagne, nous voyons, pendant une grande partie de la prospérité le taux de l'escompte officiel, le taux de l'escompte des Banques d'émission s'élèver lui aussi.

La hausse du taux de l'escompte commence, en général, peu de temps après le début de la période de prospérité, pour se terminer peu de temps après la survenance de la crise. Le mouvement du taux de l'escompte ne coïncide pas entièrement avec les périodes de prospérité et de dépression. Mais, s'il ne commence pas dès le début de la prospérité, pour se terminer dès la survenance de la crise, il commence

un certain temps après le début de la prospérité et se termine quelque temps après la survenance de la crise. Par conséquent, pendant une grande partie de la période de prospérité, il y a à la fois hausse du taux de l'escompte et hausse des prix. On ne voit donc pas, pendant toute cette période, la hausse progressive du taux de l'escompte déterminer la baisse progressive des prix, ce qui est l'essentiel de la théorie que nous examinons.

Inversement, pendant la période de dépression, durant une grande partie de cette période, nous voyons le taux de l'escompte s'abaisser, rester très réduit, sans provoquer la hausse des prix. Lorsque survint la grande crise mondiale de 1929, les Banques Fédérales de Réserve ont très vite abaissé leur taux d'escompte, pour tâcher de galvaniser l'activité économique. Le taux de l'escompte des Banques Fédérales avait atteint 6% à New York, à la veille de la crise; On l'a fait flétrir par paliers jusqu'à 1 1/2%. Mais ces fléchissements successifs n'ont pas empêché la baisse concomitante des prix de persister. La réduction du taux de l'escompte n'a pas réussi à entraîner la hausse des prix désirée.

Les faits apparaissent donc contraires à cette affirmation que la hausse du taux de l'escompte détermine la baisse des prix et que la baisse du taux de l'escompte provoque la hausse des prix. Cela a lieu parfois, dans une petite partie du cycle économique. Mais cela n'a pas lieu dans la plus grande partie des phases alternées du cycle économique.

D'ailleurs, non seulement les faits sont contraires à la thèse, mais on observe d'étranges contradictions chez ses défenseurs. On assure que la hausse du taux de l'escompte tend à abaisser les prix, et on explique la baisse par la restriction du crédit que cette hausse du taux de l'escompte entraîne par la diminution des disponibilités monétaires; on voit dans cette baisse des prix une application de la théorie quantitative de la monnaie. Mais, d'autre part, on prétend que la hausse du taux de l'escompte attire les capitaux étrangers. Or, bien des théories basées sur la théorie quantitative de la monnaie déclarent que tout afflux de capitaux étrangers entraîne augmentation de la circulation monétaire et par conséquent hausse des prix. Alors il faudrait s'entendre : que doit donc déterminer la hausse du taux de l'escompte, d'après les partisans de la théorie quantitative de la monnaie et d'après les partisans des théories de l'équilibre de la balance des comptes ? Est-ce la baisse des prix, à raison de la restriction du

Etranges contradictions observées chez les théoriciens

crédit qu'il provoque ? Est-ce la hausse des prix, à raison de l'afflux de capitaux étrangers et de l'augmentation de la circulation intérieure que ces capitaux entraînent ? Nous ne trouvons nulle part une explication de cette contradiction. Suivant le moment, suivant l'argument que l'on souhaite on parle de la hausse des prix provoquée par l'afflux des capitaux étrangers, ou l'on parle de la baisse des prix provoquée par la hausse du taux de l'escompte. Mais, ces deux thèses sont contradictoires.

Ce n'est pas tout. Souvent, aussi on nous dit que la hausse du taux de l'escompte, signifie renchérissement du coût de production. Et on ajoute que le renchérissement du coût de production est un facteur de hausse des prix de vente, puisque les prix de vente tendent à obéir, dans une certaine mesure, au coût de production. Cette fois encore, la thèse serait, non pas que la hausse du taux de l'escompte abaisse les prix, mais qu'elle est un facteur de hausse des prix.

Nous trouvons ainsi parfois, chez les mêmes auteurs, mais à des endroits différents de leurs ouvrages, de façon que la contradiction ne leur apparaît pas, trois thèses : l'une d'après laquelle la hausse du taux de l'escompte amène la baisse des prix et favorise ainsi l'équilibre de la balance des comptes, et deux autres, d'après lesquelles, la hausse du taux de l'escompte est un facteur de hausse des prix.

En attendant que ces auteurs veuillent bien se mettre d'accord avec eux-mêmes, les faits nous montrent que la hausse du taux de l'escompte, tantôt coïncide avec la hausse des prix, tantôt avec la baisse, par suite, qu'il ne faut pas en faire un facteur certain de rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes par la baisse des prix.

§ 3 - Les difficultés de la balance des comptes dirigée et du crédit dirigé -

Nous avons raisonné jusqu'ici sur des mouvements du taux de l'escompte, qui semblent être quelque chose de spontané. Le mouvement du taux de l'escompte serait un mécanisme régulateur, qui spontanément se mettrait en mouvement, pour rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Les banques défendent leur encaisse, quand elle est menacée, et pour défendre leur encaisse, elles élèvent leur taux d'escompte. Réaction spontanée pour empêcher l'exode de l'or; et cette réaction des banques pour défendre leur encaisse contribue, en même

temps, à rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

Mais, les Banques centrales, qui président au mouvement du crédit dans les pays civilisés, voient généralement plus large. Elles ne considèrent pas seulement la défense de leur encaisse. Elles discernent les causes qui agissent sur les mouvements de l'or et tendent à se prémunir contre ces facteurs, à la fois pour la défense ultérieure de leur encaisse, et pour le plus grand bien-être du pays auquel elles appartiennent.

Causes qui agissent sur les mouvements de l'or et du taux de l'escompte

Les causes qui agissent sur les mouvements de l'or et du taux de l'escompte, sont de deux sortes : il y a des causes internes : Les appels aux disponibilités des banques se font plus amples, quand l'activité économique augmente dans le pays. C'est à quoi nous faisions allusion tout à l'heure en signalant que, pendant les périodes de prospérité, s'élève le taux de l'escompte, à raison des appels plus considérables au crédit des banques par les particuliers, qui ont une activité économique plus considérable à financer.

Il y a, en même temps, des causes externes aux variations du taux de l'escompte. Le taux de l'escompte tend à s'élever, l'encaisse-or à se réduire, quand la balance des comptes présente un déficit et qu'il y a des paiements à faire à l'étranger.

Discernant ces causes internes et externes du mouvement de l'or et du taux de l'escompte, les banques sont arrivées, plus ou moins délibérément à agir sur les causes elles-mêmes. Il ne s'agit plus alors d'un mécanisme spontané où le taux de l'escompte agit dans le sens de l'équilibre; c'est un équilibre voulu, dirigé par les banques.

Lorsque les banques centrales agissent par le taux de l'escompte pour empêcher l'exode ultérieur de leur or vers l'étranger, pour empêcher le change national de se déprimer, pour relever le niveau du change, elles cherchent à favoriser le rééquilibre de la balance des comptes. C'est ce qu'on pourrait appeler la balance des comptes dirigée.

Lorsque les banques agissent sur le taux de l'escompte pour assurer l'équilibre interne, pour empêcher les excès de l'activité économique ou les excès de la dépression économique, elles pratiquent ce qu'on appelle la politique de la monnaie dirigée.

Quand on veut ainsi diriger la balance des comptes, quand on veut ainsi diriger la monnaie, on se heurte parfois à de grandes difficultés, aussi bien

La balance des comptes dirigée

Causes des difficultés auxquelles on se heurte pour diriger la balance des comptes

quant à l'équilibre économique intérieur, que quant à l'équilibre international. Les causes de ces difficultés sont nombreuses. Nous n'en signalerons que quelques-unes, qui tiennent à la complexité de la vie économique : lorsqu'on veut agir sur l'équilibre intérieur, on se heurte entre autres, à ce fait qu'il existe plusieurs marchés, ou, tout au moins, pour ne pas trop entrer dans le détail, qu'il existe deux grands marchés : le marché des marchandises et le marché des valeurs. Et, cette coexistence de deux marchés fait que les mesures que l'on prend pour agir sur un marché se trouvent déjouées par l'existence du marché voisin. De même, lorsqu'on veut agir sur l'équilibre international, on se heurte à une autre complexité, c'est qu'il existe des marchés intérieurs et des marchés extérieurs, de sorte qu'il arrive que l'action que l'on veut tenter sur l'un de ces deux marchés se trouve déjouée par l'existence de l'autre.

La complexité des marchés empêche une action efficace sur l'un d'eux par le taux de l'escompte

La complexité des divers marchés empêche une action efficace par le taux de l'escompte. Supposons, par exemple, qu'on veuille intervenir en faveur de l'équilibre à l'intérieur. On se heurte alors à l'existence de plusieurs marchés intérieurs et notamment du marché des valeurs à côté du marché des marchandises. Une grande part des difficultés que les banques américaines (banques fédérales de réserve) ont rencontrées dans leur politique de la monnaie dirigée, qui a précédé la politique plus vaste de Roosevelt, a tenu à l'existence justement des deux marchés. L'existence du marché des valeurs est venue continuellement déjouer les prévisions que l'on faisait concernant le marché des marchandises et a empêché l'action du taux de l'escompte de se produire. En 1927, les banques américaines ont voulu favoriser, par une baisse du taux de l'escompte le marché des marchandises. Mais les résultats, assez faibles quant au marché des marchandises, ont été très marqués quant au marché des valeurs, que l'on ne voulait nullement favoriser. Les crédits que les banques ont voulu accorder au marché des marchandises, se sont dirigés en grande partie vers la Bourse.

De même, plus tard, diverses mesures, prises en 1928-1929, pour agir sur l'un des marchés, se sont trouvées déjouées à cause de l'existence de l'autre marché. Après la crise d'Octobre 1929, les Banques fédérales ont voulu ranimer l'activité économique par la baisse du taux de l'escompte, par l'octroi de disponibilités à bon compte du marché des marchandises. Mais, souvent les crédits, que les banques américaines ont voulu

donner au commerce et à l'industrie, ont servi à un réveil de l'activité boursière, réveil sans lendemain, car de nouveau, la chute des cours des valeurs allait reprendre.

Ainsi, il est bien difficile d'agir sur le marché des marchandises, à cause de l'existence du marché des valeurs.

De même, la coexistence des marchés intérieurs et des marchés extérieurs est une entrave à une politique d'intervention. On élève, par exemple, le taux de l'escompte pour empêcher la sortie de l'or que la hausse du change étranger fait prévoir. On pense au marché extérieur. Mais cette hausse du taux de l'escompte a comme conséquence de gêner l'activité économique intérieure. Ou bien, on abaisse le taux de l'escompte pour favoriser l'activité économique intérieure. Mais il arrive que ce niveau très bas du taux de l'escompte laisse fuir l'or à l'étranger, et, dans certains cas, devient source de difficultés très grandes. L'Angleterre a longtemps maintenu son taux de l'escompte à un niveau très réduit, afin de favoriser l'activité économique intérieure; Mais ce taux trop réduit, en favorisant les sorties de capitaux et d'or anglais, a pu contribuer, dans une certaine mesure, aux difficultés survenues en septembre 1931, qui ont fini par obliger l'Angleterre à abandonner l'étalon-or. Ou bien encore, pour des raisons internes, on élève le taux de l'escompte, comme l'ont fait les banques fédérales de réserve américaines; et cette hausse du taux de l'escompte aggrave le déséquilibre des capitaux dans le monde, à cause de l'afflux de nouveaux capitaux dans un pays, comme les Etats-Unis, où il y avait déjà surabondance.

Il est donc difficile, étant donnée cette diversité des marchés, de concilier les besoins sur le marché des valeurs et sur le marché des marchandises, de concilier ce que demande le marché intérieur et ce qu'exigent les relations internationales. Les Banques sont bien obligées d'agir par mesure générale en ce qui concerne le taux de l'escompte, et comme la situation économique n'est pas la même sur les divers marchés, cette mesure générale se trouve avoir souvent des effets très différents de ce qu'on attendait.

Si l'on voulait, par le jeu du taux de l'escompte, agir sur la balance des comptes, diriger la balance des comptes, que faudrait-il faire ? S'il y a un déficit de la balance des comptes, que conviendrait-il de recommander au dictateur de l'économie dirigée ? Doit-il éléver le taux de l'escompte ? Oui, diront certains

La coexistence des marchés intérieurs et des marchés extérieurs est une entrave à une politique d'intervention

Ce qu'il faudrait faire pour agir sur la balance des comptes par le taux de l'es-

compte

auteurs. Au cas de déficit de la balance des comptes, il faut élever le taux de l'escompte, parce que cette hausse obligera les commerçants gênés à se défaire de leurs stocks, abaissera les prix, et favorisera les exportations, de sorte que s'améliorera la balance des comptes. Non, répondront d'autres. La hausse du taux de l'escompte va attirer les capitaux étrangers dans le pays. Et cette augmentation des capitaux étrangers pourra amener une augmentation du pouvoir d'achat intérieur, une hausse des prix, un accroissement des importations.

La hausse du taux de l'escompte est-elle un facteur d'augmentation des exportations ? Est-elle un facteur d'augmentation des importations ? Voilà une question qui n'est pas encore bien élucidée.

Chapitre XII

LES THEORIES DE L'EQUILIBRE DE LA BALANCE DES COMPTES PAR LES MOUVEMENTS DU CHANGE AU CAS DE MONNAIE D'OR

§ I - Exposé de la théorie -

Première théorie

La théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements du change est étroitement liée à la théorie du change. D'après la théorie générale, quasi-universelle du change avant la guerre, le cours du change dépend de la balance des comptes.

Si l'état de la balance des comptes amène un déséquilibre du change, le change, par une réaction spontanée, va tendre à rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Ainsi le change dépend de la balance des comptes, mais les variations du change, qui dépendent de la balance des comptes, réagissent sur la cause et tendent à rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

En agissant sur la balance des comptes, les variations du change agissent également sur le change et tendent à rétablir l'équilibre du change. Les variations du change tendent donc à rétablir l'équilibre de la balance des comptes - c'est l'équilibre principal - et elles tendent aussi à rétablir l'équilibre du change lui-même. C'est un des ces équilibres subsi-

Troisième théorie

diaires, que nous avons rencontrés à diverses reprises à côté de ce que nous avons considéré comme l'objet principal : l'équilibre de la balance des comptes. Le change est l'effet de la balance des comptes, mais l'effet réagissant sur la cause, rétablit à la fois l'équilibre de la balance des comptes et celui du change.

La théorie de l'équilibre de la balance par les mouvements du change se trouve liée à celle de l'équilibre par les mouvements de l'or

Le change, d'après ces théories, dépend de la balance des comptes. En effet, nous dit-on, le taux du change dépend des offres et des demandes de devises. Mais, les offres et les demandes de devises, à leur tour, l'abondance ou la pénurie des devises dans un pays, résultent de la balance des comptes. Lorsque la balance des comptes tend à être créditrice, la monnaie nationale se relève par rapport à la monnaie étrangère quant au change. Lorsque, au contraire, il y a déficit de la balance des comptes, le cours de la monnaie nationale s'abaisse par rapport à la monnaie étrangère. Ou, en d'autres termes, lorsque la balance des comptes devient créditrice, les changes étrangers fléchissent. Et lorsque la balance est en déficit, les cours des monnaies étrangères tendent à se relever.

Cependant, ces variations du change ne peuvent pas dépasser certaines limites. Les variations du change se font dans les limites des gold points. Elles ne dépassent pas ce qu'il faut payer pour envoyer de l'or à l'étranger ou pour recevoir de l'or étranger.

Mais, si le déficit de la balance des comptes persiste, et si la réaction du change sur la balance des comptes n'arrive pas à rétablir l'équilibre, on pourrait voir le cours du change étranger dépasser le gold point de sortie de l'or. L'or sortant du pays, c'est une autre théorie qui jouerait, c'est la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or. Ainsi, la théorie que nous exposons actuellement sur l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements du change se trouve souvent, en fait, liée à la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or. Le mécanisme de l'équilibre par les mouvements de l'or ne joue que si le mécanisme de l'équilibre par les mouvements du change n'a pas abouti à un résultat satisfaisant.

Avant donc qu'entre en action le mécanisme de l'équilibre par le mouvement de l'or, joue un mécanisme auto-régulateur de la balance des comptes par les mouvements du change. Les variations du change entre les limites du gold point tendent à créer une prime à l'importation ou une prime à l'exportation des mar-

chandises, qui peut réussir à rétablir l'équilibre de la balance des comptes et subsidiairement du change lui-même.

Supposons, par exemple, un déficit de la balance des comptes. Supposons que la livre sterling n'ait pas encore abandonné le pair de l'or et que le pair de la livre soit, comme avant Septembre 1931, de 124 francs 21. La balance des comptes, en France, étant en déficit, le cours de la livre, en France, va monter. Il atteint 124,50. Il en résulte une petite prime à l'exportation. Un exportateur français autrefois vendait ses marchandises à l'étranger une livre. Pour cette livre, nos banquiers lui donnaient 124 francs 21. La livre valant aujourd'hui 124 frs 50, s'il vend toujours ses marchandises à l'étranger une livre, il va recevoir de la banque 124,50. Ces 29 centimes supplémentaires constituent une prime à l'exportation. On sera plus tenté de vendre à l'étranger, puisque, en vendant au même prix en monnaie étrangère, on reçoit un peu plus d'argent en monnaie nationale.

Inversement, supposons une balance des comptes en excédent. Le cours du change étranger va baisser en France, la livre va tomber à 123,90, point d'entrée de l'or anglais en France. Il y a là une légère prime à l'importation, une légère entrave à l'exportation. L'exportateur français, qui vend toujours sa marchandise une livre, au lieu de recevoir le pair de la livre 124,21, ne reçoit que 123,90. Cette perte de 31 centimes peut diminuer l'intérêt qu'il a à exporter. Donc, entrave à l'exportation. En même temps, légère prime à l'importation. Les produits que l'on achetait à l'étranger une livre et pour lesquels on déboursait 124,21, si on continue de les acheter une livre, n'exigent qu'un débours de 123,90. Les produits étrangers coûtant moins cher, on est tenté d'en importer davantage.

Si donc le déséquilibre de la balance des comptes entraîne un déséquilibre du change, le déséquilibre du change, à son tour, tend à rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Si le déficit de la balance des comptes élève, en France, le cours du change étranger, il en résulte une prime à l'exportation, qui tendra à amoindrir et peut-être à supprimer le déficit de la balance des comptes. Et, en même temps, par ce mécanisme automatique, c'est le change lui-même, qui tend à se remettre en équilibre, puisque le cours du change dépend de la balance des comptes. Si le cours de la livre est monté à 124,50, l'augmentation des exportations fera que le cours de la livre revien-

dra au pair de 124,21.

§ II - Critique de la théorie -

La prime à l'importation est insuffisante pour rétablir l'équilibre de la balance des comptes et l'équilibre concomitant du change.

Il faut reconnaître qu'une certaine prime à l'exportation ou une certaine prime à l'importation peut, en effet, résulter des variations du change. Seulement, il est douteux que cette prime suffise à rétablir l'équilibre de la balance des comptes et l'équilibre concomitant du change. La prime de la monnaie-or est, en effet, trop faible pour avoir une grande efficacité. Cette prime ne peut pas dépasser le gold point d'entrée et de sortie; les frais d'expédition de l'or ne sont pas très élevés; Une prime aussi faible que celle indiquée tout à l'heure -30 centimes par livre sterling- ne suffit pas à rétablir l'équilibre. Nous ne prétendons pas qu'elle ne puisse pas avoir quelque effet. Elle agit sur certains individus, surtout sur ceux qui hésitent entre la vente à l'intérieur et la vente à l'extérieur, sur ceux que les économistes appellent les "exportateurs marginaux" qui ne savent s'ils exporteront ou s'ils écoulent leurs marchandises dans le pays; mais elle ne peut pas déterminer des courants d'exportation suffisants, lorsqu'il s'agit d'un déficit de la balance de quelque importance. Voilà donc une première objection à la théorie.

Le change ne dépend pas toujours de la balance des comptes.

Une seconde objection résulte du fait que le change ne dépend pas toujours de la balance des comptes. C'est une théorie un peu étroite que celle qui fait dépendre le change de la balance des comptes toute seule. Sans doute, la balance des comptes, surtout dans les pays à monnaie-or, joue un rôle très important, mais ce rôle n'est pas exclusif. Faire dépendre le cours du change de la balance des comptes, c'est faire dépendre le cours du change des quantités de devises offertes et demandées, d'éléments quantitatifs, mais il y a aussi, comme facteur du change, des éléments qualitatifs: le prix auquel on est disposé à acheter et à vendre des devises étrangères. Il n'y a pas seulement la quantité des devises offertes et demandées, il y a aussi le prix auquel on veut vendre ou acheter.

On observe, en ce qui concerne le prix du change des faits analogues à ceux que nous avons exposés de manière générale pour la loi de l'offre et de la demande, comme si elle dépendait uniquement d'éléments quantitatifs, des quantités offertes et demandées. Nous avons montré que dans la conception moderne de

la loi, il faut faire intervenir des éléments qualitatifs. Il en est ainsi également en ce qui concerne le change. Même au cas de monnaie-or, l'influence du facteur qualitatif, qui est assurément plus importante au cas de monnaie dépréciée, n'est pas nulle. Elle se manifeste à certains moments, de sorte que le change ne résulte pas uniquement de la balance des comptes et ses réactions n'entraînent pas nécessairement ce qu'il faudrait pour l'équilibre de la balance des comptes.

Voici quelques exemples, qui montrent que, même au cas de monnaie-or, l'influence des facteurs psychologiques ne doit pas être négligée.

L'influence des facteurs psychologiques sur le change ne doit pas être négligée.
L'exemple de l'Allemagne en 1929

En Avril 1929, la situation monétaire de l'Allemagne apparaissait excellente : Le Reichsmark avait derrière lui plusieurs années de stabilité. L'encaisse or de la Reichsbank au 7 Janvier 1929 atteignait 2 milliards 729 millions de marks, c'est-à-dire deux fois l'encaisse-or d'avant-guerre. La couverture de la circulation, or et devises, était alors de 64% alors que le minimum légal n'est que de 40% (30% d'or, 10% de devises).. Et cependant, en Avril 1929, on a assisté à un fléchissement sensible du mark, pour des raisons psychologiques. C'était le moment où se réunissait la conférence des experts, qui allait établir ce qu'on devait appeler le plan Young. A certains instants, on a cru que le plan n'aboutirait pas, que les experts n'arriveraient pas à se mettre d'accord; On se demandait si le plan Dawes également, qui était alors en vigueur, n'allait pas être mis en question. Donc craintes sur les suites d'un tel échec de la conférence. Beaucoup de gens hors d'Allemagne, redoutaient les conséquences de l'ébranlement du crédit allemand. Les Allemands eux-mêmes, avaient les mêmes appréhensions. D'où retrait des capitaux étrangers prêtés à l'Allemagne. Fuite des capitaux allemands. Fléchissement du mark.

Cette histoire s'est répétée, dans la suite, à plusieurs reprises : en septembre 1930, lors du premier grand succès hitlérien aux élections; et enfin, en Juillet 1931, lors du moratoire Hoover.

Ainsi, à un moment où la situation de la monnaie allemande paraissait techniquement assez solide, des facteurs psychologiques sont venus abaisser le cours du change. Ce n'est pas la balance des comptes de l'Allemagne, qui s'est modifiée à ces divers moments; les facteurs de variation du change ont été psychologiques.

Second exemple : Considérons le cas de l'Angleterre, en Septembre 1931. La balance des comptes de

L'exemple de l'Angleterre

en septembre
1931

l'Angleterre, en Septembre 1931, n'était pas beaucoup plus mauvaise qu'en Juillet ou en Août 1931. Les facteurs, qui ont gravement agi sur la livre sterling, et qui ont obligé l'Angleterre à abandonner l'étalon-or, ont été surtout des facteurs psychologiques. On avait assisté aux catastrophes Allemandes et on savait que l'Angleterre avait beaucoup prêté à l'Allemagne; on craignait que l'Angleterre ne pût pas rembourser ses créanciers étrangers; d'où retrait des capitaux prêtés, baisse de la livre, qui devait entraîner l'abandon de l'étalon-or par l'Angleterre.

L'exemple
des Etats-U-
nis en 1934

3ème exemple : la baisse du dollar en Mars 1934. La balance des comptes des Etats-Unis n'était certes pas déficitaire en Mars 1934; elle continuait de se solder en excédent; excédent moindre qu'avant la crise mais tout de même encore en excédent. Mais, des facteurs psychologiques sont intervenus : des doutes sur la solidité d'un grand nombre de banques américaines; des bruits sur la dévaluation prochaine du dollar; et le dollar baissait.

L'exemple de
la Belgique
en 1935

4ème exemple : Ce qui s'est passé en Belgique, il y a quelques mois, La balance des comptes de la Belgique, en Mars 1935, n'était pas plus déficitaire qu'en Février ou Janvier. La situation technique de la monnaie belge était encore fort solide, mais des facteurs psychologiques ont agi, des craintes sur la solidité des banques. Baisse du change belge. Et la Belgique a abandonné l'étalon-or en Mars 1935.

Le franc suis-
se et le flo-
rin hollandais
en 1935

5ème exemple : A la même époque, le florin hollandais et le franc suisse se mettent à décliner. En Avril 1935, baisse du florin, baisse du franc suisse, non pas parce que la balance des comptes de la Hollande ou celle de la Suisse ont subi des modifications sensibles, mais parce qu'on craint que la Hollande et la Suisse ne soient obligées de suivre l'exemple belge. Facteurs purement psychologiques.

L'exemple de
la France dans
les premiers
mois

Exemple de la France : Dans les premiers mois de 1934, le franc baisse et l'or sort du pays; Ensuite, c'est la constitution de l'union nationale, le franc se relève et l'or rentre dans le pays. Toujours facteurs psychologiques.

L'influence des facteurs psychologiques reste donc considérable sur le change. S'il en est ainsi, le change ne dépend pas uniquement de la balance des comptes, et les variations du change n'ont pas toujours sur la balance des comptes l'effet qu'on pourrait croire.

Sans doute, parfois, les variations du change peuvent bien s'exercer dans le sens de l'équilibre de la balance des comptes. Voici un pays dont la balance est

en déficit et dont le change s'affaisse, soit à raison du déficit de la balance des comptes, soit, en même temps aussi, pour des raisons psychologiques. Dans ce cas, lorsqu'il y a coïncidence d'une balance en déficit et d'une baisse du change national, cette baisse du change national peut aider au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes. Nous disons : "peut aider", nous ne disons pas : "réussit toujours" à restaurer l'équilibre de la balance des comptes.

Seconde situation.
La balance étant en excédent le cours du change national baisse.

Voici maintenant une seconde situation : un pays dont la balance des comptes est en excédent et où le cours du change national baisse pour des raisons psychologiques. Cela s'est produit aux Etats-Unis, en Mars 1934. De la baisse du change national pourra résulter une certaine prime à l'exportation. Mais cette prime à l'exportation ne favorise en rien le rééquilibre de la balance. Cette prime à l'exportation, si elle agit, va aider à accroître l'excédent de la balance dans un pays où la balance des comptes présente déjà des excédents. La balance des comptes reste en excédent et cet excédent même augmente ; variations du change n'ont donc rien fait pour favoriser le rééquilibre de la balance.

Troisième situation. Balance des comptes en déficit et bonne tenue du change

Voici une troisième situation ; nous supposons une balance des comptes en déficit. Mais la situation économique du pays est telle, que son avenir paraît plein de promesses. Les capitaux étrangers affluent volontiers dans ce pays parce qu'ils trouvent à s'y employer avantageusement. S'il en est ainsi, s'il y a abondance de capitaux étrangers, le cours du change, malgré le déficit de la balance des comptes, ne fléchit pas. Au contraire, le change national conserve une très bonne tenue. Les réactions, que le change devait produire pour amener l'équilibre de la balance des comptes, ne se réalisent pas. Le mouvement des capitaux vient aider à rétablir ce que nous avons appelé l'équilibre de la balance des paiements, mais il annihile l'action du change pour rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

Quatrième situation. Le change est influencé par le taux de l'escompte

Quatrième situation, qui est peut-être la plus frappante : Le cours du change est influencé par un facteur qui rentre dans l'ensemble des éléments qualitatifs auxquels il obéit : le taux de l'escompte. Si le taux de l'escompte est élevé dans un pays, les capitaux y afflueront. Le cours du change ne baissera pas. On recherchera la monnaie de ce pays qui permet des placements rémunérateurs. Or, c'est justement lorsqu'il y a baisse du change et crainte de sortie

d'or que le taux de l'escompte tend à s'élever. L'action du taux de l'escompte annihile donc l'action possible du change.

Nous avons déjà eu l'occasion de montrer, à propos du taux de l'escompte, que les variations du taux de l'escompte ne sont pas un facteur aussi propice à l'équilibre de la balance des comptes, que certains le disent. Mais voici maintenant que les variations du taux de l'escompte nous apparaissent comme une raison d'échec de l'action du change pour le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes. Au cas de fléchissement du change, le taux de l'escompte hausse et l'action du taux de l'escompte entrave l'action du change sur l'équilibre de la balance des comptes. Le relèvement du taux de l'escompte attire les capitaux étrangers; le mouvement des capitaux aide à l'équilibre de la balance des paiements; mais la balance des comptes reste déficitaire.

C'est là sans doute en fait le facteur qui le plus souvent empêche le change d'exercer une action régulatrice sur la balance des comptes dans les pays à monnaie or. La hausse du taux de l'escompte arrête la chute du change. La prime à l'exportation qui pouvait résulter de la hausse du change étranger, ne se manifeste pas.

On voit donc, par ces divers exemples, que l'action du change, en faveur du rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes, n'est pas certaine. Elle peut apparaître, elle peut aider et même réussir à rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Mais cela n'est pas sûr, parce que :

1° la prime résultant du change dans les pays à monnaie or est trop faible pour qu'on puisse en attendre des résultats importants;

2° l'action favorable au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes, qui aurait pu résulter du change, se trouve fréquemment annihilée par l'action d'autres facteurs : le mouvement des capitaux, le taux de l'escompte.

3° Quant à cet équilibre subsidiaire, qu'est le rééquilibre du change, accompagnant le rééquilibre de la balance des comptes, il peut arriver que l'action du change aide au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes, sans réussir à favoriser le rétablissement de l'équilibre du change lui-même. Et cela, parce que le change ne dépend pas uniquement de la balance des comptes. Même si le change a réussi à rétablir l'équilibre de la balance, d'autres facteurs, psychologiques notamment, agissent sur le change. Le rétablissement de la balance des comptes, n'empêche pas l'action de ces autres facteurs; le change

peut continuer de baisser, malgré une balance des comptes en équilibre.

Chapitre XIII

THEORIE DE L'EQUILIBRE DE LA BALANCE DES COMPTES PAR LES MOUVEMENTS DU CHANGE AU CAS DE PAPIER- MONNAIE

§ I - Exposé de la théorie -

La théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le mouvement du change au cas de papier monnaie, présente plus d'intérêt que la théorie de l'équilibre par le change au cas de monnaie-or. En effet, au cas de papier-monnaie, la prime à l'exportation du change peut être sensiblement plus importante et par là plus susceptible de rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

Au cas de papier monnaie, comme au cas de monnaie d'or, la théorie de l'équilibre est associée le plus souvent à la théorie qui fait dépendre les mouvements du change de la balance des comptes. On commence par déclarer que la dépréciation du change, au cas de monnaie d'or, résulte d'un déficit de la balance des comptes. Le change doit tendre alors à rétablir l'équilibre. Si la réaction par le change n'a pas assez de force pour effectuer ce rétablissement, l'or va finir par sortir du pays. Le change ne pouvant pas varier au delà des gold points et le déficit de la balance continuant, c'est l'or qui va sortir. Mais il se peut que la fuite de l'or prenne de telles proportions qu'un jour il faille décréter l'inconvertibilité des billets de banque en or, il faille établir le cours forcé, substituer le papier-monnaie au billet de banque (le billet de banque est convertible, le papier monnaie est inconvertible). Mais, une fois l'inconvertibilité décidée, si le change national continue de se déprécier (et il continuera de le faire si la balance des comptes reste en déficit), il en résulte une prime à l'exportation qui pourra être très considérable et qui tendra à rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

Il y a ainsi une gradation dans les réactions

successives, qui tendent à restaurer l'équilibre de la balance des comptes :

Gradation des réactions qui tendent à restaurer l'équilibre de la balance

1^o - S'agit-il d'un léger déficit de la balance des comptes au cas de monnaie or ? La prime à l'exportation due à la dépréciation du change pourra rétablir l'équilibre. Parfois, cette prime, quoique assez faible, pourra avoir une suffisante efficacité ;

2^{ème} étape : La prime due au change n'a-t-elle pas une efficacité suffisante ? La balance des comptes continue-t-elle de se solder en déficit ? L'or commencera à sortir du pays et cette fuite de l'or, à son tour, conformément à la théorie de l'équilibre de la balance des comptes par les mouvements de l'or réagira sur la balance des comptes et tendra à restaurer l'équilibre.

3^{ème} : L'influence de la fuite de l'or sur les prix et sur les exportations de marchandises n'a-t-elle pas eu une efficacité suffisante ? Malgré la baisse des prix due à la fuite de l'or, les exportations n'ont-elles pas été assez importantes pour que l'équilibre de la balance des comptes soit restauré ? Il y a alors une troisième étape : L'or sortant du pays en masse, il faudra arriver au papier monnaie. Le change alors n'étant plus retenu par les gold points pourra avoir des variations très amples. Sa dépréciation pourra être très forte. La prime à l'exportation due au change pourra devenir très élevée. C'est à cette prime à l'exportation qu'en dernier lieu va incomber le soin de rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

Ainsi donc, d'abord légère prime à l'exportation due au change au cas de monnaie d'or. En second lieu, l'influence de la fuite de l'or. Et en troisième lieu, influence de la forte prime à l'exportation qui résulte de la dépréciation du change au cas de papier monnaie.

Par cette série de réactions, on espère bien que l'équilibre de la balance des comptes finira par se rétablir.

De quoi provient, au cas de papier monnaie, la forte prime à l'exportation due au change ? Elle provient de ce que dans un pays où le change national se déprécie considérablement, les prix en papier monnaie ne s'élèvent pas de façon correspondante à la dépréciation du change. Une marge apparaît, qui constitue la prime à l'exportation. Supposons qu'il s'agisse de la France et qu'avant la dépréciation du franc, un article se vendait en France 6 francs et à l'étranger un dollar; le dollar valant 5 francs, il n'y avait pas grand intérêt pour le producteur

Origine en cas de papier monnaie de la forte prime à l'exportation due au change

français à exporter. Supposons maintenant que le franc se déprécie fortement, que le dollar, en France vaille 10 francs et non plus cinq, et supposons que les prix, en France, soient encore à cinq francs. Il en résulte une très forte prime à l'exportation. L'exportateur français vendra toujours sa marchandise à l'étranger un dollar. Mais pour ce dollar, il recevra 10 francs au lieu de cinq francs qu'il toucherait s'il vendait ses produits en France. Cette grande différence de prix va fortement favoriser l'exportation.

Inversement, il y aura tendance à la réduction d'importations. L'importateur vendant son article cinq francs, n'aura pas intérêt à acheter un dollar le produit étranger, puisqu'il devra débourser dix francs pour une marchandise qu'il ne vendra, en France, que cinq francs. Il essaiera alors de vendre plus cher en France. Mais il se peut que cette hausse des prix entraîne une restriction à la consommation française et par conséquent une réduction des importations.

Au début donc, tant que les prix n'ont pas haussé en France, forte prime à l'exportation, forte entrave aux importations.

Mais, il se peut que cette situation ne dure pas. Nous avons vu en France, et dans bien des pays lors de la dépréciation du change des premières années qui ont suivi la guerre, les prix s'élever sensiblement. En France, nous avons constaté que cette hausse des prix n'a pas été la même pour toutes les catégories de marchandises.

Les prix des produits d'importation se sont élevés dans une mesure proportionnelle à la dépréciation du change. Ce n'est qu'ainsi que les importations ont pu continuer à se faire. Les importateurs français arrivaient à vendre en France à des prix qui leur permettaient d'acheter les marchandises à l'étranger parce que les prix des produits importés montaient presque proportionnellement à la dépréciation du change.

Les prix des produits d'exportation ont progressé aussi, mais non dans une mesure proportionnelle à la dépréciation du change. Notre exportateur de tout à l'heure, qui vendait un produit en France cinq francs et un dollar à l'étranger, va toucher, pour chaque marchandise qu'il vend à l'étranger, un dollar, qui représente pour lui 10 francs. Mais, s'il vend sa marchandise un dollar au dehors, il ne peut pas étendre beaucoup ses débouchés, parce que ses concurrents aussi la vendent un dollar. Pour arriver à développer ses

débouchés, il va vendre à l'étranger son produit, non pas un dollar, mais un peu moins, il le vendra à un prix qui, converti en francs, représentera, non pas 10 francs, mais 9, 8, 7 francs. Il lui reste encore un bénéfice important résultant de la marge entre les prix en France et à l'étranger. Il vendra donc ses marchandises moins d'un dollar, peut-être même sensiblement moins d'un dollar, pour arriver à écouter plus de marchandises. Les prix des produits d'exportation ne s'élèveront pas autant que les prix des produits d'importation.

Quant aux produits domestiques, nous avons constaté qu'en France leurs prix s'élèvent, mais ils ne s'élèvent pas autant que le cours des monnaies étrangères. De même, les prix des services producteurs, les salaires, par exemple, montent, mais ils montent moins que le cours du change étranger. De là, pendant un certain temps, une prime à l'exportation assez forte, surtout si la dépréciation du change continue. Si la dépréciation du change est progressive, une nouvelle prime à l'exportation apparaît continuellement.

Cette prime étant très forte, va stimuler les exportations et finira bien, dit-on, par rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Et, puisque cette théorie de l'équilibre de la balance des comptes par le change est liée à la théorie qui fait dépendre le change lui-même de la balance des comptes, lorsque la réaction du change sur la balance des comptes restaure l'équilibre de la balance et ce rétablissement de l'équilibre de la balance arrête la dépréciation du change. En même temps que s'établit l'équilibre de la balance des comptes, s'établit aussi l'équilibre du change. Le change favorise la restauration de l'équilibre de la balance des comptes et la restauration de l'équilibre de la balance des comptes signifie équilibre du change.

§ 2 - Critique de la théorie -

La prime à l'exportation due au change, ne réussit pas toujours à rétablir l'équilibre de la balance.

La prime à l'exportation existe assurément et au cas de dépréciation progressive du change, elle peut se maintenir pendant longtemps. Par là un stimulant puissant est certainement imprimé aux exportations. On ne peut pas nier qu'en France, par exemple, lors de la dépréciation du franc, la prime à l'exportation

due au change, ait été un stimulant très efficace des exportations et qu'elle ait puissamment coopéré au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes en France.

Mais, il n'en a pas été de même partout. En Allemagne, par exemple, l'énorme dépréciation du change, malgré l'action qu'elle a pu avoir sur les exportations, n'a pas réussi à rétablir l'équilibre de la balance des comptes allemande. Quoique la dépréciation du change ait été tellement forte, qu'un mark or ait fini par valoir mille milliards de marks papier, quoi que les prix or des marchandises allemandes soient tombés à un niveau dérisoire à certains moments, quoi que la prime à l'exportation ait agi, l'équilibre de la balance des comptes allemande n'a pas été réalisé. L'exemple allemand nous enseigne donc que, quelle que soit la puissance du stimulant du change, il n'est pas sûr que la prime à l'exportation réussisse à rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Cela peut être, mais cela peut ne pas être. Il arrive même parfois, que non seulement on n'assiste pas à l'équilibre de la balance des comptes, mais que la balance des comptes au lieu de s'améliorer, s'aggrave davantage.

Raisons qui expliquent l'échec, dans certains cas, de la prime à l'exportation, pour rétablir l'équilibre

La dépréciation du change peut déclencher un afflux considérable de capitaux étrangers, qui empêche le rétablissement de l'équilibre

Voici diverses raisons qui expliquent l'échec à cet égard de la prime à l'exportation.

I° - De même qu'au cas de monnaie d'or, la dépréciation du change peut déclencher un afflux considérable de capitaux étrangers qui viennent entraver le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes. L'étranger assistant à cette dépréciation de la monnaie estime parfois que cette dépréciation ne sera que temporaire; il espère que la monnaie du pays reviendra bientôt au pair. C'est ainsi qu'on a, dans le monde entier, montré une grande confiance dans le mark, au lendemain de la guerre. Et d'immenses quantités de marks ont pu être vendues par les Allemands aux étrangers. Il y a eu aussi des achats de francs pour les mêmes motifs, mais dans des proportions infiniment moindres. Tant que durent ces gros afflux de capitaux, il peut se faire - nous ne disons pas qu'il est fatal - que dans le pays dont la monnaie se déprécie, la possession de cette masse de capitaux étrangers pousse aux fortes importations de marchandises étrangères. C'est ce qui est arrivé en Allemagne. Les grosses ventes de marks par les Allemands à l'étranger, mentant entre les mains des Allemands de grandes quantités de devises, les ont poussés à accroître considérablement leurs importations de marchandises.

Ils ont vendu des marks, ils ont reçu des devises étrangères et grâce à ces devises, ils ont acheté beaucoup de marchandises étrangères. Il y a bien eu, aussi, développement des exportations allemandes, stimulées par la dépréciation du mark. Mais l'abondance des importations était si forte, surtout après la guerre qui avait épuisé les approvisionnements allemands, que le déficit de la balance des comptes ne s'est pas réduit.

2ème raison : Les conditions du marché intérieur, au cas de dépréciation de la monnaie nationale deviennent telles parfois, qu'elles empêchent le développement des exportations. Le marché intérieur montre une si grande capacité d'absorption qu'on ne fait pas un effort suffisant pour exporter parce qu'on trouve de grandes facilités d'écoulement à l'intérieur. La dépréciation du change, en effet, est suivie, comme nous venons de le voir d'une hausse des prix intérieurs. Cette hausse n'est pas proportionnelle à la dépréciation du change, mais elle existe néanmoins. Cette hausse des prix, surtout au début des expériences faites sur le change, masquait la réalité et poussait les industriels et les commerçants à de grosses ventes à l'intérieur. Voyant les prix monter, on estimait qu'on faisait de gros bénéfices. On ne s'apercevait pas, en Allemagne par exemple qu'on était en train de se ruiner à mesure que les bénéfices montaient. On réalisait des bénéfices en marks de plus en plus considérables. Mais la quantité de marks que la vente des produits mettait entre les mains du vendeur, avait un pouvoir d'achat bien moindre qu'auparavant. Bientôt, elle ne permit plus de racheter que la moitié, le quart, le centième, moins encore, du stock ancien de marchandises. On était resté assez longtemps sans pratiquer la politique des prix de remplacement. Quand on essayait de la faire, l'opinion publique se manifestait très hostile. Les gouvernements, aussi, ont pris des mesures pour empêcher l'exercice de cette politique des prix de remplacement. Aussi, pendant la période où cette politique n'est pas pratiquée, on se contente de vendre à gros bénéfices apparents sur le marché intérieur. Et l'exportation ne se développe pas autant qu'elle aurait pu le faire.

3ème raison : le fait que la hausse des prix des produits d'exportation reste souvent inférieure à la dépréciation du change, peut faire que, malgré le développement des exportations en nature, la valeur totale or des exportations ne croisse pas. Ce à quoi on assiste quand la monnaie se déprécie, c'est

Les capacités d'absorption du marché intérieur peuvent devenir telles qu'elles empêchent le développement des exportations

La hausse des prix des produits d'exportation, inférieure à la dépréciation

du change peut empêcher de croître la valeur totale or des exportations

à un développement des exportations en nature. Les quantités de produits vendus augmentent, mais il n'est pas sûr qu'augmente toujours la valeur or totale des exportations. Dans notre exemple de tout à l'heure par suite de la dépréciation de la monnaie nationale, le dollar valait deux fois plus qu'auparavant. Les exportations augmentent. Mais si les prix-papier dont se contentent les exportateurs ne sont pas très majorés, si dans le pays la hausse des prix n'est pas encore très accentuée et que l'étranger arrive à acheter aux prix intérieurs, la valeur-or totale des exportations pourra fléchir. Il se produira ce qu'on a appelé une perte de substance. On vend à l'étranger à des prix-papier majorés, mais qui ne représentent que des prix-or de plus en plus faibles. Supposons que le volume des exportations en nature soit augmenté de 20%, que le total des exportations en nature se soit élevé comme de 100 à 120. Supposons, en même temps, que la hausse des prix en francs-papier ait été de 15%, 15% sur 120, c'est une augmentation de 18%. Par conséquent la valeur totale des exportations sera passée de 100 à 138. Mais, si le cours du dollar a doublé, la valeur-or totale des exportations serait moitié moindre, soit 69. La valeur totale-or des exportations, aura baissé comme de 100 à 69. D'autre part, la valeur-or totale des importations n'a peut-être pas beaucoup diminué. De sorte qu'en définitive, malgré une restriction possible des importations en nature et une augmentation possible des exportations en nature, le déficit de la balance des comptes, se trouvera aggravé. La valeur or des importations n'aura que peu diminué. La valeur-or des exportations aura beaucoup fléchi. L'augmentation des exportations n'aura apporté qu'un bénéfice apparent. Elle aura, en réalité, aggravé le déficit de la balance des comptes. C'est ce qui s'est produit pendant un certain temps en Allemagne où il y a eu grand accroissement des exportations en nature et cependant parfois plutôt aggravation de la balance des comptes.

La politique des prix de remplacement, qui finit par s'imposer, tend à diminuer la prime à l'exportation

4ème raison pour que parfois l'équilibre de la balance des comptes ne se rétablisse pas : au bout d'un certain temps, les commerçants et les industriels les plus aveugles, finissent par se rendre compte qu'à force de réaliser de gros bénéfices en papier-monnaie, ils sont en train de se ruiner; qu'à force de vendre plus cher à l'intérieur et à l'étranger, ils sont en train de voir leurs capitaux s'amenuiser de plus en plus. On pratique alors la politique des prix de remplacement. Les prix intérieurs montent fortement;

La prime à l'exportation due au change tend de plus en plus à diminuer. Il est même arrivé en Allemagne, dans les derniers mois de 1923, un peu avant que soit effectuée la stabilisation du mark, que la hausse des prix-papier à l'intérieur, était telle que les prix-or allemands dépassaient les prix-or extérieurs. Non seulement, on pratiquait la politique des prix de remplacement, mais on y ajoutait une prime contre la dépréciation future du change. Par exemple, le mark-or valait mille milliards de marks-papier; au lieu de vendre 1000 milliards de marks-papier le produit qu'on vendait autrefois un mark-or, comme on craignait que le lendemain le mark ne flétrit encore, on le vendait 1500 milliards; on vendait donc à un prix qui en or, dépassait les prix-or extérieurs. Et, cette fois, il ne peut plus être question de prime à l'exportation.

Tous ces faits, on les a observés surtout en Allemagne. L'accroissement des exportations en nature, s'est bien produit mais non pas le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes.

5ème obstacle à la restauration de l'équilibre: la nouvelle vague de dépréciation monétaire qui a déferlé sur le monde depuis 1931 a fait apparaître de nouveaux obstacles au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes. Ces obstacles consistent dans la politique suivie par les gouvernements des pays où n'existe pas de dépréciation du change. On se défend contre le dumping du change des pays dont la monnaie se déprécie.

Déjà longtemps avant la guerre, par suite de la dépréciation de la monnaie de certains pays de l'Amérique du Sud, de nombreux Etats avaient réagi contre la prime que cette dépréciation entraînait par un renforcement des droits protecteurs. D'où la formule souvent répétée, avant la guerre sur "le change fossoyeur du libre échange". Mais alors c'était par des mesures protectionnistes plus rigoureuses qu'on résistait à la concurrence des pays à monnaie dépréciée.

Aujourd'hui, on a ajouté à la politique protectionniste d'autres mesures pour résister à la concurrence des pays à monnaie dépréciée. Par exemple, par des taxes compensatrices de la dépréciation du change et surtout par le contingentement. La prime à l'exportation a beau être très forte, si les pays où l'on exporte limitent à certaines quantités le montant des marchandises en provenance des pays à monnaie dépréciée, la prime à l'exportation ne peut pas accroître l'exportation et par conséquent ne peut pas aider au rétablissement de l'équilibre de la balance des comp-

L'instabilité
monétaire fait
surgir des obs-
tacles au ré-
tablissement
de l'équili-
bre de la balan-
ce.

Ainsi, nous voyons que la conséquence de la prime à l'exportation n'est pas toujours aussi favorable à l'équilibre de la balance des comptes qu'en aurait pu le concevoir. Il y a eu des pays où, certes la prime a agi favorablement sur la balance des comptes. C'est le cas de la France. Pour l'Angleterre aussi ces dernières années, il semble qu'en même temps que les droits protecteurs la prime à l'exportation résultant de la dépréciation du change, ait contribué à améliorer légèrement la balance commerciale de l'Angleterre et ait aidé au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes. Mais dans d'autres pays, comme l'Allemagne, il n'en a pas été ainsi.

§ 3 - Même quand elle agit, la prime à l'exportation est souvent indépendante de tout mécanisme régulateur de la balance des comptes.

La prime à l'exportation ne peut pas certainement être considérée comme une pièce nécessaire d'un mécanisme régulateur

La prime à l'exportation ne réussit donc pas toujours à rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Cependant, nous venons de dire que souvent la prime à l'exportation existe et que dans certains pays elle a contribué à l'amélioration de la balance des comptes. Mais, même quand elle agit, il n'est pas sûr qu'on puisse considérer la prime à l'exportation comme une pièce d'un mécanisme régulateur, d'un mécanisme qui tend à rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Il se peut que, même quand elle agit, la prime à l'exportation apparaisse comme un facteur indépendant de tout mécanisme régulateur, un des nombreux facteurs qui commandent la vie économique, mais qui n'est pas lié au redressement fatal de l'équilibre de la balance des comptes.

Si, en effet, la prime à l'exportation due au change, constituait une pièce d'un mécanisme régulateur devant restaurer l'équilibre de la balance des comptes, elle devrait disparaître lorsque l'équilibre de la balance est rétabli. La prime à l'exportation serait un rouage mis en mouvement par le déséquilibre de la balance, rouage tendant au rétablissement de l'équilibre et qui s'arrêterait une fois l'équilibre rétabli. On devrait constater : 1) déséquilibre de la balance, déficit de la balance; 2) prime à l'exportation, 3) équilibre de la balance, équilibre du change, 4) disparition de la prime à l'exportation.

Or, ce n'est pas ce qu'on observe toujours. En France, par exemple, même après le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes, même après

Elle peut continuer, même près le rétablissement de l'équilibre de la balance, même après l'instauration d'un certain équilibre du change

l'instauration d'un certain équilibre du change, la prime à l'exportation a persisté. Même après qu'a été obtenu, en France, l'équilibre de la balance des comptes et ultérieurement, même après que par une stabilisation monétaire, un nouvel équilibre du change a été institué, la prime à l'exportation a continué de subsister.

En 1925-1926, en France, l'équilibre de la balance des comptes paraît bien restauré. Le déficit de la balance des comptes de la France avait disparu dès la fin de 1924. A cette date, la France avait réussi non seulement à équilibrer par les postes actifs de sa balance les postes passifs, mais à rembourser à peu près toutes les dettes commerciales qui avaient été contractées après la guerre. En 1925-1926, il ne s'agit plus de rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Elle se solde par un large excédent. Malgré ce "super"-équilibre de la balance des comptes, comme on dirait aujourd'hui, la prime à l'exportation due au change subsiste. En effet, en 1925-1926, le franc a continué de se déprécier. Malgré une balance des comptes, non seulement en équilibre, mais en excédent, la prime à l'exportation continue d'exister et de favoriser l'accroissement des excédents de la balance des comptes. La baisse du change n'était pas la conséquence de la balance des comptes; Par suite l'équilibre de la balance des comptes réalisé, le change a pu continuer de se déprécier; le change national continuant de se déprécier, la prime à l'exportation pouvait continuer de jouer, non pour rétablir l'équilibre de la balance des comptes qui existait déjà, mais pour augmenter les excédents de la balance.

La prime à l'exportation peut être considérée comme un facteur supplémentaire de la vie économique non comme une pièce d'un mécanisme régulateur

Nous avons vu que même quand la prime à l'exportation aide puissamment à l'équilibre de la balance des comptes, on ne peut y voir une pièce d'un mécanisme régulateur tendant à ce but. En effet, dans ce cas, la prime à l'exportation devrait cesser dès que l'équilibre de la balance des comptes est rétabli. Or, en 1925-1926, en France, la prime à l'exportation continue d'agir, malgré le rééquilibre de la balance des comptes.

Si l'on prend, par exemple, l'année 1913 comme base des indices des prix de gros, on constate qu'en France, les indices des prix-or intérieurs ont fléchi de 144 en Janvier 1925 à 106 en Juillet 1926. Quant aux indices des prix-or de détail, à cause de l'énorme déclin du change national, les indices-or de ces prix sont tombés à 73, c'est-à-dire aux 3/4 de l'indice-or d'avant-guerre. Pendant ce temps, à l'étranger,

prix de gros et prix de détail ne présentaient pas de variations d'une grande importance. Les indices évoluaient autour de 150. Donc, grosse marge entre les prix en France et les prix à l'étranger et prime à l'exportation.

Ainsi, non seulement la prime à l'exportation ne disparaissait pas, en France, en 1925-1926, malgré le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes, mais elle prenait une force accrue. Les exportations augmentaient. En particulier, nous avons vu croître certaines des exportations dites invisibles, par l'afflux considérable des étrangers en France durant l'été 1926, étrangers attirés en France par le niveau réduit du coût de la vie.

En 1927-1928, on constate quelque chose de plus caractéristique peut-être encore. La prime à l'exportation subsiste toujours. Cependant non seulement l'équilibre de la balance était atteint, non seulement le déficit avait disparu depuis longtemps, mais un nouvel équilibre du change avait été établi par la stabilisation en France, d'abord de fait, fin 1926, et légale à partir du 25 Juin 1928. Malgré le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes, malgré un nouvel équilibre du change, la prime à l'exportation persistait. Donc, la prime à l'exportation n'était pas étroitement rattachée au mécanisme qui tend à rétablir automatiquement l'équilibre de la balance des comptes et du change. En 1927-1928, s'est manifestée nettement la possibilité de la disjonction entre la prime à l'exportation et le mécanisme régulateur. La prime n'avait plus aucun rôle à jouer comme pièce de ce mécanisme régulateur, puisque l'équilibre de la balance était atteint et même dépassé, puisque le change lui aussi était en équilibre. Cependant, elle subsistait.

L'écart en effet entre les prix-or intérieurs et les prix-or extérieurs continuait de demeurer important. Les prix-or de 1913 étant supposés à 100, l'indice-or des prix de gros, en France, est à 126, en moyenne, en 1927-1928, alors qu'à l'étranger, il se maintient entre 140 et 150; l'indice-or des prix de détail est en moyenne en France en 1927-1928 à 112 au lieu de 150 à 160 au dehors. Par conséquent, persistance de la prime à l'exportation, malgré le double équilibre de la balance des comptes et du change.

Donc, même quand elle agit, comme en France, la prime à l'exportation peut être considérée comme un facteur supplémentaire qui vient s'ajouter à la vie économique, et non pas comme une pièce d'un méca-

nisme régulateur, puisque même quand elle n'a plus à jouer aucun rôle en tant que pièce de ce mécanisme, elle persiste encore un assez long temps.

Chapitre XIV

THEORIE DE LA TENDANCE A L'EQUILIBRE

AUTOMATIQUE DU CHANGE

§ I - Exposé de la théorie -

Nous avons déjà eu l'occasion de parler de ce rééquilibre du change. Aussi, serons-nous très bref. Nous avons montré que la dépréciation du change, d'après la théorie de l'équilibre automatique, en même temps qu'elle tend à rétablir l'équilibre de la balance des comptes, tendrait à rétablir aussi l'équilibre du change. Elle y tend nécessairement, puisqu'on déclare que le change dépend de la balance des comptes. Si donc l'équilibre de la balance des comptes se rétablit, l'équilibre du change lui aussi doit se rétablir. Equilibre de la balance des comptes, signifie aussi équilibre du change.

Mais, à quel niveau s'établit l'équilibre du change ?

Au cas de monnaie d'or, la réponse ne fait pas de difficulté : l'équilibre du change, c'est le retour du change au pair de l'or. Avant septembre 1931, le pair de l'or de la livre sterling en France était de 124.213. L'équilibre du change c'était un cours de 124.213 francs pour la livre sterling.

Mais, que signifie l'équilibre du change au cas de monnaie dépréciée ? La théorie implique-t-elle que la balance des comptes est si bien le facteur unique du change, que dès que l'équilibre de la balance se rétablit, malgré une énorme dépréciation antérieure du change, on verrait le change remonter au pair de l'or ? Pourrait-on prétendre qu'il en serait ainsi même dans le cas d'un change très déprécié ? Si l'équilibre de la balance des comptes s'était rétabli en Allemagne, alors que le mark-or valait 100, 1000, un million, mille milliards de marks-papier, pouvait-on prétendre que le seul rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes devait faire remonter au mark tout le chemin parcouru dans le sens de la baisse et que le mark-or au lieu de valoir mille mil-

Equilibre de
la balance
des comptes
signifie équi-
libre des chan-
ges

En cas de
monnaie d'or
le cours du
change c'est
le retour au
pair de l'or

En cas de mon-
naie dépréciée
l'équilibre
de la balance
n'implique
pas retour du
change à l'an-
cienne parité.
or.

liards devait valoir un mark-papier ?

Nous ne croyons pas que personne ait jamais soutenu une pareille thèse, que personne ait pu dire que malgré l'énorme dépréciation du change, le rééquilibre de la balance des comptes implique retour du change à l'ancienne parité-or. S'il n'en est pas ainsi, que signifie l'équilibre du change ? On ne trouve pas toujours une réponse explicite à cette question et il nous faut construire logiquement cette notion. Nous y serons aidés par l'apparition de certaines théories du change qui expliquent les variations du change par autre chose que par la balance des comptes.

§ 2 - Les deux grandes théories courantes du change.

Les variations du change dépendent de la loi de l'offre et de la demande

De ces deux grandes théories courantes du change, il en est une que l'on connaît déjà : c'est la théorie qui fait dépendre le change de la balance des comptes. Les variations du change dépendent de la loi de l'offre et de la demande, dit-on du nombre de devises offertes et demandées. Et l'importance des devises dépend de la balance des comptes. La théorie de la balance des comptes, est ainsi une théorie qui ne fait intervenir, de même que la loi de l'offre et de la demande sous sa conception ancienne, que des éléments quantitatifs : le nombre de devises offertes et demandées (Il ne s'agit pas de la théorie quantitative de la monnaie, il s'agit d'un élément quantitatif : le nombre de devises offertes et demandées).

Telle était la théorie universellement régnante avant la guerre.

Or, déjà pour le cas de monnaie d'or, nous avons montré qu'elle est inexacte. Nous avons montré que même au cas de monnaie d'or, des facteurs psychologiques qualitatifs peuvent agir. Cependant, il faut reconnaître qu'au cas de monnaie d'or, il n'y a pas très grand inconvénient à s'en tenir à une théorie aussi étroite que celle qui fait dépendre les variations du change de la balance des comptes seulement, parce que la balance des comptes demeure, en effet, un des très grands facteurs du change. Au contraire, l'inconvénient est grand au cas de monnaie dépréciée, parce que le rôle des facteurs qualitatifs est beaucoup plus considérable. Quoique la balance des comptes conserve encore une action, le rôle des facteurs qualitatifs est beaucoup plus important qu'au cas de monnaie d'or.

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat. Le change dépend du rapport des pouvoirs d'achat des deux monnaies

Aussi une autre théorie a été exposée, avec un grand retentissement après la guerre, la théorie de la parité de pouvoir d'achat, dont on pouvait déjà trouver des éléments chez les économistes classiques anglais et à laquelle le professeur Cassel a donné sa forme la plus nette.

Cette fois, ce sera un élément qualitatif qui déterminera le cours du change, c'est le pouvoir d'achat de la monnaie. Ce ne sera plus le nombre de devises offertes et demandées; c'est le prix d'offre ou de demande de devises, déterminé par le pouvoir d'achat de ces devises.

La monnaie est essentiellement, déclare le professeur Cassel, un pouvoir d'achat. Le change, c'est la valeur en monnaie nationale de la monnaie étrangère. Lorsqu'on achète une monnaie étrangère, c'est un pouvoir d'achat que l'on achète. Par suite, la valeur de la monnaie étrangère en monnaie nationale va dépendre du pouvoir d'achat de la monnaie étrangère à l'étranger et de la monnaie nationale à l'intérieur. Si la livre sterling achète en Angleterre autant que 100 francs français en France, le pouvoir d'achat de la monnaie anglaise en Angleterre est égal au pouvoir d'achat de 100 francs français en France. Normalement, par conséquent, la livre doit valoir 100 francs français, puisqu'elle achète 100 fois plus en Angleterre que le franc français en France. Si le franc suisse achète en Suisse autant que cinq francs en France, le franc suisse doit valoir cinq francs français; son pouvoir d'achat étant quintuple du pouvoir d'achat de notre franc, le franc suisse doit valoir 5 francs français.

Le change d'une monnaie se ramène au troc d'un pouvoir d'achat contre un autre. Le change doit donc dépendre du rapport des pouvoirs d'achat des deux monnaies. La monnaie étrangère doit valoir autant de fois l'unité monétaire française qu'elle achète davantage à l'étranger par rapport à ce qu'achète la monnaie française en France.

En cas de papier-monnaie le pouvoir d'achat de la monnaie dans chaque pays dépend de la circulation monétaire

Mais, de quoi dépend, au cas de papier-monnaie, le pouvoir d'achat de la monnaie dans chaque pays ? D'après Cassel, il dépend de la circulation monétaire. C'est la quantité de monnaie en circulation, dans chaque pays, qui fixe le pouvoir d'achat de la monnaie. Les facteurs successifs seraient donc, d'après lui :

1°- quantité de monnaie;

2°- Les prix intérieurs ou le pouvoir d'achat de la monnaie dans chaque pays;

3°- le change qui dépend du rapport de deux pouvoirs d'achat.

En cas de déviation temporaire de la parité, des forces entrent en action pour ramener le change à la parité

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat, prétend donner une théorie du change normal et non pas une théorie du change courant. Autrement dit, elle admet des déviations temporaires à la parité. Elle admet que le change courant ne soit pas toujours égal à la parité. Mais, ces déviations ne sauraient durer. De la même façon que le prix courant des marchandises tend à se ramener au prix normal, de même le change courant tend à se ramener au change normal. Dès que se manifeste une déviation à la parité, des forces entrent en action pour ramener le change à la parité.

Supposons par exemple qu'une inflation monétaire considérable élève les prix en France. Supposons que le pouvoir d'achat du franc français soit tombé à la moitié de ce qu'il était auparavant; autrement dit, supposons que les prix en France aient doublé. Admettons, au contraire, qu'en Suisse, il n'y ait eu aucun changement quant aux quantités monétaires; que le franc suisse ait conservé le même pouvoir d'achat qu'autrefois. Dans ce cas, le franc suisse doit valoir deux francs français, puisque le franc suisse a conservé, en Suisse, le même pouvoir d'achat qu'autrefois, alors que le franc français n'a plus qu'un pouvoir d'achat deux fois moindre. Normalement le franc suisse doit valoir deux francs français.

Supposons qu'il n'en soit pas encore ainsi. Supposons que le franc suisse ne vaille encore qu'un franc français. Le cours du change n'est pas à la parité. Des forces vont entrer en action pour l'y ramener. En effet, les Suisses vont trouver qu'il est absurde pour eux de donner un franc suisse pour un franc français, ce qui signifie troquer un certain pouvoir d'achat, contre un pouvoir d'achat deux fois moindre. Il est absurde pour eux de donner un franc suisse pour un franc français qui n'achète, en France, que deux fois moins de ce qu'achète, en Suisse, le franc suisse. Par conséquent, ils cesseront de demander des francs français. Les demandes suisses de francs français vont fortement baisser. Au contraire, les Français trouveront grand avantage à acquérir des francs suisses, puisque en donnant un franc français contre un franc suisse, ils vont échanger une unité monétaire ayant un certain pouvoir d'achat contre une unité monétaire qui a un pouvoir d'achat double. Les Français rechercheront donc les francs suisses. Il y aura, par conséquent, augmentation de la demande de francs suisses et diminution de la demande de francs français. Il en résultera une hausse progres-

sive du franc suisse, jusqu'à ce que le change se rétablisse à la parité.

Telle est la théorie de la parité des pouvoirs d'achat succinctement exposée.

Insuffisance des deux théories précédentes

Ces deux théories se partageaient les esprits pendant un certain temps après la guerre. Il semblait qu'on ne pût choisir qu'entre l'une et l'autre. En réalité, elles nous semblent toutes les deux trop étroites. Les faits, en France, ont prouvé qu'il fallait arriver à une théorie non seulement plus large que chacune de ces deux théories, mais plus large que les deux théories à la fois, une théorie qui fasse intervenir plus d'éléments quantitatifs et qualitatifs que ces deux théories à la fois. Cette théorie, nous l'appelons théorie psychologique du change. Nous ne pouvons pas la développer ici et renvoyons à notre livre : "Monnaie, prix, change". Nous ne parlons ici de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat que pour en venir à ce qui suit.

§ 3 - Le niveau auquel devrait s'établir l'équilibre du change -

Comme nous le disions tout à l'heure, nous ne croyons pas qu'on ait jamais soutenu la thèse que la prime à l'exportation due au change doive nécessairement ramener le change au pair ancien, au pair de l'or. On ne pourrait défendre cette thèse que si au cas de dépréciation du change, les prix intérieurs, prix de vente et prix de revient, restaient immobiles pendant toute la durée de la dépréciation du change, restaient toujours accrochés à leur niveau

La prime à l'exportation tend à faire retourner le change non à la parité-or mais à un niveau déterminé par la parité des pouvoirs d'achat intérieurs et extérieurs, la prime à l'exportation persisteraient tant que le change n'est pas revenu à la parité-or. Ils continueraien d'agir pour relever le change jusqu'à ce qu'il revienne à la parité-or. Mais, l'on sait qu'il n'en est rien. Si les changes étrangers s'élèvent, les prix intérieurs les suivent dans leur ascension. Mais ils les suivent à une allure plus ralenties. Evalués en or, ils restent inférieurs aux prix-or étrangers. La prime à l'exportation résulte de cet écart entre les prix-or intérieurs et les prix-or extérieurs. Mais, si l'écart diminue peu à peu, si la hausse des prix intérieurs finit par les conduire au niveau des prix-or extérieurs, s'il y a enfin égalité entre le pouvoir d'achat de la monnaie au dedans et au dehors, la prime à l'exportation due au change n'existe plus. Rien, du côté du change, ne vient favoriser l'exportation des marchandises, rien

n'agit plus pour améliorer encore la balance des comptes, ni le change. C'est dire qu'à ce point là, l'équilibre de la balance et l'équilibre du change sont tous les deux atteints. Par conséquent, la prime à l'exportation tend à faire retourner le change, non pas nécessairement à son niveau ancien, non pas à la parité-or, mais à un niveau déterminé par la parité des pouvoirs d'achat.

La théorie de la balance des comptes et la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, se présentent souvent comme des thèses antagonistes. Mais on voit qu'il est dans la logique de la démonstration classique que ces deux thèses s'associent et entrent toutes deux dans un même système général, ainsi que les vieux économistes classiques en ont eu parfois l'intuition. Les variations du change obéissent à la balance des comptes. Et l'équilibre du change est atteint quand le change s'établit à la parité du pouvoir d'achat. La parité du pouvoir d'achat est, au cas de monnaie inconvertible, le niveau auquel d'après la théorie classique, doit se fixer le change quand la balance des comptes est en équilibre. Quand la balance des comptes est en équilibre, il n'y a plus de prime à l'exportation. Et quand il n'y a plus de prime à l'exportation, cela veut dire que les prix intérieurs et les prix extérieurs sont au même niveau, que le change est à la parité du pouvoir d'achat. C'est le déficit de la balance des comptes qui a écarté le change du niveau où il y avait équilibre entre les prix intérieurs et extérieurs. Et ce à quoi tend la prime à l'exportation quand le change se déprécie, c'est au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes en même temps qu'au retour du change à un certain équilibre qui est justement le point qui correspond à l'égalité entre les prix intérieurs et les prix extérieurs, c'est-à-dire à la parité des pouvoirs d'achat. Lorsque le change est à la parité du pouvoir d'achat, la prime à l'exportation ne joue plus. Si elle ne joue plus, c'est que l'équilibre de la balance des comptes est réalisé et, en même temps, l'équilibre du change. Le niveau d'équilibre du change, c'est donc le niveau qui correspond à la parité des pouvoirs d'achat.

§ 4 - Contradiction opposée par les faits à la thèse du retour automatique à l'équilibre du change

Pour le retour du change à l'équilibre, la théo-

En fait, dans bien des cas le change s'affaiblit de plus en plus en dépit de la prime à l'exportation

rie automatique se trouve en défaut plus encore que pour le rééquilibre de la balance des comptes. Pour celle-ci il est exact que parfois le change favorise le rééquilibre. Cela l'est beaucoup moins pour le change. Dans l'histoire monétaire de ces dernières années, nous ne voyons guère d'exemples où la prime à l'exportation due au change ait réussi à elle seule à rétablir l'équilibre du change, ni même à déterminer un redressement appréciable du change. Ce qui abonde, ce sont les exemples où l'on voit le change s'affaiblir de plus en plus en dépit de la prime à l'exportation. Celle-ci a beau jouer, fort souvent, le change au lieu de s'améliorer, continue de flétrir. Il y a pourtant un écart notable entre les prix intérieurs et les prix extérieurs et malgré cet écart nous avons vu souvent le change continuer de décliner. Nous l'avons vu en Allemagne pendant toute la période de dépréciation du change. Nous l'avons vu en France, pendant une grande partie de l'histoire de la dépréciation de notre monnaie, par exemple en 1923-1924.

Nous avons montré que même quand l'équilibre de la balance des comptes est rétabli, comme il l'était, en France, en 1925-1926, la dépréciation du change a pu persister. Elle a continué de s'accentuer de plus en plus en 1925 jusqu'à la fin de Juillet 1926, jusqu'à la constitution du gouvernement d'union nationale. L'équilibre de la balance des comptes était certainement atteint; elle présentait même de larges excédents, et malgré cela, le franc continuait de baisser. Il en était ainsi parce que justement la théorie qui fait dépendre le change de la balance des comptes est une théorie beaucoup trop étroite, parce que le change ne dépend pas seulement de la balance des comptes mais de bien d'autres facteurs et notamment de facteurs psychologiques. Aussi, la balance des comptes avait beau être en équilibre en France, des facteurs psychologiques - une défiance à l'égard du franc - continuaient de faire baisser notre monnaie. Les facteurs quantitatifs du change s'étaient améliorés, mais les facteurs qualitatifs continuaient de déprécier le franc.

Ainsi, dans un pays comme l'Allemagne, l'expérience nous a montré qu'il n'y a eu rétablissement de l'équilibre ni de la balance des comptes, ni du change. Dans un pays comme la France, l'expérience nous a montré qu'il y a eu rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes, mais non pas du change.

Donc quant à l'équilibre de la balance des comp-

Le rééquilibre de la balance n'entraîne pas rééquilibre du change parce que celui-ci obéit à des facteurs qua-

litatifs psychologiques

tes, de même que quant au rééquilibre des divers équilibres subsidiaires, dont nous avons traité dans notre enseignement de cette année, les théories de l'équilibre automatique ne sont pas entièrement satisfaisantes.

L'année prochaine, nous passerons à l'étude positive de la question. Nous étudierons le problème de l'équilibre dans les relations économiques internationales. Nous nous demanderons si la tendance à l'équilibre existe ou non, quels sont les facteurs agissants et à quel résultat ils conduisent.

F I N

Cours terminé d'imprimer le 14 Mai 1935 .