JACQUES RUEFF
de l'Académie Française

LE LANCINANT PROBLÈME DES BALANCES DE PAIEMENTS

ÉTUDES ET DOCUMENTS PAYOT ÉTUDES ET DOCUMENTS

ÉTUDES ET DOCUMENTS PAYOT

Série politique et économique :

Lyndon B. JOHNSON : Le temps de l'action.
Martin Luther KING, Jr : Révolution non violente.
Claude LECLERCQ : L'O.N.U. et l'Affaire du Congo.
Jean MEYNAUD : La révolte paysanne.
Jean MEYNAUD et A. SALAH-BEY : Le Syndicalisme africain.
Kwame NKRUMAH : L'Afrique doit s'unir.
Roger ORSINGHER : Les banques dans le monde.
Jacques RUEFF : L'Age de l'inflation.
— : Le lancinant problème des balances de paiements.
Alfred SAUVY : Mythologie de notre temps.
Gustave WETTER : L'idéologie soviétique contemporaine (Tome I : Matérialisme dialectique et historique).
Wolfang LEONHARD : L'idéologie soviétique contemporaine (Tome II : Les théories politiques).
Harold WILSON : Que veulent les travaillistes ?
Jean ZIÉGLER : La contre-révolution en Afrique.

Série historique :

Georges DUBARBIER : La Chine du XX^{e} siècle.
Georges LEFRANC : Histoire du Front Populaire.
Maxime MOURIN : Le Vatican et l'U.R.S.S.

Série sciences humaines :

Charles BAUDOUIN : L'œuvre de Jung.
P.-H. CHOMBART DE LAUWE : Des hommes et des villes.
Georges GUSDORF : L'Université en question.
Pierre JACCARD : Psycho-sociologie du travail.
P.-H. MAUCORPS, Albert MEMMI et J.-F. HELD : Les Français et le racisme.
Pierre PARAF : Le racisme dans le monde.

LE LANCINANT PROBLÈME
DES
BALANCES DE PAIEMENTS

DU MÊME AUTEUR

Des sciences physiques aux sciences morales (Introduction à l'étude de la morale et de l'économie politique rationnelles) (Alcan, 1922).

Sur une théorie de l'inflation (Berger-Levrault, 1925) (épuisé).

Théorie des phénomènes monétaires. Statique (Payot, Paris, 1927) (épuisé).

Une erreur économique : L'organisation des transferts (Doin, 1929) (épuisé).

La crise du capitalisme (Éditions de la *Revue bleue*, 1925) (épuisé).

L'ordre social (2e édition, Librairie Médicis, 1949).

Epître aux dirigistes (Gallimard, 1949).

La régulation monétaire et le problème institutionnel de la monnaie (Recueil Sirey, 1953).

Discours sur le crédit (Éditions du Collège Libre des Sciences Sociales et Économiques, 184, bd Saint-Germain, Paris, 6e, 1961).

L'âge de l'inflation (4e édition, Payot, 1964).

ÉTUDES ET DOCUMENTS PAYOT

JACQUES RUEFF
DE L'ACADÉMIE FRANÇAISE
ET DE L'ACADÉMIE DES SCIENCES MORALES ET POLITIQUES

LE LANCINANT PROBLÈME DES BALANCES DE PAIEMENTS

PAYOT, PARIS
106, BOULEVARD SAINT-GERMAIN

1966

Tous droits de traduction, de reproduction
et d'adaptation réservés pour tous pays.
Copyright © 1965, *by Payot, Paris.*

Aux jeunes chercheurs qui nous remplaceront,

Avec l'espoir qu'ils réussiront à convaincre Gouvernements et Administrations que les questions de balances des paiements sont des questions sérieuses.

Premier tirage : novembre 1965
Deuxième tirage : février 1966

INTRODUCTION

L'ÉTERNEL PROBLÈME DE L'ŒUF ET DE LA POULE

Par un étrange paradoxe les Gouvernements de la France et des États-Unis, qui ont relativement à l'opportunité d'une conférence monétaire internationale des vues opposées, sont d'accord sur un point de doctrine fondamental : l'élimination du déficit de la balance des paiements des États-Unis doit obligatoirement précéder toute modification du système monétaire international (1).

Le Gouvernement des États-Unis a, en effet, publié le 30 juin 1965, à la suite de l'entretien intervenu à Washington entre le Chancelier de l'Échiquier et le Secrétaire au Trésor, le communiqué suivant : « dans les circonstances présentes, la plus grande contribution que le Royaume-Uni et les États-Unis puissent apporter à la stabilité financière internationale et à l'amélioration du système monétaire international se trouve dans la réalisation et le maintien d'un large équilibre de leur balance internationale des paiements. »

De son côté, le Ministre français des Finances et des Affaires Économiques remettait à la presse, le 19 juillet

(1) La balance des paiements d'un « domaine monétaire » en une certaine période est la différence, positive ou négative, entre l'ensemble des versements reçus de l'étranger (c'est-à-dire par achat de monnaie nationale contre monnaies étrangères ou or) et des paiements accomplis à l'étranger (c'est-à-dire par achat de monnaies étrangères ou or contre monnaie nationale), à l'exclusion des transferts afférents à des opérations de règlement sans cause économique ou financière.

Est « domaine monétaire » toute zone groupant l'ensemble des activités économiques réglées, en droit ou en fait, dans la monnaie caractéristique du domaine considéré.

1965, la déclaration ci-après : « la procédure suggérée (par le Secrétaire du Trésor des États-Unis) consistant à réunir une conférence monétaire internationale ne lui paraît pas opportune. Deux conditions doivent être en effet remplies au préalable : avant de construire un système monétaire nouveau, il est indispensable d'assainir celui qui existe. Certes des progrès ont été accomplis dans la voie de l'équilibre par ceux des pays qui ont connu un déficit massif et prolongé de leur balance des paiements. Il reste à s'assurer que ce redressement est durable... »

La position commune aux deux Gouvernements repose, évidemment, sur la conviction implicite que le bon fonctionnement et la durée d'un système monétaire international exigent l'équilibre de la balance des paiements des pays qui y participent, alors que, pour ma part, je suis convaincu que seul un système monétaire international efficace peut imposer à ces balances un équilibre durable.

C'est là que gît le problème de l'œuf et de la poule.

Il est indispensable que ce problème soit entièrement et rapidement résolu.

Si, en effet, les Gouvernements des États-Unis et de la France ont raison, toutes les politiques qui ont tendu, dans le passé, à rétablir l'équilibre des balances de paiements par action administrative ou autoritaire sont fondées.

Le mercantilisme, qui a marqué pendant des siècles la politique commerciale de l'Europe, les contingents et les contrôles des changes, qui ont fleuri après la grande dépression, la théorie de la « rareté structurelle du dollar », qui a provoqué la démission de l'Europe pendant les années qui ont suivi la deuxième guerre mondiale, apparaissent pleinement justifiés.

Bien plus, les efforts par lesquels le Gouvernement des États-Unis a essayé, depuis 4 ans, de rétablir l'équilibre de sa balance des paiements par réduction de ses dépenses et de celles de ses nationaux à l'étranger sont légitimes.

Si, au contraire, c'est mon point de vue qui est exact, ces politiques sont dépourvues de fondement et les efforts tendant à rétablir, sans changement de système monétaire, l'équilibre des règlements extérieurs des États-Unis sont voués à l'échec.

C'est à élucider ce grave problème qu'est consacré le présent ouvrage.

La question qu'il tend à résoudre est simple : dans les conditions présentes, avec le degré de rigidité et notamment de syndicalisation patronale ou ouvrière qui marquent les économies de l'Occident, les balances des paiements sont-elles le produit des comportements discrétionnaires de toutes les parties, publiques ou privées, qui concourent à les former ou sont-elles commandées, comme l'enseignait jadis l'École, par des influences monétaires efficaces ?

Le problème n'est pas seulement de théorie économique. La réponse qui y sera faite exercera une influence déterminante sur la politique économique, car elle affectera directement les modalités, donc l'ampleur, des échanges internationaux et même les relations humaines entre ressortissants de domaines monétaires différents. Par là elle aura de larges répercussions sur le niveau de vie des populations intéressées, ainsi que sur leurs conditions d'existence.

C'est la question ainsi posée qui a déterminé la structure du présent livre.

La première partie présente surtout des faits. Un physicien lorsqu'il affirme une corrélation ne dit jamais, dans l'absolu, qu'elle est vraie ou fausse. Il marque avec quelle précision, dans des circonstances déterminées, elle régit les phénomènes.

Pour suivre la même méthode, j'ai rassemblé, dans les trois premiers chapitres, des études consacrées à des situations récentes qui, toutes, soulevaient le problème de la balance des paiements.

Le chapitre I^er^ présente un exposé très général de l'état actuel du « lancinant problème des balances de paiements », tel que le pose, notamment, le déficit des règlements extérieurs des États-Unis.

Les chapitres II et III reproduisent des études antérieurement publiées, la première en 1949, sur le problème de la rareté du dollar, la seconde en 1929, sur le problème des réparations allemandes.

Une théorie scientifique est tenue pour vraie, seulement

si elle rend la prévision possible. C'est pour soumettre au même critère la théorie qui a inspiré mes prises de position antérieures, que je me suis imposé de ne rien changer aux textes de ces publications anciennes.

Ce scrupule a eu l'inconvénient de me condamner à de nombreuses redites, car plusieurs fois, pour démontrer la même affirmation de principe, j'ai dû employer les mêmes arguments. J'ai accepté cette disgrâce pour n'avoir jamais à séparer l'expression d'une opinion des preuves sur lesquelles elle était fondée.

La deuxième partie de l'ouvrage est consacrée à l'ébauche d'une théorie des échanges internationaux.

Ma théorie est différente de la théorie classique qui, si elle explique les faits d'équilibre, n'explique pas que des déficits de balances des paiements soient toujours liés au développement des processus d'inflation prolongée.

Pas davantage n'explique-t-elle l'influence indiscutable, bien que limitée, des politiques d'escompte ou d'open-market sur le solde des balances des paiements.

Enfin les théories classiques sont, manifestement, insuffisamment « fines » pour l'interprétation des faits d'équilibre précis rassemblés dans la première partie du livre.

J'ai d'ailleurs le sentiment que c'est l'imperfection de la théorie — notamment dans le domaine monétaire — qui explique le refus des économistes à l'égard des faits d'équilibre, pourtant indiscutables, sur lesquels je n'ai cessé d'attirer leur attention.

Pour tenter de les convaincre j'ai réuni, dans cette deuxième partie, deux études purement théoriques, qui traitent véritablement du même problème — celui du mécanisme de la régulation monétaire — mais sous deux formes très différentes. L'une : « La régulation monétaire et le problème institutionnel de la monnaie », publiée en 1953, tendait à l'exposé détaillé d'une explication rigoureuse, dont je sentais, depuis *l'Ordre social*, la nécessité, mais dont je n'avais jamais présenté un exposé d'ensemble. Elle avait pour objet de me convaincre, plus encore que le lecteur, de la validité d'une analyse qui s'écartait très sensiblement des voies tracées et des vues couramment admises.

Plusieurs collègues m'ayant informé qu'ils avaient

éprouvé de réelles difficultés à me suivre dans le dédale d'un raisonnement fort abstrait, j'ai présenté, dans le second mémoire : « Théorie du taux d'escompte et de la balance des paiements », un exposé plus simple, et j'espère plus lisible, de la même théorie.

Je dois reconnaître que jusqu'à présent ma théorie — dont, au risque de manquer de modestie, je tiens le principe pour indiscutable — n'a pas recueilli la dose d'assentiment qui ferait d'elle un instrument d'action efficace. Pour qu'elle puisse prétendre à remplacer la théorie classique, il lui faudra subir l'épreuve de la discussion et bénéficier d'un processus d'élaboration collective, qui seul pourra en perfectionner l'exposé.

Il est singulier qu'en une époque qui consacre tant de temps et d'argent à la recherche scientifique, un problème qui domine la politique internationale et dont la solution affecte directement le bien-être et la sécurité de toutes les populations du monde, soit aussi peu exploré et toujours par des méthodes dépourvues de rigueur.

Si le présent livre suscite les recherches économétriques et les réflexions théoriques qui permettront de confirmer ou d'infirmer la théorie qui me paraît vraie, il aura pleinement atteint son objet.

C'est aux jeunes chercheurs que je le dédie, avec l'espoir qu'ils y trouveront des raisons de faire mieux que nous, et le moyen de mettre à la disposition des Gouvernements les possibilités d'action raisonnée et efficace, qui leur font actuellement si cruellement défaut.

PREMIÈRE PARTIE

CONTENANT SURTOUT DES FAITS

CHAPITRE PREMIER

LE PROBLÈME DES ANNÉES 60, AVEC GROS PLANS SUR LE DÉFICIT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DES ÉTATS-UNIS (1)

I. — *L'importance, pour le monde, de la balance des paiements des Etats-Unis.*
II. — *La position du Gouvernement des Etats-Unis.*
III. — *Les économistes, Keynes et moi.*
IV. — *Les faits d'équilibre.*
V. — *Les faits de déséquilibre.*
1° La rareté du dollar.
2° L'effet du « Gold-exchange-standard ».
VI. — *Ebauche d'une théorie des balances de paiements.*
VII. — *Conclusion politique.*
VIII. — *Pour finir, quelques observations générales.*

Depuis un demi-siècle les balances des paiements n'ont cessé d'agiter la scène politique.

Ceux qui ont vécu la première après-guerre n'ont pas oublié les tempêtes soulevées par la querelle des réparations allemandes.

(1) Ce chapitre a été écrit en novembre 1963, en vue d'un exposé — demeuré inédit — à l'assemblée annuelle du Collège Libre des Sciences Sociales. Il a été, depuis, mis à jour et sensiblement augmenté.

La date de sa rédaction primitive explique l'importance donnée aux vues de M. Robert ROOSA, qui était alors secrétaire adjoint au Trésor des États-Unis et représentait son Gouvernement dans les divers Comités chargés par l'O.E.C.D. ou le Groupe des Dix de trouver une solution au problème monétaire. Bien que M. ROOSA soit maintenant remplacé dans sa fonction par M. DEMING, la doctrine dont il s'est fait l'avocat et qu'il a exposée avec une particulière netteté dans l'article de « Foreign Affairs » cité plus loin, garde toute son importance, parce qu'elle reste intégralement celle du Gouvernement des États-Unis. C'est pour cette raison que, nonobstant la retraite de M. ROOSA, le commentaire de 1963 garde son actualité et a été intégralement maintenu dans le présent chapitre.

Aussitôt après, la grande dépression des années 1931-1933, en rendant de nombreux États insolvables à l'égard de l'étranger, a généralisé dans le monde les suspensions de paiement des obligations internationales, le contingentement des importations, les contrôles de change et les clearings, avec partout la conséquence d'un extrême amenuisement des échanges internationaux.

Après la dernière guerre, la « rareté du dollar » a ravagé l'Europe. Elle avait progressivement épuisé la réserve de devises de la France et l'avait obligée, au début de 1958, nonobstant des engagements solennels, à rétablir le contingentement de toutes ses importations et un contrôle rigoureux de ses transactions internationales.

Aujourd'hui, c'est la situation inverse qui pose à tout l'Occident de graves problèmes. Elle est marquée par une extrême surabondance de dollars en dehors des États-Unis, conséquence du déficit prolongé de leur balance des paiements. C'est essentiellement cette situation que j'envisagerai dans la présente étude.

I. — L'importance, pour le monde, de la balance des paiements des États-Unis.

Que le problème de la balance des paiements des États-Unis soit important est prouvé par le fait que le regretté Président KENNEDY lui avait consacré, le 6 février 1961, l'un des premiers discours qui avaient suivi son installation à la Maison Blanche.

Il y exposait, avec la netteté et la franchise qui marquaient son génie, qu'entre le 1er janvier 1951 et le 31 décembre 1960, le total du déficit des transactions internationales des États-Unis avait atteint 18,1 milliards de dollars.

Pendant chacune des années 1961, 62, 63 et 64, respectivement, il a été de 3, 3,6, 3,2 et 3 milliards de dollars.

Du fait de ces déficits le stock d'or de la Trésorerie américaine est tombé d'environ 23 milliards de dollars au début de 1958, à 15,5 milliards de dollars à la fin de 1964, cependant que les créances étrangères à court terme sur cet or passaient de 15 à 28 milliards de dollars.

Il va de soi que si cette évolution se poursuivait, elle ne pourrait manquer de poser de difficiles problèmes.

Nous connaissons bien, en France, pareille situation et le caractère inéluctable des conséquences qu'elle entraîne.

Depuis la guerre, notre balance des paiements était très largement déficitaire. Dès le début de 1958, on voyait approcher un état voisin de l'insolvabilité, état qui s'est trouvé pratiquement réalisé le 1er juin 1958. A cette date, il nous restait environ six semaines de devises. Nous avions la certitude que si la situation n'était pas rapidement redressée, nous devrions grandement réduire toutes nos importations, même celles de matières premières, donc accepter la paralysie des usines qui les utilisaient et le chômage, qui en serait le douloureux résultat.

Le caractère inéluctable des conséquences qu'entraîne le déficit des balances de paiements, apparaît lorsque l'on observe que la France avait été obligée, le 18 juin 1957, de décider, nonobstant les engagements internationaux qui la liaient, le rétablissement des contingents d'importation et, ultérieurement, d'étendre cette procédure rétrograde à toutes les positions du tarif douanier.

Il n'est pas douteux que si la balance des paiements des États-Unis restait déficitaire, ceux-ci seraient conduits, qu'ils le veuillent ou non, à des solutions de même nature.

Naturellement l'établissement de contingents d'importation aux États-Unis entraînerait, par mesure de réciprocité, des dispositions identiques en Europe et s'étendrait, inévitablement, aux échanges intra-européens.

Pareils événements détruiraient les progrès accomplis, au cours des deux dernières décennies, dans la libération des échanges, feraient obstacle à la solidarité atlantique et porteraient un coup, probablement mortel, à la Communauté Européenne.

Mais avant même que ces résultats fussent acquis, l'atteinte au prestige du dollar et l'anticipation des mesures de protection dont il devrait être l'objet, menaceraient grandement la convertibilité monétaire, heureusement rétablie dans tout l'Occident au début de 1959. Le développement des échanges internationaux et le progrès des

niveaux de vie qui en a été la bienfaisante conséquence, se trouveraient irrémédiablement compromis.

Cependant nous avons un autre motif de suivre avec inquiétude les événements susceptibles de menacer la stabilité du dollar. Au début de 1959, c'est en dollars que le cours de presque toutes les monnaies convertibles a été fixé. En outre, une partie importante des actifs qui sont la contrepartie de certaines d'entre elles est faite de créances libellées en monnaie américaine. Toute atteinte à la libre convertibilité extérieure du dollar infligerait un ébranlement profond à l'ordre financier, si péniblement rétabli, et ramènerait l'Occident, probablement pour longtemps, aux désordres monétaires dont il était enfin sorti.

Pour toutes ces raisons, ce n'est pas, pour un Français, une intrusion dans une situation qui ne le regarde pas, que de se pencher, aujourd'hui, sur le problème que pose l'état inquiétant de la balance des paiements des États-Unis. Nous avons non seulement le droit, mais aussi le devoir, d'en examiner les données.

II. — La position du Gouvernement des États-Unis.

Les dangers qui viennent d'être évoqués n'échappent certes pas aux autorités monétaires et notamment à celles des États-Unis. Elles ont marqué à plusieurs reprises, et notamment depuis 1961, leur ferme intention d'y parer. Avec une objectivité peu commune, elles ont souhaité l'étude conjointe des aspects internationaux de leur situation monétaire. Un comité — le groupe de travail n° 3 — a même été constitué à cette fin à l'O.E.C.D. Quant au Fonds Monétaire International, il a créé en septembre 1963 deux comités qui devaient, avant un an, proposer des solutions efficaces.

La principale prise de position à l'égard de ces problèmes émane de mon ami Robert ROOSA, le très éminent et très savant Secrétaire adjoint au Trésor des États-Unis. Il a exposé son point de vue, avec la lucidité qui caractérise toutes ses interventions, dans le numéro d'octobre 1963 de *Foreign Affairs*, sous le titre suggestif : « Reforming the International Monetary System. »

Cet intitulé marque de façon décisive que c'est bien un programme de réforme que nous propose Robert ROOSA.

Du fait de la personnalité de son auteur, on est fondé à considérer que ce programme est aussi celui du Gouvernement des États-Unis.

Ce sera l'objet de la présente étude que d'expliciter les principes qui inspirent la politique américaine et de peser, au regard des conséquences qu'elle est susceptible d'entraîner pour tout l'Occident, ses chances de succès.

Pour Robert ROOSA, le problème important, en matière monétaire, est celui des liquidités internationales. Il redoute qu'elles ne croissent pas assez vite au cours des prochaines années et voudrait que l'on se préoccupât des moyens de les augmenter (1).

Cependant, il craint que le large déficit de la balance des paiements des États-Unis fasse obstacle à l'examen objectif, par les gouvernements, de ce problème à long terme.

« Le déficit des États-Unis, dit-il, a été la principale cause de déséquilibre dans le système des paiements internationaux depuis près de 6 ans. Mais le programme du Président, présenté le 18 juillet 1963, démontre solennellement, ajoute-t-il, la détermination du Gouvernement américain de corriger son propre déficit et de maintenir une séparation totale entre cet effort et toute étude intergouvernementale des perspectives et projets de réforme concernant la liquidité internationale dans l'avenir. »

Cette prise de position est si importante pour notre auteur que quatre fois, au cours de l'article, on en trouve confirmation : « Il n'est pas possible, dit-il, sous prétexte d'une nouvelle approche du problème des liquidités internationales, d'esquiver l'absolue nécessité de la mise en équilibre des comptes internationaux des États-Unis, aussitôt que cela pourra être pratiquement accompli » (p. 115).

« Les États-Unis doivent naturellement rétablir l'équi-

(1) Ce point de vue est encore aujourd'hui celui du Gouvernement des États-Unis, ainsi que celui des Gouvernements du Groupe des Dix, qui ont demandé au « Comité Ossola » un rapport « sur la création d'instruments de réserve ».

libre de la balance des paiements pour maintenir la confiance dans le dollar » (p. 117).

Des crédits « ne pourront être obtenus par le pays débiteur que si le programme pour la restauration de l'équilibre de ses engagements internationaux est considéré comme assez prometteur » (p. 119).

Enfin ROOSA cite le Président KENNEDY lui-même, qui, dans un discours du 18 juillet 1962, a dit : « Nous ne prétendons pas que des projets de réformes à long terme du système (monétaire international) constituent, de quelque façon que ce soit, un substitut aux réformes que nous devons accomplir, nous-mêmes, maintenant » (p. 122).

Un point de vue identique est exprimé, avec une égale force, dans un remarquable article, publié en avril 1963, par la revue mensuelle de la « Federal Reserve Bank de New York », sous la signature conjointe de C. A. COOMBS, IKLE, RANALLI et TUNGELER :

« Le gouvernement des États-Unis a donné la seule réponse possible au problème des liquidités internationales en affirmant sa ferme détermination de clore le déficit de sa balance des paiements. Un échec aurait des conséquences désastreuses, s'étendant loin dans l'avenir. Cependant, si quelques progrès ont été faits dans cette voie en 1961 et 1962, le facteur temps a pris maintenant une importance majeure » (p. 115).

Aucun doute n'est possible : le Gouvernement des États-Unis considère qu'il lui appartient de rétablir l'équilibre de sa balance des paiements et que pareil rétablissement n'exige pas la réforme du système monétaire international.

D'ailleurs, l'examen du programme de rétablissement de l'équilibre exposé par le Président KENNEDY, le 18 juillet, confirme en tous points cette affirmation.

Ce programme comprenait une série de mesures : limitation des facultés d'achat à l'étranger, mesures tendant à stimuler le tourisme aux États-Unis, taxe sur les achats de valeurs étrangères par des résidents des États-Unis, programme d'expansion interne tendant à inciter par diminution des impôts les investissements aux États-Unis, efforts tendant à diminuer les dépenses militaires à l'étranger et les dépenses d'aide aux pays tiers, enfin obtention

du Fonds Monétaire International d'un crédit « stand by » de 500 millions de dollars.

Toutes ces mesures avaient, directement ou indirectement, pour objet de diminuer les obligations de paiement à l'étranger ou d'augmenter les recettes sur l'étranger, c'est-à-dire, en adaptant le solde des engagements extérieurs des États-Unis aux ressources disponibles pour en assurer le règlement, de faire disparaître le déficit de la balance des paiements.

Ainsi la position américaine apparaît en pleine lumière : compte tenu de leurs ressources en devises, les États-Unis ne peuvent pas subvenir au paiement de tous leurs engagements à l'étranger. Il leur appartient, par une action gouvernementale ou administrative — dont le discours du Président montre qu'elle doit essentiellement réduire les dépenses à l'étranger et augmenter les recettes qui en sont attendues — d'adapter leurs engagements extérieurs à leurs possibilités de paiement.

Cet énoncé marque que le gouvernement des États-Unis a adopté la thèse bien connue, maintes fois énoncée après la première guerre mondiale, au temps où le transfert des réparations allemandes posait le problème de la balance des paiements de l'Allemagne, thèse selon laquelle les transferts effectifs doivent être, en tous moments, ajustés au montant des « possibilités » de transfert, telles que les fixe le solde de la balance des paiements.

III. — Les économistes, Keynes et moi.

Certes la théorie des balances des paiements a beaucoup évolué depuis que TORRENS, RICARDO et John STUART-MILL enseignaient, sous des formes d'ailleurs fort différentes, la théorie des « coûts comparatifs ». Son élaboration progressive, par des savants tels que PARETO, MARSHALL, EDGEWORTH, et plus récemment ANGELL, VINER et HABERLER, a étendu l'analyse du domaine de la production à celui de la consommation et a substitué à la théorie simpliste du « coût en travail » de RICARDO, celle, beaucoup plus générale, des « avantages comparés ». Désormais, avec OHLIN et SAMUELSON, la théorie appréhende tous les

facteurs internes et externes de l'offre et de la demande dont chaque article est l'objet. Elle est plus une théorie des échanges entre plusieurs marchés qu'une théorie particulière des échanges internationaux.

Mais la mutation actuellement en cours d'accomplissement dans la théorie de la balance des paiements est plus importante encore. Elle résulte de l'introduction de la « demande et de l'offre globales », exprimées en unités monétaires, en tant que facteurs décisifs de l'équilibre des transactions internationales.

C'est en 1927, dans ma « Théorie des phénomènes monétaires », que j'ai fait du volume global de la demande — que j'appelais alors « demande totale » — l'influence motrice dominante dans les déplacements de l'équilibre économique.

En 1945, dans *l'Ordre social*, j'ai généralisé cette analyse, en appelant : « balance des comptes d'un marché en une certaine période » la différence entre le volume, évalué en unités monétaires, des droits remplis et vidés de richesses non monétaires, sur ce marché, pendant la période considérée (1).

A partir de cette définition il apparaît que tout excédent de la demande globale sur l'offre globale crée un « surplus » inflationniste, qui se manifeste, toutes conditions égales quant à l'offre, soit à l'intérieur, par hausse de prix, soit à l'extérieur, par déficit de la balance des paiements. Hors le cas de « sous-emploi » caractérisé, les deux phénomènes se trouvent indissolublement associés, chacun d'eux, s'il se produit isolément, suscitant l'autre.

Cette analyse a l'immense avantage de faire apparaître la théorie des échanges internationaux comme un simple cas particulier de la théorie générale de l'échange et de montrer l'inanité de toute distinction entre commerce intérieur et commerce international (2).

Cependant, si différente que soit l'analyse moderne de celle des premiers maîtres qui ont créé l'économie politique, elle en retient la principale conclusion, affirmant

(1) *L'Ordre social*, 2e édition, p. 282.
(2) *Id.*, p. 359.

l'existence, en régime de marché, d'une tendance spontanée à l'équilibre des règlements internationaux.

Mais pour que le mécanisme générateur d'équilibre régisse effectivement les balances des paiements, il ne suffit pas qu'il existe. Encore faut-il que les divers éléments des transactions internationales soient, en fait, dans les conditions sociologiques du moment, compte tenu notamment du degré de cartellisation et de syndicalisation caractéristiques des structures sociales existantes, assez flexibles pour que les influences monétaires qui tendent à les modeler en affectent effectivement la nature et le montant.

C'est pareille plasticité que nia toujours Lord KEYNES. Il voyait dans les divers éléments des balances de paiements, et notamment dans les échanges commerciaux, des données de fait, déterminées par des facultés et des besoins résultant plus de la nature des choses que des influences exercées par des variations de revenus ou des mouvements de change ou de prix.

J'eus avec lui, à l'occasion de la querelle des réparations allemandes, une polémique publique. Elle a une réelle importance pour la théorie économique, car elle donna lieu, ultérieurement, à une expérience véritablement cruciale, dont toute science soucieuse d'objectivité tirerait des conclusions décisives.

En septembre 1928, j'avais publié une brochure intitulée : *Une erreur économique : l'organisation des transferts* (1). Pendant l'assemblée de la Société des Nations, à Genève, à la fin de l'été de 1929, le directeur de l'Institut des Hautes Études Internationales nous invita, John Maynard KEYNES (il n'était pas encore Lord KEYNES) et moi, à exposer nos vues en deux conférences successives, puis à les confronter publiquement en une discussion contradictoire.

La thèse de KEYNES fut publiée dans l'*Economic Journal* de mars 1929 et la mienne dans celui de septembre 1929. Mon exposé parut également en français, dans la *Revue d'Economie Politique*, sous le titre « les idées de M. KEYNES sur le problème des transferts » (2).

(1) Doin éditeur (épuisée) — reproduite ci-après pages 95 et suivantes.
(2) N° 4 de 1929 (Librairie du Recueil Sirey) — reproduit ci-après pages 115 et suivantes.

Les dates sont importantes car, à l'époque où elles furent publiées, les vues de M. KEYNES, comme les miennes, constituaient des prévisions, fondées sur des « théories » différentes. Et ce fut, on le verra plus loin, deux ans après seulement que les faits permirent de les départager.

Dans son article, KEYNES exposait, avec sa lucidité habituelle, la thèse du caractère peu flexible des balances de paiements :

> « Mon opinion personnelle est que, à chaque instant, la structure économique d'un pays permet, relativement à la structure économique des pays voisins, un certain niveau naturel des exportations et qu'il est extrêmement difficile de modifier arbitrairement et délibérément ce niveau. »
>
> « Dans le cas des réparations allemandes, dit-il encore, nous essayons de fixer le volume des paiements étrangers et de forcer la balance commerciale à s'adapter à leur montant. Ceux qui ne voient à cela aucune difficulté... appliquent la théorie des liquides à ce qui est une matière sinon solide, au moins pâteuse, avec de fortes résistances internes. »
>
> « Historiquement, ajoute-t-il, le volume des placements étrangers a tendu à s'ajuster — au moins dans une certaine mesure — à la balance commerciale et non la balance commerciale au volume des placements étrangers, les placements étrangers constituant l'élément sensible (mobile) et la balance commerciale, l'élément insensible de la balance des paiements. »

Je défendais le point de vue inverse, affirmant notamment que, sous certaines conditions de nature monétaire, « les résistances naturelles les plus puissantes ne sauraient faire obstacle au rétablissement de l'équilibre d'une balance des paiements, même lorsque cet équilibre a été troublé par des événements d'ordre purement financier ». Je montrais, en outre, « que la notion de niveau naturel des exportations était dépourvue de sens et que l'on ne saurait légitimement l'invoquer ».

Cette différence d'opinion dominait le problème des répa-

rations allemandes, comme elle domine aujourd'hui le problème du déficit de la balance des paiements des États-Unis.

En effet, si Lord KEYNES a raison, il faut tenir les possibilités de paiement à l'étranger pour une donnée résultant de la nature des choses. C'est alors aux Gouvernements qu'il appartient, par des mesures analogues à celles qu'a énoncées le Président KENNEDY dans son discours du 18 septembre, et à celles qu'essaye d'appliquer actuellement le Gouvernement des États-Unis par la politique de « restriction volontaire » de ses paiements extérieurs, d'ajuster le montant des versements à l'étranger à celui des facultés de transfert résultant du solde actif de la balance des paiements, s'il en est un, et notamment du montant des exportations.

Si, au contraire, c'est moi qui ai raison, une balance des paiements ne peut être en déficit durable que si les influences monétaires qui tendent à la mettre en équilibre ont été annihilées ou empêchées d'exercer leurs effets.

Le problème serait alors de rechercher si le déficit présent de la balance des paiements des États-Unis n'est pas dû à une perversion des mécanismes monétaires, plutôt qu'à la rigidité de ses divers éléments. Si oui, le remède se trouverait dans la reconstruction d'un mécanisme efficace des paiements internationaux et non dans la manipulation, par action gouvernementale ou administrative, des engagements extérieurs de la grande République américaine.

IV. — Les faits d'équilibre.

Pour trancher la question, il suffit d'interroger les faits, en recherchant s'il est vrai qu'en général les balances de paiements sont à peu près équilibrées et en précisant les circonstances dans lesquelles elles cessent de l'être.

Afin de savoir si, en fait, les engagements internationaux tendent vers l'équilibre, on devra en observer les divers éléments lorsque l'un d'eux est l'objet d'une variation brusque et importante. Si la théorie de l'équilibre spontané est vraie, l'expérience révélera une variation concomitante et compensatrice d'un ou de plusieurs des autres éléments

de la balance des paiements et notamment de la balance commerciale.

C'est cette recherche qui sera présentée, hors de toute considération théorique, dans les paragraphes qui suivent :

1° Si les balances de paiements pouvaient être affectées d'un déficit durable, tout système d'étalon-or serait précaire, ses réserves métalliques étant exposées à épuisement total par sorties d'or.

Or on observe, dans les longues périodes d'étalon-or qui marquent la seconde moitié du XIX^e siècle et le début du XX^e, que les mouvements d'or ne sont jamais continus et que leur montant est toujours faible relativement au volume des échanges internationaux dont ils assurent le règlement.

C'est ainsi qu'en France, pendant l'année 1912, le solde des mouvements d'or a été de 220 millions de francs, soit environ 2 % du montant des importations, qui était pour la même année de 8.200 millions de francs.

Pour mesurer la portée de cette constatation et de toutes celles qui suivent, il faut ne pas oublier qu'elles s'appliquent à une période où chaque individu, en France et dans la plupart des pays étrangers, pouvait commercer et voyager à son gré, que les décisions dont le résultat déterminait la balance des paiements étaient arrêtées indépendamment les unes des autres, que tout Français qui buvait un verre de porto introduisait une dette dans la balance des paiements de la France et que tout étranger qui buvait un verre de bordeaux y introduisait une créance. L'existence d'un quasi-équilibre durable entre ces éléments innombrables de passif et d'actif ne pouvait, de toute évidence, être le fait du hasard.

2° En toute époque, il a existé des pays riches et des pays pauvres.

Les premiers étaient ceux qui, ayant investi des capitaux à l'étranger, en tiraient annuellement, sous forme d'intérêts et d'amortissement, des ressources importantes, auxquels s'ajoutaient, presque toujours, des recettes en monnaie étrangère de fret, d'assurances et de services bancaires. Tous ces éléments d'actif, négligés par les statistiques commerciales, constituaient des recettes « invisibles ».

Pour que, compte tenu de ces recettes invisibles, la balance des paiements des pays riches fût équilibrée, il fallait, de toute évidence, que son seul élément ostensible, la balance commerciale, fût en déficit.

Les pays pauvres, pays ayant emprunté à l'étranger et généralement dépourvus de recettes étrangères importantes, telles que frets, commissions d'assurances ou de banque, étaient dans une situation inverse. Leur balance des paiements ne pouvait être équilibrée que si leur balance commerciale était en excédent.

Cette conséquence nécessaire de la théorie qui affirme l'existence d'influences tendant à assurer l'équilibre global des engagements internationaux, heurte profondément le sens commun. Celui-ci, en effet, voit dans une balance commerciale positive un signe de richesse et dans la situation inverse une preuve de pauvreté. Pareille interprétation est tellement consacrée qu'elle conduit à qualifier « d'amélioration » de la balance commerciale toute diminution de son passif ou toute augmentation de son actif. Elle est admise d'une façon si absolue qu'il n'est, à ma connaissance, aucun gouvernement qui ne s'assigne pour tâche « d'améliorer » la balance commerciale de son pays, au sens sus-indiqué.

Or si l'on observe les statistiques du commerce international pendant l'année 1930, par exemple, on constate que les balances commerciales de la France, de la Grande-Bretagne, de la Hollande, de la Belgique et de la Suisse étaient en fort déficit et qu'en revanche celles de l'Allemagne, de la Pologne, de la Roumanie, de la Hongrie et de la Bulgarie, étaient en très fort excédent.

Pareille situation, si paradoxale au regard de la sagesse des nations, constitue une expérience véritablement cruciale, puisqu'elle ne peut s'expliquer que par l'existence d'un mécanisme tendant à assurer l'équilibre des balances des paiements et qu'elle en montre la puissance et l'efficacité, même dans les conditions les plus défavorables.

3° Les observations qui précèdent s'appliquent à une situation statique. Si l'on veut prouver l'existence d'un mécanisme tendant non seulement à assurer l'équilibre des balances de paiements, mais à le rétablir lorsqu'il a été

compromis, on devra observer les faits dans des périodes où certains éléments des engagements internationaux sont l'objet de variations soudaines et de grande ampleur.

On trouve pareilles variations surtout dans les engagements qui résultent de décisions politiques ou de phénomènes de psychologie collective.

C'est ainsi que par le traité de Francfort, de 1871, la France s'était engagée à payer à l'Allemagne une indemnité de guerre de 5 milliards de francs de l'époque, indemnité qui fut transférée au cours des années 1872, 73, 74 et 75.

Or les statistiques commerciales montrent que de 1870 à 1914 la balance commerciale de la France, pays riche, est — pour les raisons sus-indiquées — toujours en déficit, sauf pendant les années 1872, 73, 74 et 75 — et pendant celles-là seulement (1).

Ce fait prodigieux ne peut être fortuit. Il constitue, à lui seul, une preuve décisive de l'existence d'un mécanisme d'ajustement efficace.

4° La guerre de 1914-18 fournit, par ses répercussions financières, un exemple particulièrement net de variation brusque d'un poste important de la balance des paiements de la France.

Pendant la guerre, en effet, le Gouvernement français a réquisitionné, pour le paiement des importations indispensables à l'effort de guerre, la plus grande part du portefeuille de valeurs étrangères de ses nationaux.

S'il existe un mécanisme tendant à assurer l'équilibre de la balance des paiements et si ce mécanisme est efficace, le déficit de la balance commerciale après la guerre doit être réduit sensiblement du montant des recettes que la vente du portefeuille de valeurs étrangères a fait disparaître, annuellement, dans la balance des paiements de la France.

Mais pendant la guerre le quart du territoire national a été ravagé. En 1921, il est encore en grande partie improductif, cependant que, pour la reconstruction, les be-

(1) Avec une exception, cependant, pour l'année 1904, où elle est équilibrée, et 1905 où elle est excédentaire de 250 millions de francs.

soins d'importations restent immenses et pressants. Dans de pareilles conditions, le sens commun tenait pour très improbable que le déficit de la balance commerciale pût être inférieur à celui d'avant guerre.

Or, en 1921, le déficit de la balance commerciale française calculé en francs de 1914, c'est-à-dire en francs-or, est de 575 millions, alors qu'il était en 1912 de 1.518 millions et en 1913 de 1.540 millions. Autrement dit, il était réduit des 2/3 de son montant d'avant guerre.

Aucun esprit sensible aux faits ne peut constater pareille diminution sans y voir la preuve irréfutable de l'existence d'un mécanisme tendant à assurer l'équilibre des engagements internationaux et la mesure de son efficacité.

5° Les crises d'exportation de capitaux et le transfert des réparations allemandes provoquent, au cours de la période ultérieure, des variations soudaines, d'une grande ampleur, dans les engagements internationaux.

Les versements de « réparations » — qui étaient, après la première guerre mondiale, non des réparations en nature, mais des prestations essentiellement financières, apportent un enseignement particulièrement significatif pour la période présente, et notamment en ce qui concerne les États-Unis. Ils sont, en effet, des transferts sans cause économique, donc analogues, *mutatis mutandis*, aux dépenses militaires à l'étranger ou aux dépenses d'aide financière.

En 1924-25, la France connaît sa première grande crise d'exportation de capitaux. Celle-ci introduit un élément de passif important dans la balance des paiements. Immédiatement, la balance commerciale qui, conformément aux exigences de l'équilibre, telles qu'exposées dans le paragraphe 2° ci-dessus, était, pendant l'année 1923, en déficit de 2.256 millions de francs, présente, en 1924, un excédent de 1.540 millions de francs.

Mais en 1928, M. POINCARÉ, qui était alors Président du Conseil, Ministre des Finances, rétablit l'ordre financier. Les capitaux français cessent de s'expatrier et, à l'inverse, d'importants capitaux étrangers viennent s'investir en France. En même temps les versements de réparations

allemandes majorent de leur montant l'actif de la balance des paiements.

Conséquence de ces majorations d'actif : la balance commerciale, qui était excédentaire pendant la crise d'exportation de capitaux, redevient déficitaire : de 2 milliards de francs en 1928, de 8 en 1929, de 9 en 1930, de 11 milliards 800 millions en 1931.

Cependant la Conférence de Lausanne, dans l'été de 1931, supprime les réparations allemandes. Aussitôt, le déficit de la balance commerciale de la France diminue, passant de 11 milliards 800 millions en 1931 à 10 milliards 100 millions en 1932.

6° Pendant la même période, les variations de la balance commerciale allemande sont plus instructives encore.

A la suite de la stabilisation du mark, d'importants crédits étrangers s'investissent en Allemagne. Leur montant dépasse sensiblement, au moins au début, celui des paiements de réparations. Comme la théorie conduisait à la prévoir, la balance commerciale allemande est en déficit : 2.532 millions de marks en 1924 ; 3 milliards en 1925 ; 3.427 millions en 1927 (une seule exception, en 1926, où un léger excédent de 413 millions est constaté).

Dans l'année qui suit, les paiements de réparations augmentent, cependant que les investissements étrangers diminuent. Le déficit est réduit à 726 millions de marks en 1928.

En 1929, année de crise mondiale et de taux d'intérêt exceptionnellement élevés aux États-Unis, l'afflux des capitaux étrangers en Allemagne prend fin. Avec lui disparaît le déficit de la balance commerciale allemande : elle est en excédent de 36 millions de marks.

L'année suivante commence en Allemagne la campagne pour la suppression des réparations. Une nouvelle crise du mark est tenue pour imminente.

La conjonction de ces deux facteurs engendre un violent mouvement d'exportation de capitaux. Comme toujours, l'apparition de ce nouveau passif dans la balance des paiements augmente l'excédent de la balance commerciale. Il est de 1.642 millions de marks en 1930, et atteint le chiffre prodigieux et jusque-là inconcevable de 2.782 millions de marks en 1931.

Cette dernière variation de la balance commerciale allemande présente une grande importance pour la théorie économique, car elle tranche *a posteriori* la polémique que j'avais eue avec Lord KEYNES en 1929.

Comme il a été dit plus haut, il affirmait que « la structure économique d'un pays permet, relativement à la structure économique des pays voisins, un certain niveau naturel des exportations et qu'il est extrêmement difficile de modifier arbitrairement et délibérément ce niveau ».

Au contraire, dans ma réponse, je précisais que « les résistances naturelles les plus puissantes ne sauraient faire obstacle au rétablissement de l'équilibre lorsque cet équilibre a été troublé par des événements d'ordre purement financier ». J'ajoutais que « la notion de niveau naturel des exportations était dépourvue de sens et que l'on ne saurait légitimement l'invoquer ».

Dans les sciences expérimentales, on tient pour vraie une affirmation qui permet de prévoir efficacement les événements, et pour fausse une affirmation qui est démentie par eux.

Ce critère, dans le cas qui nous occupe, montre de façon décisive que, contrairement à l'opinion du grand économiste anglais, la balance commerciale de l'Allemagne présentait, à l'époque, une extrême flexibilité, qu'il n'existait rien qui ressemblât, dans sa structure, à un « niveau naturel » des exportations, et que toute variation des paiements étrangers à cause purement financière entraînait, presque immédiatement, une variation de la balance commerciale d'égal montant.

Il est manifeste qu'en ce cas, c'était la balance commerciale qui s'était ajustée aux transferts effectivement accomplis et qu'il eût été absurde de prétendre ajuster ceux-ci à de prétendues facultés de transfert, dont l'état mouvant de la balance des paiements ne permettait d'apercevoir ni la définition, ni la mesure.

7° L'observation de la balance commerciale des États-Unis conduit à des conclusions analogues. Depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, ils ont payé de lourdes

dépenses à l'étranger. Celles-ci n'étaient qu'en partie des dépenses à fins économiques. Elles représentaient, dans une large mesure, des charges d'aide ou d'assistance internationales, assumées par le Gouvernement américain avec une générosité sans précédent dans l'histoire, ainsi que des dépenses militaires, conséquences de la présence en de nombreux points du monde d'effectifs importants des forces armées américaines.

A ces dépenses non économiques se sont ajoutées celles qu'entraînaient de très importants investissements réalisés par des firmes américaines en tous les points du globe, notamment en Angleterre et dans les pays de la Communauté Économique Européenne.

En gros les interventions du Gouvernement américain à l'étranger ont entraîné pendant les années 1962, 63 et 64 un solde négatif de 3.547, 3.785 et 3.657 millions de dollars, cependant que l'excédent des dépenses privées sur les recettes atteignait pour les mêmes périodes 3.434, 4.307 et 6.360, soit au total, pour ces 2 éléments seulement : 6.981, 8.092, 10.017 millions de dollars.

Bien que ces chiffres globaux négligent des compléments appréciables, que l'on trouvera dans les statistiques détaillées de la balance des paiements des États-Unis, ils suffisent à montrer l'existence dans la dite balance d'un passif très élevé, dû à des transactions internationales « invisibles », c'est-à-dire n'apparaissant pas dans les statistiques douanières.

Or, pendant la même période, la balance commerciale des États-Unis présente un solde créditeur (excédent des exportations sur les importations) très anormalement élevé : 13.950 millions de dollars en 1962, 15.024 en 1963 et 17.885 en 1964.

Bien plus, les variations de ce solde : 1.074 millions de dollars de 1962 à 63, 2.861 de 63 à 64, sont de même sens et sensiblement du même ordre de grandeur que celles des éléments invisibles ; 1.111 millions de dollars de 1962 à 63, 1.925 de 63 à 64.

La situation créditrice de la balance commerciale des États-Unis, si exceptionnellement élevée, ne peut être considérée comme fortuite, pas plus que le sens de ses

variations. Ils s'expliquent au contraire aisément si l'on admet l'existence d'une influence monétaire tendant à assurer l'équilibre global de la balance des paiements.

Ainsi la situation des États-Unis apporte une nouvelle confirmation à la théorie qui voit dans la balance commerciale, non l'effet d'influences structurelles, mais la conséquence de puissantes influences monétaires, affectant les comportements économiques publics et privés, et tendant, par leur intermédiaire, à assurer, compte tenu de toutes les décisions d'origine extra-économique, fussent-elles de pure générosité internationale, l'équilibre global de la balance des paiements.

Les remarques qui précèdent permettent de prévoir l'effet des mesures de « restriction volontaire » (*self restraint*) par lesquelles le Gouvernement des États-Unis prétend actuellement résoudre le problème que pose le déficit de sa balance de paiements.

Dans une conférence faite à New York le 15 avril 1965, au « National Industrial Conference Board », j'ai, suivant le résumé officiel, osé la prophétie ci-après :

> « Certaines personnes pensent que le déficit de la balance des paiements pourrait être corrigé par une réduction des dépenses extérieures, telles les dépenses militaires à l'étranger ou les dépenses d'aide, ou encore par le contrôle des paiements à l'étranger tel que l'établit le système trop connu du Contrôle des Changes. Mais c'est là un espoir fallacieux. Tous les précédents montrent que pareilles réductions diminueront le surplus commercial exceptionnellement élevé des États-Unis, mais n'affecteront pas sa balance des paiements. » (1)

Ces prévisions ont été formulées avant même que le système nouveau soit entré en vigueur. L'événement montrera si les prémisses sur lesquelles elles reposaient étaient vraies.

(1) Certes elles provoquent un effet temporaire, coïncidant avec les rapatriements de capitaux qui en sont la conséquence. Mais c'est le résultat durable que j'ai ici en vue.

V. — Les faits de déséquilibre.

1° *La « rareté » du dollar.*

Si l'on tenait pour générales les conclusions qui précèdent, tout déficit durable d'une balance des paiements serait impossible.

Or les dernières décennies ont permis d'observer, dans plusieurs pays, un excédent prolongé et presque permanent des sorties sur les entrées de devises, provoquant, en certains cas, l'épuisement total des réserves de change.

L'exemple le plus marquant est celui des pays de l'Europe Occidentale qui ont connu, depuis la fin de la deuxième guerre mondiale et jusqu'en 1958, la « rareté » du dollar.

Cette rareté était si nette et si permanente qu'elle est apparue à la plupart des économistes comme une caractéristique « structurelle » des pays en présence. Elle résultait, pour eux, de la puissance de l'économie des États-Unis, relativement à la faiblesse de l'économie des autres pays de l'Occident. Ceux-ci, pour des raisons purement matérielles, étrangères à toute influence monétaire, se seraient trouvés obligés, en raison de leur dénuement et de la surabondance américaine, d'acheter aux États-Unis.

Selon ces mêmes économistes, pour parer au déséquilibre inéluctable, il fallait attendre du créancier unique qu'il redistribuât, par une politique généreuse de don ou d'aide — telle celle dont le plan Marshall fut l'expression — l'excédent de ses ressources.

L'interprétation « structurelle » consacrait la théorie keynesienne suivant laquelle « à chaque instant, la structure économique d'un pays permettait, relativement à la structure économique des pays voisins, un certain niveau naturel des exportations, niveau qu'il était extrêmement difficile de modifier ».

Nul doute que sa vogue ait été grandement accrue par l'enthousiasme qui régnait, alors, à l'égard des conséquences politiques qu'elle entraînait, notamment en stimulant, au delà de toute limite prévisible, la générosité américaine. Nul doute aussi qu'en donnant une base doctrinale à la politique du don, elle justifiait le relâchement des disci-

plines financières, qui marqua si fâcheusement l'après-guerre dans un certain nombre de pays débiteurs, cependant qu'elle absolvait, en la parant d'une justification théorique, la mendicité internationale, qui en était l'inéluctable résultat.

Par toutes ces conséquences, la théorie du déficit structurel donnait aux théoriciens le confort, tant désiré, d'une doctrine d'apparence scientifique, qui permettait de suivre le courant plutôt que de le remonter, et de cueillir au passage, sur les rives, toutes les joies du consentement (1).

Cependant, à la fin de 1958, la « rareté structurelle » du dollar fondit comme neige au soleil. En quelques mois, elle fut remplacée, dans la plupart des pays de l'Europe continentale ainsi qu'au Japon, par une « surabondance » de dollars, qui a duré depuis cette époque et dure encore.

Et pourtant, les « structures » respectives des États-Unis et de l'Europe n'avaient pas brusquement changé à la fin de 1958. Si ces structures se modifient constamment, leur évolution est lente et progressive. Elle ne peut donc expliquer comment, en excédent, le déficit s'est soudainement changé. Mais il est un trait de la plupart des économies occidentales qui a brusquement changé à la fin de l'année 1958 : c'est leur régime monétaire, par retour généralisé à la convertibilité et suppression quasi générale des inflations internes.

Or l'inflation crée, à l'intérieur du pays qu'elle affecte, un excédent de pouvoir d'achat global, en tous points analogue à celui qui eût existé si la balance des paiements avait été en excédent.

Si le « surplus » inflationniste excède le montant du déficit de la balance des paiements, non seulement il fait disparaître l'influence monétaire qui tendait à rétablir l'équilibre des transactions internationales, mais crée, par augmentation des débouchés intérieurs, une incitation à l'augmentation du déficit extérieur. Par cette conséquence il inverse le mécanisme stabilisateur et engendre, inévitablement, la « rareté » des monnaies

(1) De toute évidence, ce sont des joies intellectuelles que je vise ici et non des avantages matériels, qui sont rarement le lot des économistes.

étrangères. Il explique donc pleinement celle du dollar, en Europe, pendant la période considérée

L'explication monétaire est confirmée *a contrario* par la disparition soudaine de la rareté du dollar partout où la suppression de l'inflation a rétabli, dans le pays débiteur, la contraction de pouvoir d'achat global résultant de l'excédent de paiements étrangers.

Ainsi la coexistence de la « rareté structurelle » du dollar et des inflations internes dans les pays que celles-ci affectaient, leur disparition simultanée, sans changement appréciable des structures, partout où l'inflation prenait fin, réduisent à néant la valeur de l'explication structurelle. Bien au contraire, elles constituent des présomptions, encore qualitatives, mais très fortes, en faveur de l'explication monétaire.

2° *L'effet du « Gold-exchange-standard ».*

Cependant si le mécanisme des transferts, dès qu'il n'a plus été inversé par des inflations internes dans les pays où sévissait la rareté du dollar, a mis en excédent, conformément à tous les précédents, la balance commerciale des États-Unis, le surplus qu'il a provoqué n'a pas suffi à rétablir l'équilibre de leur balance des paiements.

Celle-ci, malgré un excédent commercial de 4.442 millions de dollars en 1962, 4.553 en 63 et 6.681 en 64, est restée déficitaire : de 3.605 millions de dollars en 1962, 3.261 en 1963 et 3.053 en 1964.

Ce qui est curieux et semble faire exception à la règle, ce n'est pas le surplus commercial très exceptionnel, c'est qu'il n'ait pas augmenté jusqu'au niveau qui eût assuré l'équilibre de la balance des paiements.

Cependant tout s'éclaire si l'on considère les modalités de règlement du déficit extérieur des États-Unis — tel que le décrivent leurs statistiques officielles.

Une partie du déficit a été effacée par remboursement anticipé de prêts antérieurs des États-Unis. Une autre partie a été payée par vente à des étrangers d'actifs américains ou par cessions d'or. Le montant de ces règlements, qui exercent leurs répercussions normales sur le volume

de la demande globale, a représenté : 2.535 millions de dollars en 1962, 1.797 en 63 et 838 en 64.

Mais tout le surplus du déficit, soit 670 milliards de dollars en 1962, 1.564 en 63, 2.215 en 64, a été réglé, conformément aux pratiques du « Gold-exchange-standard (1) », par augmentation des balances-dollars à l'étranger, c'est-à-dire par transfert aux pays créanciers de dollars que ceux-ci conservaient dans l'actif de leur Banque d'émission.

Or des dollars sont sans utilisation à Paris, à Bonn ou à Tokyo (2). Aussi les banques d'émission qui les détenaient, les replaçaient-elles immédiatement à New York.

Ainsi le pays débiteur récupérait le montant de son règlement le jour même où il l'avait accompli. A due concurrence, il ne subissait aucune contraction de pouvoir d'achat. Du point de vue de la demande globale, tout se passait comme si, pour le même montant, le déficit n'avait pas existé.

Aussi ne peut-on s'étonner que le surplus prévisible de la balance commerciale des États-Unis n'ait pas suffi à résorber le déficit de leur balance des paiements. Bien avant que ce déficit ait été résorbé, le mécanisme qui tendait à le faire disparaître avait été stoppé par l'arrêt des transferts de pouvoir d'achat que, sans le Gold-exchange-standard, il eût entraîné.

On voit l'erreur que l'on commettrait en disant que l'augmentation des balances-dollars à l'étranger est l'effet du déficit de la balance des paiements des États-Unis. Dans le problème de l'œuf et de la poule, c'est l'augmentation des balances qui est la cause et le résidu de déficit qui est l'effet.

Tous les précédents permettent d'affirmer que si l'intégralité du déficit avait donné lieu à un règlement effectif, autrement dit si partie des règlements accomplis n'avait

(1) Le « Gold-exchange-standard » ou étalon de change-or, se distingue de l'étalon or par le fait qu'il autorise les Banques d'émission à créer de la monnaie, non seulement, comme le premier, contre or et créances libellées en monnaie nationale, mais aussi contre créances libellées en devises payables en or, c'est-à-dire, en fait, contre dollars.

(2) Sous réserve cependant des débouchés étendus qu'offrent, depuis une date récente, les marchés d'Euro-dollars.

été annulée par le retour aux États-Unis, sous forme de prêts, des dollars versés aux créanciers, le surplus commercial aurait augmenté dans la mesure nécessaire et suffisante à la résorption totale du déficit.

Ainsi le « fait de déséquilibre » que constitue le maintien du déficit au niveau de l'augmentation des balances-dollars à l'étranger, apporte une confirmation quantitative précise de l'existence, de l'efficacité, de la sensibilité et de la puissance du mécanisme tendant à assurer, par transfert de pouvoir d'achat, l'équilibre des balances de paiements.

VI. — Ébauche d'une théorie des balances de paiements.

Les faits d'équilibre et de déséquilibre rapportés dans les deux sections précédentes permettent de constater l'existence et l'efficacité, pendant une période prolongée, d'une tendance permanente à l'équilibre des balances des paiements. Ils sont si précis et si improbables qu'ils ne peuvent s'expliquer autrement.

Cependant les comportements et les discours des autorités gouvernementales et administratives marquent qu'elles n'admettent en aucune façon la thèse qui affirme l'existence d'un mécanisme stabilisateur efficace. A dire vrai, elles ne la nient pas, elles l'ignorent, même celles d'entre elles qui se réclament des thèses classiques, telles que l'École les leur a enseignées.

Mais cette position n'est pas seulement celle des praticiens. En 1949, présentant au Congrès des économistes de langue française le rapport sur « l'état actuel des paiements internationaux » (1), je pus constater que la quasi-totalité des collègues — et, parmi eux, nombre de ceux pour lesquels j'ai estime et respect — était farouchement convaincue de la thèse du déficit structurel et n'expliquait que par un attachement coupable à une orthodoxie périmée la croyance en une régulation monétaire efficace du solde des transactions internationales.

Il serait injuste de ne pas reconnaître que leur position s'expliquait par des arguments de sens commun, que la

(1) Reproduit ci-après page 49.

théorie prévalente — celle de RICARDO, modifiée et perfectionnée par les théoriciens qui l'ont suivi — ne permettait pas d'écarter.

Mes contradicteurs étaient tous d'accord pour refuser aux variations de la demande et de l'offre globales une influence directrice efficace. Ils voyaient les décisions administratives et les négociations commerciales influençant, au jour le jour, les échanges commerciaux ; ils retenaient le comportement quasi discrétionnaire des Banques d'émission et la contingence des politiques d'open-market. Devant pareille somme d'interventions arbitraires, ils se refusaient à admettre l'existence d'une demande globale affectée efficacement par le solde de la balance des paiements.

Ceux qui précisaient leur critique, tenaient le solde des échanges internationaux pour si faible relativement à la demande globale interne — notamment dans le cas des États-Unis — qu'ils se refusaient à y voir autre chose qu'une influence purement marginale, inapte, en tout cas, à provoquer des mouvements importants de prix, propres à influencer les échanges commerciaux.

Mais, que nous le voulions ou non, les faits existent. En particulier, le caractère toujours déficitaire des balances commerciales des pays dépourvus d'obligations en monnaies étrangères, toujours excédentaire de celles des pays qui accomplissent d'importants versements financiers à l'étranger, est si général qu'il doit être expliqué.

Je reconnais bien volontiers que l'explication rudimentaire de RICARDO et de ses successeurs néglige les problèmes que pose l'efficacité certaine, relativement aux balances des paiements, de la politique de crédit et les conséquences, toujours observées, des états d'inflation.

Ces constatations, en justifiant les réserves de certains collègues, m'ont conduit à reconsidérer la théorie des balances des paiements.

Je l'ai fait, une première fois, en 1953, dans une étude intitulée : « La régulation monétaire et le problème institutionnel de la monnaie. » Mais plusieurs lecteurs m'ont fait savoir qu'ils avaient éprouvé de réelles difficultés à me suivre dans le détail d'une analyse très complexe.

Pour tenter de parer à leurs difficultés, j'ai rédigé une

présentation plus simple, en un article consacré à la « théorie du taux d'escompte et de la balance des paiements ».

Ces deux études sont reproduites plus loin (1). Cependant, parce que je crois qu'elles répondent, au moins partiellement, aux critiques qui empêchent l'opinion éclairée d'admettre l'existence d'un mécanisme propre à expliquer les faits indiscutables que l'observation nous a révélés, et aussi pour ne pas rompre la continuité de l'analyse, je vais tenter d'en dire ici le principe. Il va de soi que le lecteur soucieux de rigueur devra se reporter au moins au second de ces deux articles.

Le fondement de tout phénomène de *régulation* ne peut se trouver que dans les mécanismes de « feed back », familiers à la cybernétique. L'effet du déficit extérieur, réagissant sur ses propres causes, tend à les corriger. C'est le mécanisme de pareille réaction que la théorie doit expliciter.

Tout déficit d'une balance des paiements entraîne dans le pays débiteur, par les règlements qu'il suscite, non pas une conséquence, comme le croit la théorie classique, mais deux :

— Offre sans demande, qui est de la nature d'un « effet-revenu ».

— Résorption d'encaisses à concurrence du règlement accompli, donc insuffisance d'encaisse-effective relativement au montant global des encaisses-désirées. C'est « l'effet-monnaie », symétrique du précédent.

Les deux effets, l'effet-revenu et l'effet-monnaie, ne s'opposent pas, comme le disent certains critiques soucieux de modernisme économique, mais au contraire sont indissolublement associés, dans une complémentarité fondamentale, comme l'avers et le revers d'une même médaille.

La première conséquence — l'effet-revenu — tend, toutes conditions égales quant au volume global de l'offre, à provoquer une baisse de prix ; la seconde — l'effet-monnaie — tend à susciter une hausse des taux sur le marché monétaire.

(1) Ci-après pages 149 et 191.

J'ai démontré, dans les études précitées, que les deux mouvements étaient liés et que si l'un se produisait sans l'autre, il tendait à le susciter. Pour faire sentir concrètement la réalité de cette liaison, il suffit de recourir à l'artifice d'exposition que KEYNES a plusieurs fois utilisé, en imaginant que le débiteur de l'étranger, pour régler sa dette, offre un assortiment d'articles composé à l'image de l'offre globale sur le marché. Cet assortiment comprendra des richesses proprement dites, dont l'offre tendra à déprimer les prix, et des créances, dont l'offre augmentera les taux.

L'effet-revenu, par diminution de la demande globale à l'intérieur du pays déficitaire, privera de débouchés internes une fraction de la production nationale de valeur égale au montant du déficit. Par là, il la rendra disponible pour vente à l'étranger.

Si, aux prix du marché, elle trouve preneur, le déficit sera corrigé.

Si elle ne trouve pas preneur, les prix intérieurs, du fait de la réduction de la demande globale interne, tendront à baisser.

Leur baisse tendra, toutes conditions égales, à stimuler les exportations et à décourager les importations, donc à améliorer la balance commerciale. Pareille amélioration assurera le règlement du déficit sans prélèvement sur les réserves métalliques.

Mais le taux du marché monétaire, dans sa hausse, finira par rejoindre, suivant les modalités d'intervention de la Banque d'émission sur le marché considéré, soit le taux d'escompte, soit le taux auquel l'Institut d'émission, dans sa politique d'open-market, achète des obligations sur le marché. A partir de ce moment, les effets offerts et non demandés seront achetés par l'Institut d'émission ou par le système bancaire, qui créeront, en échange, de la monnaie.

Alors, le niveau général des prix cessera de baisser, donc la balance commerciale de s'améliorer : les ressources nécessaires au règlement, au lieu d'être fournies par le marché, seront demandées aux réserves de l'Institut d'émission.

J'insiste sur le fait que cette analyse est très schéma-

tique et grossièrement simplifiée. Elle suffit cependant à montrer qu'il n'est pas vrai que, comme le croit la théorie classique, un déficit de balance des paiements entraîne nécessairement amélioration de la balance commerciale.

En réalité, les devises nécessaires au règlement du déficit peuvent provenir de deux sources distinctes : offre de devises ou d'or, résultant d'une amélioration de la balance commerciale ; prélèvement de devises ou d'or dans les actifs de l'Institut d'émission.

L'accès de chacun de ces gisements est marqué par un « seuil », qui résulte, pour le premier, de l'élasticité du commerce international en fonction des disparités entre prix intérieurs et prix étrangers en monnaie nationale, pour le second de la place des taux d'escompte ou des taux d'intervention d'open-market relativement aux taux du marché monétaire.

Si le taux d'escompte ou le taux d'intervention d'open-market sont sensiblement supérieurs au taux du marché monétaire, le déficit de la balance des paiements entraînera amélioration de la balance commerciale. Cette amélioration se poursuivant tant que le taux croissant du marché monétaire restera inférieur au taux d'escompte ou au taux d'intervention d'open-market, la balance commerciale ne pourra pas ne pas s'établir au niveau qui assurera l'équilibre de la balance des paiements sans prélèvement d'or, quels que soient les éléments non économiques concourant à la formation de cette balance (y compris aides financières et dépenses militaires à l'étranger) et quelles que soient aussi, à chaque instant, leurs variations.

C'est la résultante de l'ensemble de ces éléments qui constitue l'impulsion motrice et provoque l'ajustement commercial qui rétablira l'équilibre.

Par contre, dès que le taux croissant du marché monétaire viendra buter contre le taux d'escompte ou taux d'intervention d'open-market, l'ajustement commercial prendra fin. Les prix cesseront de baisser relativement aux prix étrangers et le solde qui restera non compensé dans la balance des paiements sera réglé par prélèvement sur les réserves d'or et de devises de l'Institut d'émission (ou du système bancaire).

Ainsi l'état d'une balance des paiements et le mode de règlement des engagements qu'elle implique ne dépendent que de la place du taux d'escompte ou du taux d'intervention d'open-market relativement aux taux correspondants du marché monétaire.

En maintenant ceux-là constamment au-dessus de ceux-ci, un pays peut toujours assurer l'équilibre de sa balance des paiements, quelle qu'elle soit, c'est-à-dire en assurer le règlement par amélioration de sa balance commerciale, sans prélèvement durable sur ses réserves d'or et de devises.

Cependant, il peut arriver et il arrive constamment, en période de déficit budgétaire élevé, que le taux d'intérêt qui équilibrerait, par offre d'épargne, le volume des bons du Trésor offerts sur le marché, soit si élevé qu'on ne puisse pratiquement envisager un taux d'escompte supérieur au taux d'équilibre du marché. On se trouve alors, du fait du déficit budgétaire, inéluctablement en état d'inflation.

En conclusion, c'est la place du taux d'escompte (ou du taux d'intervention d'open-market) relativement aux taux d'équilibre du marché monétaire qui détermine le solde de la balance des paiements, et, en particulier, décide s'il sera couvert par ajustement des échanges commerciaux ou par prélèvement sur les réserves d'or ou de devises.

Pour porter jugement sur cette ébauche de théorie, il convient d'abord de ne pas omettre qu'elle a été ici volontairement simplifiée, notamment par omission d'une troisième possibilité de règlement : par prélèvement sur la production des mines d'or, lorsqu'il en existe d'accessibles dans le domaine monétaire considéré.

Mais là n'est pas la difficulté. Si l'opinion des économistes et de nombre des autorités monétaires est réticente à l'égard de la théorie sus-exposée, c'est qu'il leur paraît difficile d'admettre que des phénomènes résultant de décisions individuelles contingentes et mal déterminées puissent entraîner des phénomènes présentant la rigueur des faits d'équilibre décrits plus haut.

Qu'ils me permettent de leur faire remarquer que la nature est pleine, notamment dans le domaine social ou

dans la biologie, de phénomènes élémentaires très approximatifs, qui donnent lieu, par le jeu de la loi des grands nombres, à des phénomènes macroscopiques rigoureux et bien déterminés. L'existence de l'industrie des assurances en constitue la preuve la plus décisive.

Quant à la « finesse » de la théorie, elle est imposée par la rigueur et la finesse des faits à expliquer.

Mais la critique la plus fréquente vient de la comparaison du volume du pouvoir d'achat interne et du solde des échanges internationaux. Pour que celui-ci affecte utilement celui-là, il faudrait, dit-on, qu'il fût du même ordre de grandeur, ce qui est proprement inconcevable, notamment dans le cas des États-Unis, où les transactions internationales n'ont qu'une importance marginale.

Cet argument, qui exigerait une discussion minutieuse, n'est pas valable. Le montant global des encaisses effectives est ajusté constamment au montant global des encaisses désirées par le mécanisme, extrêmement sensible, que révèlent les variations de taux sur le marché monétaire. En l'absence d'interventions d'open-market, la pulsation mensuelle des taux assure avec une extrême finesse la fourniture des encaisses désirées. Si des interventions d'open-market, inopportunes, parce que génératrices d'encaisses indésirées, perturbent ce mécanisme, les encaisses excédentaires sont résorbées par baisse des taux du marché monétaire relativement au taux d'escompte (ou au taux d'intervention d'open-market).

Cette égalisation constante et précise des encaisses effectives et des encaisses désirées assure, en vertu de la complémentarité fondamentale signalée plus haut, la constante et rigoureuse égalité de la demande et de l'offre globales sur le marché considéré.

Par contre, s'il y a déficit de la balance des paiements, la résorption d'encaisses par achat de l'or ou des devises requises par les règlements, crée, à concurrence du déficit, une insuffisance de la demande globale relativement à la valeur globale des offres. Le phénomène se poursuit tant que la cause qui l'a provoqué n'a pas disparu. Le caractère cumulatif du processus de contraction du pouvoir d'achat interne explique son absolue efficacité, nonobstant la rigi-

dité des structures et les résistances que suscite toute tendance à la modification des situations existantes.

On comprend ainsi que l'exécution des règlements internationaux adapte, avec une entière efficacité et une sensibilité pareille à celle des marchés monétaires, la balance commerciale aux exigences de l'équilibre de la balance des paiements.

Assurément, de très nombreux éléments de la balance des paiements, et notamment les dépenses d'aide financière et les dépenses militaires à l'étranger, ne sont pas affectés par des considérations de prix ou de taux. Mais, tels qu'ils sont, joints à tous les éléments de passif ou d'actif, ils entraînent un solde global, positif ou négatif. C'est cette résultante qui déclenche les phénomènes de régulation. Ceux-ci ajustent, inévitablement, compte tenu de toutes leurs répercussions, directes ou indirectes, la masse élastique des échanges commerciaux aux exigences de l'équilibre global.

Ainsi les faits d'équilibre exposés au début de cette étude, faits qui, par leur rigueur, surprenaient les économistes, apparaissent comme une conséquence nécessaire de la théorie et, indirectement, la confirment.

Mais la même théorie est confirmée, *a contrario*, par les déséquilibres durables que n'expliquait pas la théorie classique et qui suscitaient, à son égard, légitimement, des doutes et des réserves.

Les états d'inflation trouvent généralement leur origine dans des emprunts qui, compte tenu de l'intérêt qui y est attaché, dépassent le montant des épargnes offertes pour y souscrire.

Le placement de l'emprunt est néanmoins assuré par l'attribution aux effets qui le représentent — généralement des Bons du Trésor — de l'éligibilité à l'escompte ou par des achats, opérés par l'Institut d'émission, au prix qu'il lui plaît de fixer, en application d'une politique d'open-market.

Dans les deux cas, la monétisation des bons offerts et non demandés est génératrice, à la fois, d'encaisses-indésirées et d'un surplus de demande globale qui met en déficit la balance des paiements.

Du fait de l'excédent des offres de bons sur les demandes dont ils sont l'objet, le taux du marché « colle » au taux d'escompte (1). Le déficit de la balance des paiements est réglé par prélèvement sur les réserves d'or ou de devises, qu'il tend à épuiser.

Ainsi était créé, inéluctablement, par l'excès des besoins d'emprunt dans les pays créanciers des États-Unis, le phénomène qualifié de « rareté du dollar ». Contrairement à la croyance quasi unanime des experts, il n'était pas « structurel » — puisqu'il était seulement l'effet de la situation inflationniste résultant de l'éligibilité à l'escompte de bons du Trésor offerts en une quantité supérieure à la demande dont ils étaient l'objet, compte tenu de l'intérêt dont ils étaient assortis.

VII. — Conclusion politique.

L'analyse qui précède conduit, pour la balance des paiements des États-Unis, comme pour celle des autres pays, à une conclusion pratique d'une haute importance. Elle montre, en effet, qu'une fois fixés les éléments non économiques de la balance des paiements, c'est-à-dire ceux qui ne sont pas plus ou moins automatiquement suscités par des différences de prix ou de taux, la balance commerciale, nonobstant de prétendues rigidités structurelles, se fixe, avec une grande précision, au niveau qui assurera l'équilibre de la balance des paiements, sous réserve de la partie réglée en or, laquelle ne dépend que de la place du taux d'escompte (ou de l'intervention d'open-market) relativement au taux d'équilibre du marché monétaire.

On peut être assuré, avec toute la certitude que donnent le nombre et la précision des « faits d'équilibre » antérieurement cités, que toute diminution, par décision gouvernementale ou administrative, des éléments de passif de la balance des paiements des États-Unis — essentiellement dépenses militaires à l'étranger et aides financières —

(1) Seulement à partir du moment où le portefeuille commercial a été réduit au niveau au-dessous duquel il ne peut descendre. Mais nous ne pouvons entrer ici dans l'analyse détaillée du phénomène. Elle figure dans la première des études précitées.

diminuera à due concurrence l'excédent de la balance commerciale sans atténuer de façon durable le déficit.

On peut être assuré également que les mesures envisagées par le Gouvernement des États-Unis pour décourager les opérations génératrices de dettes à l'étranger et encourager celles qui pourraient produire des créances extérieures, n'affecteront pas le solde de la balance des paiements tant que le montant dont les Banques d'émission non américaines majoreront annuellement leurs avoirs en dollars restera ce qu'il est.

Quant aux sorties d'or, leur montant ne dépendra que de la place du taux d'escompte (ou d'intervention d'open-market) relativement aux taux du marché monétaire.

Faute de changement dans ces deux domaines, une amélioration de la balance des paiements des États-Unis ne pourrait résulter que du retour, actuellement très improbable, à des situations inflationnistes dans les pays créanciers.

En particulier, les mesures de « self-restraint », décrétées aux États-Unis en 1965, n'auront, sauf une période de courte durée, aucun effet sur la balance des paiements, mais réduiront à due concurrence, sous la réserve indiquée, dans l'alinéa précédent, le surplus de la balance commerciale.

Tout ceci conduit à la certitude que l'action gouvernementale ou administrative, sauf contrôle autoritaire de l'ensemble des échanges internationaux, ne sauraient rétablir l'équilibre d'une balance des paiements en déficit.

Pareil équilibre, compte tenu de tous les éléments fixés *a priori* dans les transactions internationales, ne peut être attendu que d'une régulation monétaire efficace.

Seules une réforme du système monétaire international et une modification des taux d'intervention du Federal Reserve System peuvent rétablir l'équilibre de la balance des paiements des États-Unis. Tous les précédents permettent d'affirmer que, convenablement appliquées, elles le rétabliraient dans un très court délai.

VIII. — Pour finir, quelques observations générales.

Les vues qui précèdent sont tirées de la théorie des échanges internationaux ébauchée dans le présent article, mais développée dans les deux études plus techniques qui sont présentées dans la deuxième partie de cet ouvrage.

Dans son état actuel, cette théorie est déjà confirmée par de nombreuses vérifications qualitatives et quantitatives, qui permettent de tenir pour assurées les recommandations pratiques que j'en ai tirées.

Cependant, il ne m'échappe pas que ma théorie est complexe et qu'elle exige, sur de nombreux points, une discussion approfondie.

En outre, ses conclusions devraient être soumises à de minutieuses vérifications économétriques, notamment en ce qui concerne l'affirmation fondamentale visant la solidarité des mouvements de prix et de taux.

Pour l'accomplissement de toutes ces tâches, des recherches difficiles, théoriques et pratiques, sont indispensables. Leur aboutissement, en donnant de nouveaux moyens de convaincre, ouvrirait l'espoir d'une politique monétaire comprise et agréée par tous les grands pays de l'Occident. Pareille politique mettrait leurs économies respectives à l'abri des accidents qui les menacent et donnerait la certitude d'une expansion rapide et de longue durée.

On s'étonne qu'en une période qui pratique si largement la recherche scientifique, qui dépense des milliards pour l'exploration du cœur de l'atome, on diffère des études qui, si elles étaient sérieusement entreprises dans des laboratoires bancaires, dont la création s'impose, pourraient éviter au monde les troubles graves que la prolongation du déséquilibre présent ne peut manquer d'entraîner.

Je supplie les économistes d'accepter la nécessité, en matière de règlements internationaux, d'une théorie « fine », propre à expliquer les phénomènes précis et complexes que révèle l'observation des faits.

La mienne, qui est imparfaite, ne progressera que si elle est soumise au processus de discussion et d'élaboration

collectives, qui est la condition du progrès scientifique. C'est cette épreuve que je souhaite pour elle et c'est pour l'y soumettre que j'en ai tenté le rébarbatif exposé.

Sur un plan plus général, on doit observer que la liberté des transactions internationales n'est concevable que si les comportements individuels sont enfermés dans les limites que leur imposent des régulations monétaires tendant à assurer, globalement, les équilibres, en dehors desquels aucune situation ne saurait durer.

Ainsi, la liberté n'est pas un don gratuit. Elle exige des systèmes monétaires efficaces. Si nous ne réussissons pas à extirper du nôtre, à bref délai, les perversions qui compromettent l'équilibre des balances des paiements, nous serons ramenés, inévitablement, à des mesures de contrôle direct des échanges internationaux, mesures qui feraient subir de graves atteintes à la prospérité de l'Occident, au bien-être de ses populations et à tous les principes qui font l'originalité et la grandeur de sa civilisation.

Chapitre II

LE PROBLÈME DE 1949, AVEC GROS PLANS SUR LA RARETÉ DU DOLLAR (1)

I. — *Improbabilité d'une balance des paiements équilibrée.*
II. — *L'enseignement des faits.*
III. — *Ebauche d'une théorie.*
IV. — *L'efficacité et la sensibilité des mécanismes stabilisateurs.*
V. — *La perversion des systèmes monétaires :*
  a) L'inflation.
  b) Le déblocage de la contre-valeur des prestations du plan Marshall.
  c) Les conditions de gestion du Fonds monétaire international.
VI. — *L'alternative : planification efficace des échanges internationaux ou reconstitution des mécanismes monétaires.*
VII. — *En manière de conclusion : quelques réflexions de psychologie politique et une suggestion de politique économique.*

I. — Improbabilité d'une balance des paiements équilibrée.

Le principal caractère d'une balance des paiements équilibrée, c'est son extrême improbabilité.

Pour la mesurer, il suffit d'observer que tout individu qui, où que ce soit dans le monde, boit un verre de bordeaux, introduit un élément d'actif dans la balance des paiements de la France et que tout individu qui, en France, fume une cigarette de tabac de Virginie, y introduit un élément de passif. Ce sont donc les actes innombrables d'hommes répartis dans le monde entier qui, à chaque instant, con-

(1) Texte d'un rapport présenté en 1949 au Congrès des Économistes de langue française, sous le titre : « Une cause du désordre mondial : l'état actuel du système des paiements internationaux. »

Le rapport a été publié dans la *Revue d'Economie politique*, nº 2 de 1949, et, en brochure, par la « Librairie du Recueil Sirey ».

courent à former les engagements internationaux. Or ces hommes agissent indépendamment les uns des autres, sans se préoccuper jamais des répercussions de leurs actes sur l'équilibre global.

Dans de pareilles conditions, l'égalité approximative de l'actif et du passif représente un état très exceptionnel entre tous les états possibles. La probabilité pour qu'il existe, en un instant déterminé, lorsque rien ne tend à l'établir, est très faible, sans doute de l'ordre de celle qu'auraient des singes, lâchés dans un magasin de machines à écrire, de reconstituer, en tapant au hasard sur les claviers, tous les livres de la Bibliothèque nationale (1). Que cet état se trouve établi en permanence, dans les relations entre un grand nombre de domaines monétaires indépendants, est plus improbable encore.

Et cependant le maintien, pendant plusieurs dizaines d'années, de certains systèmes de convertibilité monétaire, l'inexistence, au cours d'une période étendue, de tout défaut de paiement pour manque de devises, tendent à prouver qu'un état de quasi-équilibre a longtemps existé entre les dettes et créances internationales d'un grand nombre de nations.

Pareil état ne pouvait être l'effet du hasard. S'il existait, c'est qu'un mécanisme efficace en assurait l'existence.

II. — L'enseignement des faits (2).

A des économistes, la conclusion précédente ne peut manquer d'apparaître comme marquée de la plus extrême banalité. Tous les professeurs enseignent, en effet, à tous les étudiants du monde la théorie de la balance des paiements.

Et cependant, depuis trente ans, et singulièrement depuis la dernière guerre, tous les gouvernements, toutes les auto-

(1) Comparaison empruntée à M. Emile BOREL, qui l'utilise dans son beau livre sur *Le Hasard* (Alcan).

(2) Les arguments présentés dans cette section ont déjà été utilisés dans la section IV du chapitre précédent. Cependant je les ai laissé subsister pour ne pas rompre l'unité du texte de 1949 et permettre au lecteur d'apprécier objectivement sa valeur prévisionnelle.

rités monétaires, tous les négociateurs de traités de commerce, et, après la dernière guerre, les initiateurs des réparations en nature et du plan Marshall ont considéré qu'il leur appartenait d'établir, de sauvegarder ou de rétablir l'équilibre des engagements internationaux. Très peu de voix se sont élevées pour leur apprendre que leurs préoccupations étaient vaines. Tout s'est passé, pendant cette période, comme si la presque totalité des économistes n'avait prêté au mécanisme de la balance des paiements qu'une efficacité limitée, tenant la tendance dont il faisait état pour impuissante à affecter efficacement les réalités.

Le premier problème que pose l'étude du mécanisme de la balance des paiements n'est pas de savoir si ce mécanisme a ou n'a pas existé dans le passé — tous les économistes sont d'accord pour admettre qu'il existait —, mais de déterminer quel était, en fait, aux diverses époques, dans les conditions où il jouait, son degré d'efficacité.

Pour tenter cette détermination, j'ai considéré divers exemples, qui sont présentés ci-après :

1° D'abord un exemple classique, mais souvent oublié. Si le mécanisme tendant à assurer l'équilibre des balances des paiements est efficace, tout pays ayant d'importants revenus étrangers invisibles (revenus de valeurs mobilières étrangères, recettes extérieures de frets, d'assurances ou de banques) doit avoir une balance commerciale en déficit, et tout pays débiteur à l'égard de l'étranger d'obligations de même nature doit avoir une balance commerciale en excédent.

Or, en 1930, l'Angleterre, la France, la Hollande, la Belgique et la Suisse avaient une balance commerciale du premier type, l'Allemagne, la Pologne, la Roumanie, la Hongrie et la Bulgarie une balance commerciale du second. Ce simple fait prouve, à lui seul, qu'en 1930, malgré le degré déjà très avancé de l'organisation économique, le mécanisme tendant à assurer l'équilibre des balances des paiements était entièrement efficace.

La terminologie usuelle, en qualifiant de « défavorables » les balances déficitaires et de « favorables » les balances excédentaires, marquait que l'opinion ne soupçonnait pas

l'existence des forces qui classaient chaque balance dans l'un ou l'autre des deux groupes. L'intention toujours affirmée par tous les Ministres du Commerce du monde de rendre « favorable » la balance commerciale de leur pays — c'est-à-dire de le faire passer de la situation où étaient, en 1930, l'Angleterre, la France, la Hollande, la Belgique ou la Suisse, à celle dans laquelle se trouvaient, à la même époque, l'Allemagne, la Pologne, la Roumanie, la Hongrie et la Bulgarie — confirme qu'ils partageaient, à l'égard de la théorie du commerce international, l'ignorance de l'opinion publique.

2° De 1870 à 1914, la France, pays riche, titulaire d'un important portefeuille de valeurs étrangères, a toujours eu une balance commerciale en déficit (1), sauf pendant les années 1872 (+ 255), 1873 (+ 246), 1874 (+ 279) et 1875 (+ 345). Or, pendant ces années, le paiement de l'indemnité de guerre que nous avait imposée le traité de Francfort introduisait un élément de passif exceptionnel dans la balance des paiements de la France. L'apparition d'un excédent de balance commerciale ne permet pas, évidemment, d'affirmer qu'il est dû exclusivement au transfert de l'indemnité de guerre. Sa simple existence montre cependant que, au cours de ces années, la balance commerciale a réagi dans le sens que la théorie permettait de prévoir.

3° En 1917, la balance commerciale de la France est en déficit de 21 milliards de francs ; en 1918, de 17,5 milliards de francs. Mais ce dernier déficit est couvert, à concurrence de 17 milliards, par les crédits que nous consentent, annuellement, l'Angleterre et les États-Unis.

En mars 1919, ces ouvertures de crédit prennent fin. Aussitôt le déficit de la balance commerciale commence à diminuer. En 1921, il est réduit à 3 milliards de francs.

On dira que cette réduction était inévitable, puisque la suppression des crédits de nos alliés entraînait arrêt des achats de l'État à l'étranger, donc, toutes conditions égales, réduction du déficit à due concurrence. Mais pareil raisonnement serait immédiatement infirmé par l'observation

(1) Cependant la balance est équilibrée en 1904, excédentaire de 250 millions en 1905.

des faits : de 1918 à 1921, les importations augmentent de 3 milliards de francs, cependant que les exportations augmentent de 20. Les conditions sont donc profondément modifiées. Mais la balance commerciale varie comme la théorie permettait de le prévoir.

On voit, en outre, que ce n'est pas par la réduction systématique des importations, mais par l'augmentation massive des exportations, que le mécanisme des changes et des prix a rapidement rétabli, après la première guerre, l'équilibre de la balance des paiements.

4° En 1912, le déficit de la balance commerciale de la France était de 1.518 millions de francs ; en 1913, de 1.540 millions de francs.

Or les 2 milliards de déficit de l'année 1921 représentent, en pouvoir d'achat des années 1912-1913, 575 millions de francs.

Ainsi, dès 1921, deux ans après la fin de la guerre, alors que le quart du territoire national — et de beaucoup la région la plus exportatrice — était dévasté, alors que les besoins internes étaient immensément accrus par une reconstruction bouillonnante, le déficit de la balance commerciale est tombé au tiers de ce qu'il était avant la guerre. C'est à la lumière de cet ajustement que doivent être appréciés les résultats obtenus par les procédures nouvelles au lendemain de la deuxième guerre mondiale.

5° En 1922, le déficit de la balance commerciale française est de 3.177 millions de francs ; en 1923, de 1.918 millions. Mais en 1924 et 1925 sévit en France une grave crise d'exportation de capitaux, introduisant un élément de passif considérable dans la balance des paiements de la France. Comme la théorie permettait de le prévoir, le déficit se transforme en excédent : 1.702 millions de francs en 1924, 3.214 millions de francs en 1925.

Vers le milieu de l'année 1926, la crise prend fin et un important mouvement de rapatriement de capitaux se dessine. La balance commerciale s'inverse : elle est en déficit de 893 millions de francs.

L'année 1927, période de préstabilisation, est insolite. La théorie conduisait à prévoir un déficit. Il y a excédent de 2.509 millions. Peut-être une étude détaillée permettrait-

elle de l'expliquer par l'augmentation des encaisses désirées consécutive au rétablissement de la stabilité monétaire. En tout cas, dès 1928, année de la stabilisation, l'évolution des chiffres redevient strictement conforme aux prévisions : la balance commerciale est en déficit de 2 milliards.

En 1929, le rapatriement de capitaux se poursuit et s'amplifie. En outre, la France reçoit d'importants versements au titre des réparations allemandes. Le déficit de la balance passe à 8 milliards de francs. Il est, en 1930, de 9,9 milliards ; en 1931, de 11,7 milliards de francs.

Pendant l'année 1931, les versements de réparations allemandes prennent fin. La dépression commence à atteindre la France et les rapatriements de capitaux s'atténuent. En 1932, le déficit est réduit à 10,2 milliards de francs.

Ainsi, pendant toute cette période de variations rapides, les mouvements des balances commerciales ont presque toujours été tels que la théorie permettait de les prévoir. S'ils n'en apportent pas la vérification absolue, ils constituent cependant une très forte présomption en sa faveur.

6° Pendant la même période, les variations de la balance commerciale allemande sont plus instructives encore.

A la suite de la stabilisation du mark, d'importants crédits étrangers s'investissent en Allemagne. Leur montant dépasse sensiblement, au moins au début de la période, celui des paiements de réparations. Comme la théorie conduisait à le prévoir, la balance commerciale allemande est en déficit : 2.532 millions de marks en 1924 ; 3 milliards en 1925 ; 3.427 millions en 1927 (une seule exception en 1926, où un léger excédent de 413 millions est constaté).

Vers la fin de la période, les paiements de réparations augmentent, cependant que les investissements étrangers diminuent. Le déficit est réduit à 1.726 millions en 1928.

En 1929, année de crise mondiale et de taux d'intérêt exceptionnellement élevés aux États-Unis, l'afflux des capitaux étrangers en Allemagne prend fin. Avec lui disparaît le déficit de la balance commerciale allemande : elle est en excédent de 36 millions de marks.

L'année suivante commence en Allemagne la campagne

pour la suppression des réparations. Une nouvelle crise du mark est tenue pour imminente.

La conjonction de ces deux facteurs engendre un violent mouvement d'exportation de capitaux. Comme toujours, l'apparition de ce nouveau passif dans la balance des paiements augmente l'excédent de la balance commerciale. Il est de 1.642 millions de marks en 1930, et atteint le chiffre prodigieux et jusque-là inconcevable de 2.782 millions de marks en 1931.

III. — Ébauche d'une théorie.

Les résultats précédents — qui pourraient être augmentés d'un grand nombre de constatations analogues — seraient difficilement explicables si l'on n'admettait pas l'existence d'un mécanisme tendant à assurer en permanence l'équilibre des balances des paiements. Ils montrent, en outre, que le mécanisme stabilisateur, dans les conditions de fait où il jouait pendant toute la période considérée, était, malgré les résistances qu'invoquait Lord KEYNES, sensible et efficace.

Toutefois, il ne suffit pas de montrer qu'un mécanisme stabilisateur sensible et efficace existe effectivement ; il faut en préciser la nature.

J'ai marqué déjà que la plupart des enseignements d'économie politique exposaient une théorie des échanges internationaux.

Pour le régime de l'inconvertibilité, l'accord est unanime : lorsqu'il y a déficit, la hausse des changes étrangers élève le niveau des prix étrangers en monnaie nationale, sans affecter, au moins directement, et en tout cas sans affecter dans une égale mesure, les prix intérieurs. Par là le mouvement de change, en stimulant les exportations et décourageant les importations, tend à rétablir l'équilibre de la balance des paiements.

En régime de monnaie convertible, le phénomène est plus complexe. Les explications classiques, appuyées sur une théorie purement quantitativiste, me paraissent difficiles à admettre. J'ai exposé, dans le chapitre XXIII de mon

Ordre social (1) — consacré aux « échanges internationaux » — une théorie qui me paraît plus exacte. Elle est fondée sur les liens qui existent, toutes conditions égales, entre les mouvements d'or et le revenu global. Tout déficit de la balance des paiements entraîne demande d'or à la banque d'émission. Mais pareille demande s'exerce hors marché. Les personnes qui la formulent, si elles ne modifient pas leurs encaisses, ont obtenu les ressources nécessaires à l'achat du métal par une offre sur le marché. Le déficit suscite donc, à concurrence de son montant, offre sans demande. Par là, il tend à provoquer une baisse du niveau général des prix intérieurs, qui a, sur la différence entre celui-ci et le niveau général des prix étrangers en monnaie nationale, la même influence qu'une hausse du cours des changes et tend, comme pareille hausse, à rétablir l'équilibre de la balance des paiements.

J'ai montré, en outre, dans le même ouvrage, que les mouvements du niveau général des prix étaient associés à des mouvements inverses des taux monétaires à court terme, mouvements qui, par leurs répercussions sur la valeur actuelle des titres de créance, exerçaient sur les mouvements de capitaux une action de même sens que les mouvements simultanés des prix et, comme ceux-ci, tendaient à rétablir l'équilibre de la balance des paiements.

IV. — L'efficacité et la sensibilité des mécanismes stabilisateurs.

Toutes les théories de la balance des paiements, si diverses que soient les nuances dont elles sont parées, ont un trait commun : elles montrent l'existence d'un mécanisme stabilisateur, qui trouve son origine dans les effets qu'entraînent, sur le niveau relatif des prix dans les divers pays en présence, les mouvements de change en régime d'inconvertibilité, les mouvements d'or en régime de monnaie convertible.

Dans les deux régimes, l'influence régulatrice suscitée par tout déséquilibre de la balance des paiements s'intensifie

(1) Librairie Médicis, 1949 (2e éd.).

tant que le déséquilibre qui l'a fait naître n'a pas disparu.

De ce fait, toutes les théories conduisent à penser que tant que les mouvements de change en régime d'inconvertibilité, les transferts d'or et leurs répercussions mécaniques sur le niveau général des prix et les taux d'intérêt en régime de convertibilité, n'ont pas été interdits, le mécanisme stabilisateur ne peut pas ne pas être efficace, puisque la force qu'il met en œuvre croît jusqu'au moment où le résultat qu'il tend à promouvoir a été obtenu.

Ces théories montrent aussi que le mécanisme stabilisateur ne peut pas ne pas présenter une grande sensibilité, malgré les « fortes résistances internes » qui ont déterminé, à son égard, le scepticisme de Lord KEYNES. Il suffit, en effet, que la différence entre le prix intérieur et le prix étranger en monnaie nationale varie, pour un certain article, d'un montant au plus égal à la somme des frais de transport, d'assurance et de douane entre les deux pays considérés, pour que les échanges internationaux dont cet article est l'objet soient entièrement inversés. De faibles variations de prix relatifs doivent donc être suffisantes pour provoquer de profondes modifications des balances commerciales.

A la lumière des deux observations qui précèdent, on ne saurait s'étonner des concordances présentées dans la section II du présent chapitre. Le mécanisme tendant à assurer l'équilibre des balances des paiements existe ; il ne peut pas ne pas être efficace et il est nécessairement très sensible. Il doit donc assurer, sans perturbation grave, l'équilibre des engagements internationaux, quelles que soient les modifications intervenues dans les facteurs qui concourent à les former.

V. — La perversion des systèmes monétaires.

La conclusion précédente ne vaut cependant qu'autant que sont respectées les conditions auxquelles le fonctionnement des mécanismes monétaires est subordonné.

Or ces conditions ont été profondément affectées, au cours des dernières années, par des circonstances de fait ou de droit, dont il importe de préciser les conséquences.

a) *L'inflation.*

La plus importante des perversions monétaires est celle qu'engendre le déficit, lorsqu'il est financé par création de pouvoir d'achat.

Est déficitaire tout État qui ne peut se procurer par l'impôt ou par l'emprunt les ressources nécessaires au paiement de ses dépenses. En pareille situation, le règlement de celles-ci, s'il n'est pas suspendu, ne pourra être assuré que par création d'unités monétaires, qui majoreront de leur montant le pouvoir d'achat tiré de la vente des richesses offertes sur le marché.

Or l'effet régulateur de la convertibilité monétaire résulte des conséquences qu'entraîne l'état de la balance des paiements sur le volume global du pouvoir d'achat interne et, par l'intermédiaire de ce volume, sur le niveau des prix et des taux d'intérêt. C'est ainsi que le règlement d'un solde passif à l'étranger provoque, à due concurrence, résorption de pouvoir d'achat, donc insuffisance du pouvoir d'achat disponible pour acheter, aux prix du moment, la production offerte sur le marché. L'insuffisance ainsi engendrée suscite les mouvements de prix et de taux tendant à rétablir l'équilibre de la balance des paiements.

Mais il va de soi que toute création de pouvoir d'achat diminue de son montant l'effet de résorption issu du règlement d'un passif étranger. Si la création du pouvoir d'achat l'emporte sur le déficit de la balance des paiements, elle inversera l'influence que celui-ci tendait à exercer et par là tendra, toutes conditions égales, à accroître le déficit de la balance des paiements.

C'est donc seulement la résultante de toutes les influences affectant le volume du pouvoir d'achat effectivement exercé sur le marché qui est, à l'égard de la balance des paiements, l'influence efficiente. Dans tous les cas où l'inflation sera importante et rapide, l'apport de pouvoir d'achat qu'elle engendrera sera toujours, en fait, le facteur dominant.

Lorsque plusieurs pays sont simultanément en état d'inflation, c'est le rythme du processus inflationniste en chacun d'eux — c'est-à-dire le rapport du déficit interne au

montant de la demande globale — qui détermine, toutes conditions égales, le rythme de la hausse des prix, et, par son intermédiaire, fixe le solde et le montant de leurs engagements réciproques. Un pays où l'inflation, c'est-à-dire le rythme de hausse des prix, est faible, se trouve dans la situation de pays bon marché vis-à-vis de ceux où le rythme inflationniste est plus rapide et de pays cher vis-à-vis de ceux où l'inflation est nulle, donc les prix stables. C'est ainsi que, par l'intermédiaire des mouvements du niveau général des prix, les variations globales de pouvoir d'achat tendront à mettre le pays considéré en position créditrice vis-à-vis des premiers et débitrice vis-à-vis des seconds.

Si l'analyse précédente est exacte, on doit pouvoir la vérifier dans les faits.

Ceux-ci révèlent, à n'en pas douter, que le rythme inflationniste a été sensiblement moindre aux États-Unis que dans les autres pays belligérants. Si les échanges internationaux sont bien, en fait, orientés par les variations de prix relatifs consécutives aux variations de pouvoir d'achat global, tous les États belligérants doivent être en déficit à l'égard des États-Unis.

Or telle est bien la situation, que traduit, avec une extrême rigueur, l'universelle « rareté du dollar ».

Mais ce n'est pas seulement entre les États européens et les États-Unis qu'il y a inégalité dans le rythme du processus inflationniste, mais aussi entre les États européens eux-mêmes.

La Suisse et la Belgique, par exemple, sont ceux dont les prix ont été les plus stables depuis la libération. Or, en fait, on observe bien, par exemple, que la balance des paiements de l'Angleterre reste en déficit grave par rapport à ces deux pays, alors qu'elle est en excédent à l'égard des pays soumis à un mouvement inflationniste plus rapide.

La même situation apparaîtrait dans l'analyse de toutes les balances bilatérales.

Ainsi l'universelle rareté du dollar et la rareté relative des diverses monnaies européennes en chaque pays montrent clairement que, malgré les efforts de planification des échanges internationaux, ceux-ci — même dans le cas de

l'Angleterre — ne sont dirigés que dans une faible mesure par l'action consciente des gouvernements. Pour leur plus grande part, ils restent orientés — comme ils l'ont toujours été dans le passé — par la hiérarchie des niveaux de prix dans les divers pays en présence, hiérarchie qui est la conséquence, toutes conditions égales, de la demande globale formulée, en chaque période, sur les divers marchés.

A la lumière de cette constatation, il n'est pas possible de prétendre que les mécanismes régulateurs sont devenus sans effet, puisque, malgré les efforts des gouvernements, et malgré l'augmentation, en certains secteurs, de la rigidité économique, ils ont créé, pour le dollar et pour certaines monnaies européennes, la rareté que la théorie permettait de prévoir.

Le désordre monétaire caractéristique de l'état actuel du monde doit donc être joint aux exemples cités dans la section II ci-dessus, comme une preuve supplémentaire, et probablement la plus décisive, de l'efficacité, dans les structures économiques existantes, du mécanisme de la régulation monétaire.

b) *Le déblocage de la contre-valeur des prestations du plan Marshall.*

La constatation des effets du processus inflationniste permet de prévoir les conséquences d'autres perversions introduites récemment dans les mécanismes monétaires.

Le déficit de trésorerie n'est pas, en effet, la seule influence corruptrice des phénomènes régulateurs des balances des paiements. On peut même affirmer que si tous les déficits de trésorerie se trouvaient corrigés, l'aide reçue dans le cadre du plan Marshall, compte tenu des conditions qui président à sa délivrance, bien loin de faire disparaître les déséquilibres internationaux qui la rendent nécessaire, aurait pour effet de maintenir, dans le pays bénéficiaire, tant qu'elle s'exercerait, un déficit de balance des paiements égal à la valeur des prestations obtenues.

En effet, la convertibilité n'exerce ses effets régulateurs que par la résorption de pouvoir d'achat résultant du règlement d'un solde passif extérieur. Or la vente à des

acheteurs nationaux d'une prestation obtenue dans le cadre du plan Marshall a bien pour effet de collecter le pouvoir d'achat qui, dans un processus normal d'achat à l'étranger, se serait trouvé résorbé. Mais le déblocage par les autorités du plan Marshall, sous certaines conditions, de ce pouvoir d'achat, permet à l'État qui le reçoit de le dépenser et, par là, fait disparaître toute influence monétaire tendant à rétablir l'équilibre de la balance des paiements. Sur le plan monétaire et du fait du déblocage, tout se passe comme si le déficit extérieur comblé par les prestations américaines n'existait pas. Or rien dans les mécanismes régulateurs ne tend à faire naître des ressources qui n'ont pas à être dépensées. Le déblocage tend donc à rendre permanent l'état existant, c'est-à-dire à maintenir le déficit que les prestations, dont la contre-valeur a été débloquée, avaient pour objet de financer.

c) *Les conditions de gestion du Fonds monétaire international.*

Le Fonds monétaire international — qui, d'ailleurs, ne donne plus de dollars pendant la période d'application du plan Marshall — devait remplacer, dans l'esprit de ses initiateurs, le système trop automatique de la convertibilité métallique. Il est important de montrer que les conditions dans lesquelles il a fonctionné en font, également, un véritable instrument d'entretien des déficits.

Lorsqu'un pays membre du Fonds doit régler un solde passif à l'égard de l'étranger, il demande au Fonds de lui remettre, contre versement en monnaie nationale, les devises dont il a besoin. En régime de convertibilité, la monnaie nationale ainsi utilisée se trouverait résorbée. Sa disparition susciterait le processus régulateur tendant à corriger le déficit. Or le Fonds monétaire, nanti des ressources en question, au lieu de les stériliser, les place — sous réserve d'une marge de liquidité de 10 % — en bons du Trésor à vue sans intérêt. Comme telles, ces ressources, bien loin d'être résorbées, sont remises à la disposition de l'État dont elles émanent et peuvent être immédiatement dépensées par lui. Ainsi, aucune influence régulatrice n'est engendrée. Même si le

Trésor public était en rigoureux équilibre, le financement d'un solde passif de balance des paiements par le Fonds monétaire, dans de pareilles conditions, tendrait à rendre permanent le déficit correspondant.

Ainsi administré, le Fonds monétaire a toutes les apparences d'un système de convertibilité, mais il n'en a aucune des vertus régulatrices. Il est semblable à ces montres que les très jeunes enfants portent au poignet. Elles ont des aiguilles et un remontoir, mais aucun mécanisme à l'intérieur du boîtier. L'Institution de Bretton Woods permet de jouer à la convertibilité monétaire, non d'en recueillir les bienfaits.

VI. — L'alternative : planification efficace des échanges internationaux ou reconstitution des mécanismes monétaires.

Du point de vue monétaire, la situation présente est caractérisée par le maintien, en de nombreux pays, de déficits de trésorerie importants. C'est donc leurs montants relatifs, non l'état des balances des paiements, qui exercent l'influence dominante sur l'orientation des courants commerciaux. Tant qu'il en sera ainsi, les mécanismes monétaires, commandés par des circonstances purement internes, ne tendront pas à assurer l'équilibre des échanges internationaux.

Les deux derniers paragraphes de la section précédente montrent, en outre, que même la disparition des déficits internes ne restaurerait pas les mécanismes régulateurs des balances des paiements, le déblocage de la contre-valeur des prestations Marshall et les pratiques du Fonds monétaire international tendant à entretenir les déficits existants.

Dans l'état actuel des relations monétaires internationales, *il n'existe aucune raison d'ordre financier pour que les balances des paiements soient équilibrées.* Leur solde est livré, comme un bouchon sur l'eau, à des influences entièrement indifférentes aux transactions qui le déterminent.

Tant qu'il en sera ainsi, l'équilibre des engagements internationaux, faute d'être soumis à une influence régulatrice

spontanée, ne pourra exister que s'il est consciemment et systématiquement établi.

Il semble bien, d'ailleurs, que les auteurs de la charte de Bretton Woods avaient dans l'esprit la nécessité d'une planification rigoureuse des échanges internationaux.

Dans l'article XX, section 4, ils avaient prévu que le pair de chaque monnaie serait déterminé d'accord entre le Fonds et l'État intéressé.

Cette procédure eût été de nature à éviter, au point de départ, des déséquilibres incurables. Mais, en fait, les choses se sont passées de façon bien différente. Chaque État a envoyé au Fonds l'indication du cours qui, par hasard, existait au moment où l'institution nouvelle allait commencer à fonctionner, et, après une courte période de réflexion, le Fonds a approuvé tous les cours existants.

Par là, il renonçait à l'une des plus puissantes influences dont il pouvait disposer pour le rétablissement de l'équilibre international.

Il faut reconnaître, toutefois, que la décision des autorités du Fonds monétaire était inévitable. La détermination d'un cours de change met en cause toutes les conditions de l'équilibre national, et notamment le niveau des prix, le niveau des salaires, la répartition des activités productrices, la structure sociale. Le cours à choisir dépend non seulement de ce qui est mais de ce qui peut être, c'est-à-dire de ce que le Gouvernement peut et veut vouloir, notamment en matière fiscale. Imagine-t-on qu'un petit Conseil siégeant à Washington puisse, en pareille matière, se substituer aux Gouvernements responsables ? L'attitude du Fonds était la seule possible, mais elle a fait tomber de ses mains le principal instrument de planification internationale que la charte de Bretton Woods avait prévu pour lui.

Il est vrai que ce texte fondamental offre aux autorités du Fonds un autre mode d'intervention. L'article VII, section 3, *a*, stipule, en effet, que, lorsqu'une monnaie devient rare, « le Fonds doit... proclamer officiellement la rareté de ladite monnaie et... répartir les avoirs existants et à venir en tenant dûment compte des besoins relatifs des États-membres, de la situation économique internatio-

nale et de toutes autres considérations pertinentes. Le Fonds publiera aussi un rapport sur sa politique ».

Ces dispositions sont complétées par celles de l'article XII section 8 :

« Le Fonds pourra, à la majorité des deux tiers, décider de publier un rapport adressé à un membre au sujet de la situation monétaire et économique et au sujet des développements qui tendent directement à produire un déséquilibre grave dans la balance internationale des comptes des États-membres. »

Tous ceux qui ont eu à manier les réalités de la politique économique, tous ceux qui savent, notamment, la lourde masse d'intérêts qu'affecte la moindre décision en matière d'échanges internationaux, peuvent-ils voir dans cette action de recommandation, même publique, un moyen sérieux de corriger les déséquilibres internationaux ? Les recommandations du Fonds monétaire seront considérées comme des vœux entourés d'une estime respectueuse, non comme des injonctions de nature à déterminer une action efficace.

Reste alors l'action que les gouvernements eux-mêmes peuvent vouloir exercer. Là, encore, le souci des réalités oblige à constater le peu d'efficacité des moyens disponibles, au moins dans l'état actuel de nos structures politiques.

Pour stimuler l'exportation, il faut d'abord produire les articles susceptibles d'être exportés, donc consacrer à leur production une fraction suffisante des facteurs disponibles, même lorsque le marché intérieur offre des débouchés plus rentables que l'exportation. Pareille nécessité oblige l'État à répartir, par voie d'autorité, les matières premières, les capitaux, et surtout la main-d'œuvre. Il peut peut-être y réussir, avec une efficacité suffisante, en régime totalitaire ; mais dans les régimes comme les nôtres, les difficultés de l'organisation économique sont telles que celle-ci ne remplit jamais que très partiellement les programmes d'exportation qu'elle s'était imposés.

En outre, pour corriger un déficit, il ne suffit pas de produire des richesses exportables, il faut que l'étranger les achète. Or le seul moyen d'obliger l'étranger à acheter

chez soi est de lui offrir ses produits à un prix inférieur au prix des offres concurrentes. Mais toute politique de subvention aux exportations coûte cher. Les résultats qu'elle peut fournir sont donc limités. Dès qu'ils auront été atteints, il ne restera plus, pour rétablir l'équilibre des balances des paiements, qu'à réduire le volume des importations autorisées à celui des exportations possibles. La planification des échanges internationaux, lorsqu'elle prétendra en rétablir l'équilibre, aboutira donc toujours, en fait, à leur restriction. Elle sera, comme elle a toujours été, une politique d'autarcie économique.

Ainsi, dans le cadre des régimes politiques de l'Europe occidentale, la planification des échanges internationaux ne peut exercer qu'une action superficielle et toujours malthusienne.

Si cette conclusion apparaissait insuffisamment démontrée, il suffirait de revenir à l'examen de la balance des paiements britannique pour la corroborer.

Aucun pays n'a entrepris plus sérieusement que l'Angleterre la planification de ses échanges internationaux ; aucun pays n'a mis au service de cette tâche autant de compétence et de civisme.

Et pourtant, si l'Angleterre a grandement amélioré le solde global de sa balance des paiements, elle n'a pas, jusqu'à présent, réussi à donner à ses exportations la répartition géographique propre à lui fournir les monnaies dont elle a besoin.

Le premier résultat — l'amélioration du solde global — a été obtenu par une restriction — extraordinairement courageuse — du pouvoir d'achat global. Il confirme donc l'effet du volume du pouvoir d'achat sur le solde des échanges internationaux et, par là, montre l'efficacité du phénomène régulateur qui donne toutes ses vertus au régime de la convertibilité.

Le second résultat — l'imparfaite répartition des soldes partiels — est la conséquence nécessaire, suivant le mécanisme analysé plus haut, de l'inégalité des rythmes inflationnistes dans les divers pays en présence. Il est donc le fait, non d'une direction consciente des courants commer-

ciaux, mais de leur orientation automatique par le jeu des différences de prix.

On ne peut donc prétendre que, dans les conditions présentes, les échanges internationaux de l'Angleterre sont, pour une part importante, efficacement dirigés.

Lorsque Dieu a quelque chose de difficile à faire, il en charge les Anglais. Ce que l'Angleterre n'a pas fait, les autres pays non totalitaires peuvent-ils espérer le réussir ?

Dans l'état actuel de l'Europe occidentale, les balances des paiements ne sont plus ordonnées par les régulations automatiques de la convertibilité monétaire et elles ne le sont pas, au moins dans une mesure importante, par l'action consciente des gouvernements.

Elles sont donc livrées au hasard et vouées au désordre.

Si l'on veut rétablir l'ordre dans le monde, il n'est que deux solutions : la convertibilité monétaire ou les disciplines totalitaires, sans lesquelles aucune planification ne peut être efficace.

VII. — En manière de conclusion, quelques réflexions de psychologie politique et une suggestion de politique économique.

La plupart des actes de politique économique accomplis depuis la guerre reposent sur l'affirmation implicite que les mécanismes régulateurs des balances des paiements sont devenus inefficaces et le resteront pendant une période prolongée.

Les accords de Yalta, par exemple, prévoient que les réparations seront exclusivement en nature. Pour qui sait l'incommodité de pareilles prestations, inadaptables aux besoins les plus urgents des pays qui les reçoivent, exclusives de toute procédure triangulaire, la décision ne peut s'expliquer que par la conviction, chez les hommes d'État qui l'ont prise, que tout système de transferts financiers était voué à l'échec.

Les accords de Potsdam confirment cette conclusion. Ils stipulent en effet (III, 19) que, pour l'Allemagne, « les

recettes provenant des exportations prélevées sur la production courante et sur les stocks seront disponibles en premier lieu pour le paiement des importations autorisées ». Ce texte a été interprété comme excluant la possibilité de réparations provenant de la production courante, par suite de l'impossibilité d'espérer que les exportations allemandes puissent jamais fournir des ressources supérieures à celles qui seront requises pour le paiement des importations indispensables.

Le discours fameux par lequel le général MARSHALL a formulé à Harvard, le 5 juin 1947, l'offre généreuse du gouvernement américain, contient, de son côté, la phrase suivante : « La vérité, c'est que les besoins de l'Europe, pendant les trois ou quatre prochaines années, en vivres et en autres produits essentiels importés de l'étranger, notamment d'Amérique, sont tellement plus grands que sa *capacité actuelle de paiement*, qu'elle devra recevoir une aide supplémentaire très importante ou s'exposer à une dislocation économique, sociale et politique très grave. »

Tous ces textes montrent que leurs auteurs admettaient comme un fait l'inadaptabilité prolongée des balances des paiements aux éléments de passif nouveaux susceptibles d'y être introduits. Ils n'ont envisagé d'autre solution que d'adapter leur politique aux capacités de paiement existantes, sans espérer l'adaptation de ces capacités de paiement aux nécessités de leur politique.

Assurément, au moment des accords de Yalta et de Potsdam, au moment où l'offre du général MARSHALL a été formulée, les balances des paiements étaient grandement inélastiques. Mais, ainsi qu'il vient d'être montré au sujet de l'Angleterre, leur inélasticité, dans les pays autres que la Russie, ne résultait pas d'une transformation structurelle de la matière économique. Elle était le fait d'un régime qui avait faussé — pour des raisons d'ailleurs légitimes, puisqu'il s'agissait d'éviter les conséquences sociales de déficits inévitables — le jeu des mécanismes régulateurs. Il semble bien que la plupart des hommes d'État de l'après-guerre, d'accord avec la quasi-totalité de l'opinion, aient admis comme permanente une situation qui n'était qu'accidentelle, et pouvait, en tout cas, comme l'exemple de

l'Italie et de la Belgique l'a montré, se trouver rapidement corrigée.

Il serait intéressant de rechercher par quelles influences l'opinion a été conduite à admettre comme un dogme l'indifférence de la matière économique au jeu des mécanismes régulateurs. Il est probable que les circonstances de fait ont joué un rôle essentiel. Sensible à ce qu'il voit, le profane, même éclairé, nie ce qu'il ne peut observer, surtout quand il n'en a jamais connu l'existence.

C'est un trait essentiel de la charte de Bretton Woods qu'aucun de ses chapitres ne traite des vertus régulatrices du mécanisme qu'elle avait pour objet d'instituer, pas plus qu'elle n'essaye de réglementer les rapports entre le Fonds et les Instituts d'émission nationaux.

De la même façon, ce sera pour les générations futures un objet de stupeur que la lecture du volume I du *Rapport intérimaire sur le Programme de relèvement européen* (Organisation européenne de coopération économique, Paris, 30 déc. 1948). Ce document, traitant de la méthode propre à rétablir, avant 1952, l'équilibre des balances des paiements de tous les États bénéficiaires du plan Marshall, prévoit de multiples efforts de conciliation et d'ajustement systématiques, mais n'envisage pas sérieusement le recours au mécanisme de la convertibilité monétaire. Tout se passe comme si, dans l'esprit des auteurs du rapport, ce mécanisme n'existait pas.

Cependant, l'alternative est simple. Personne — pas même les auteurs du rapport intérimaire — ne pense que les mesures de planification envisagées permettront de rétablir l'équilibre des balances des paiements intéressées avant la fin du plan Marshall.

Pourtant, les faits que j'ai cités donnent la certitude que le mécanisme de la convertibilité, qui a toujours été efficace dans le passé pour le rétablissement des équilibres internationaux, le serait encore actuellement.

Si donc on veut vraiment que cesse le désordre européen, il n'est qu'une solution : rétablir le plus tôt possible, dans le plus grand nombre possible de pays, la convertibilité monétaire.

La méthode à suivre à cette fin n'est pas nouvelle.

Elle a été maintes fois appliquée et éprouvée par le Comité financier de la Société des Nations, entre 1920 et 1930, sous les auspices de la Banque d'Angleterre. Elle a donné des résultats décisifs. Elle implique trois chefs d'action : équilibre de la trésorerie, assainissement de la situation économique, reconstitution de la réserve de la banque d'émission, avec détermination de la parité à laquelle la convertibilité sera rétablie.

Il y a toutefois, dans la situation présente, un trait entièrement nouveau.

Dans le passé, l'effort d'assainissement ne pouvait être que très lent, parce que, dans chaque cas, les ressources nécessaires à la reconstitution de l'encaisse monétaire ne pouvaient être obtenues que par émission d'un emprunt sur les grands marchés internationaux. La générosité américaine crée, pendant une période limitée, une situation unique dans l'histoire, puisqu'elle permettrait, dans le cadre du plan Marshall, de reconstituer simultanément et presque immédiatement toutes les réserves des banques d'émission intéressées. Il suffirait, à cette fin, qu'une part des ressources du plan, au lieu d'être employée à l'acquisition de prestations diverses, susceptibles, certes, d'améliorer heureusement les conditions matérielles des pays qui les reçoivent, mais non d'y rétablir un équilibre durable, fût consacrée à l'achat d'or livrable aux banques d'émission des États bénéficiaires.

Assurément, la reconstitution des réserves métalliques ne suffirait pas à assurer la permanence de la convertibilité monétaire. Mais, placée dans le cadre d'un programme général d'assainissement, dont elle constituerait à la fois le couronnement et la sanction, elle permettrait de recréer rapidement un régime susceptible de donner ce que les efforts de planification ne donneront pas : l'équilibre permanent de toutes les balances des paiements.

Si donc l'on veut que le plan Marshall rétablisse effectivement l'ordre en Europe, il faut, en premier lieu, convaincre les États européens que la convertibilité, seule, peut résoudre effectivement et rapidement le problème devant lequel ils se trouvent placés.

Si l'on y réussit, il faut obtenir des États-Unis qu'ils

acceptent de consacrer une fraction importante des crédits qu'ils consentent, dans le cadre de l'aide à l'Europe, à des achats d'or.

Enfin, il faut obtenir des États européens que, pour obtenir sous forme métallique une partie de l'aide Marshall, ils acceptent d'appliquer, chacun dans ses propres frontières, la procédure consacrée de l'assainissement financier.

Alors, mais alors seulement, on aura l'assurance que le plan Marshall atteindra le but qu'il s'est assigné et que l'ordre sera rétabli en Europe avant qu'il ait pris fin.

Chapitre III

LES ÉCHANGES INTERNATIONAUX EN 1948
APPARENCES ET RÉALITÉS (1)

Le rapport du Comité Central de la Laine pour l'année 1947 a été pour moi une véritable révélation. Il m'a appris le détail d'un système dont je ne connaissais que le nom : le plan Import-Export, qui vous a été proposé, en 1947, par les Pouvoirs Publics.

Le fait que pareil système ait pu vous être offert est l'élément essentiel du problème que j'ai à traiter devant vous. Il devrait éclairer tous ceux qui réfléchissent à la situation présente.

Lorsque j'étais Directeur du Mouvement général des Fonds — avant la guerre — j'ai eu à négocier beaucoup d'accords financiers internationaux. On en était encore au régime du bilatéralisme national, c'est-à-dire qu'on se préoccupait d'équilibrer les échanges entre les deux pays contractants, entre la France et l'Allemagne, entre la France et la Belgique. Déjà, à l'époque, je sentais tout ce qu'il y avait d'arbitraire et d'illogique dans un système qui négligeait l'équilibre global pour se préoccuper seulement des équilibres bilatéraux. Mais, depuis, on a beaucoup progressé. On n'en est plus au régime de l'équilibre national bilatéral. On en est, si j'ai bien compris la portée du système Import-Export, au régime de l'équilibre bilatéral professionnel, c'est-à-dire qu'on se préoccupe d'assurer l'équilibre à l'intérieur de chaque famille professionnelle, dans les échanges entre pays considérés deux à deux. C'est une

(1) Conférence prononcée devant la XXVIe Assemblée générale du Comité Central de la Laine en mai 1948.

étape de plus, extrêmement importante. La suivante, si nous continuons dans cette voie, ce sera le régime de l'équilibre bilatéral individuel, c'est-à-dire que le médecin ne pourra acheter de chaussures que s'il soigne le cordonnier, et à condition que le cordonnier accepte d'avoir la maladie que soigne le médecin ! Nous n'en sommes pas encore là. Mais le fait important, c'est que nous en sommes au régime de l'équilibre bilatéral professionnel.

Je vais vous dire tout de suite ce que je pense de ce régime. Je le ferai sans aucun esprit de dénigrement. Je connais les hommes qui vous ont proposé le système, je connais plusieurs de ceux qui l'ont suggéré à leur Ministre. Certains sont de mes anciens collaborateurs du Ministère des Finances, et personne n'apprécie plus que moi leur dévouement à l'intérêt public et leur immense désir de servir le pays. Il n'y a donc pas trace, dans les vues que je vais vous présenter, de critique à l'égard d'une politique qui est certainement la moins mauvaise de celles que, dans les circonstances présentes, on pouvait imaginer. Mais il me paraît essentiel, si l'on veut se faire une idée de l'état actuel des relations internationales, de porter un jugement sur la situation qui a imposé à des hommes de bonne volonté cette politique comme le moindre mal.

Pourquoi vous a-t-on proposé ce système, qui vous autorise à importer dans la mesure où vous exportez, et par là vous oblige à trouver dans vos propres exportations les devises nécessaires à l'achat des matières premières dont vous avez besoin, non seulement pour la fabrication de produits destinés à l'exportation, mais aussi de ceux qu'exige la consommation intérieure ?

C'est extrêmement simple ; c'est parce que mes camarades du Ministère des Finances, malgré leur zèle, sont dans la situation de la plus belle fille du monde, qui ne peut donner que ce qu'elle a. Il n'y a rien qui développe autant le sens des réalités que la gestion d'un stock de devises. Elle fait découvrir toute une série de principes fondamentaux, qui échappent généralement aux économistes, et notamment qu'on ne peut pas garder son gâteau et le manger, que quand c'est fini, c'est fini. Le principe fondamental, en matière de devises, c'est que, dans les régimes que nous

avons instaurés, quand le stock est épuisé, il reste épuisé. Et alors, si on veut continuer à acheter à l'étranger, il faut bien trouver les devises nécessaires pour payer. C'est un moyen de les obtenir que l'on vous a suggéré et dont nous verrons tout à l'heure les conséquences. Mais le fait majeur de l'heure présente, c'est que nous avons créé, ou laissé créer, une civilisation dans laquelle, pour que vous puissiez continuer à donner aux Français le textile dont ils ont besoin, il faut au préalable que vous ayez obtenu d'un nombre suffisant d'étrangers qu'ils acceptent d'acheter vos produits dans une quantité telle que la valeur globale de vos exportations couvre tous vos besoins de matières premières étrangères, y compris celles qu'exige la consommation intérieure.

On dira que cette situation est essentiellement l'effet de la guerre et des désordres qu'elle a entraînés ; qu'elle n'existerait pas si nous avions continué à vivre dans l'état de quasi-équilibre où nous étions avant 1939.

Est-ce sûr ? Il me paraît important que vous ayez une opinion sur ce point.

Quelle était la situation avant la guerre, quand ce système n'existait pas ? Peut-être pas immédiatement avant la guerre (car nous étions, alors, déjà en voie d'acheminement vers la situation présente), mais dans les années 1930 et suivantes, et surtout avant 1914. Alors il était inconcevable, et jamais personne n'avait imaginé qu'on pût opposer à quelqu'un qui voulait acheter à l'étranger l'insuffisance de devises. La possibilité permanente de paiement en toutes monnaies étrangères était un de ces prodiges quotidiens sur lesquels nous croyions avoir le droit de compter. C'était pour nous quelque chose comme l'existence de l'air ou de la lumière, un miracle toujours renouvelé, mais qui ne nous étonnait plus. Quand on achetait à l'étranger, il suffisait de donner à un banquier l'ordre de payer, et toujours on avait les devises nécessaires au paiement.

Était-ce un état naturel, dû à l'ordre économique qui existait à cette époque ? Je voudrais, pour en juger, que vous réfléchissiez aux conditions qui doivent être satisfaites pour que l'on puisse toujours payer ses dettes à l'étranger. Il faut qu'en toute période l'apport de devises

étrangères soit à peu près égal au montant des paiements à accomplir à l'étranger. Or, qu'est-ce qui constitue en cette matière l'actif et le passif ? Pour le savoir, pensez que tout individu qui, quelque part dans le monde, boit un verre de bordeaux introduit une créance dans la balance des paiements de la France, et que tout individu qui, quelque part en France, fume une cigarette de Virginie, ou porte — je m'excuse... — un veston de drap anglais, y introduit une dette. Autrement dit, la balance des paiements est la résultante d'activités innombrables, exercées par des individus agissant sans aucun lien entre eux, et qui ne se préoccupent jamais des répercussions de leurs actes sur l'équilibre global. Or, chaque année, cet ensemble d'actes indépendants aboutissait à un équilibre tel que les mouvements d'or, mesure de la différence entre les dettes à régler et les devises disponibles pour les régler, ne dépassaient que rarement, avant 1914, 250 millions de francs par an, sur des masses qui, à l'actif et au passif, dépassaient 6 milliards.

Qu'est-ce que cela voulait dire, sinon que la balance des paiements était à peu près équilibrée. Chacun agissait sans contrôle d'aucune sorte, indépendamment de tous les autres. Comment était-il possible que toutes ces actions simultanées, indépendantes, aient abouti en permanence à cet équilibre global ?

Ma conclusion — je vous la dis tout de suite, — c'est que si cet équilibre existait, il ne pouvait être le fait du hasard.

Je ne voudrais pas vous faire ici un cours d'économie politique, ce serait très ennuyeux. Mais votre Président m'a dit que nous disposions d'un délai un peu plus long que je ne pensais. Alors, je vous demande la permission de vous rappeler brièvement la nature du mécanisme qui, de l'avis de tous les économistes, tendait à assurer l'équilibre des balances des paiements.

Quel était ce mécanisme ?

En régime de convertibilité, le cours du change était fixe, maintenu entre les points de sortie et d'entrée d'or. Quand un pays était en déficit vis-à-vis de l'étranger, ses dettes en devises dépassaient ses créances. Pour payer à

l'étranger, on demandait de l'or à la Banque d'émission. En le lui achetant, on diminuait le volume du pouvoir d'achat dans le pays débiteur. On transportait ce pouvoir d'achat, sous forme d'or, dans le pays créancier, où, de ce fait, le pouvoir d'achat global augmentait. Par ce double mouvement, on suscitait une légère dépression de prix dans le pays débiteur, une légère augmentation de prix dans le pays créancier, et cette différence de coûts relatifs, qui affectait tout l'ensemble de l'économie, tendait à rétablir l'équilibre de la balance des paiements.

En régime de monnaie inconvertible (et les déficits avaient imposé avant la guerre, très généralement, la suppression de la convertibilité), le phénomène était un peu différent. Le pouvoir d'achat ne pouvait plus sortir ni entrer. Chaque pays était une sorte de souricière à pouvoir d'achat. Mais quand on avait à payer à l'étranger, on demandait du change, ce qui tendait à augmenter le cours de la monnaie des pays créanciers. Or les variations de cours de change provoquaient des variations de coûts relatifs analogues à celles que suscitaient, en régime métallique, les transferts d'or, variations de coûts relatifs qui tendaient à rétablir l'équilibre de la balance des paiements.

Je sais bien qu'un certain nombre d'entre vous, et même une grande partie de l'opinion, quand on évoquait ce mécanisme, avaient un sourire bienveillant et disaient : « Tout cela, c'est de la théorie. La réalité, elle, ne se soucie pas de ces petites variations de coûts relatifs. Il faudrait un microscope pour les découvrir. Elles sont sans action sur les grands courants commerciaux, indifférents à des influences aussi minimes. »

Regardons donc d'un peu plus près les réalités de l'avant-guerre, pour rechercher le degré d'efficacité de ce mécanisme qui, par des variations de coûts relatifs, tendait à chaque instant à assurer l'équilibre des engagements internationaux. Vous savez tous qu'il suffit de très petites différences de prix relatifs pour renverser des courants commerciaux, que dès que, pour un article, le prix étranger exprimé en francs est inférieur au prix national, on achète tout à l'étranger et plus rien à l'intérieur — naturellement quand il n'y a pas de contingent. Inversement, il suffit que le

produit national soit moins cher que le produit étranger évalué en monnaie nationale pour que les commandes de l'étranger affluent, alors que, vraiment, il est extrêmement difficile de réussir à exporter un produit de même qualité que le produit étranger, quand ce produit est vendu plus cher à l'intérieur qu'à l'étranger.

Au fond, toute la philosophie de ce mécanisme stabilisateur est simple : ce sont les différences de prix qui — toutes conditions égales quant aux qualités — déterminent les courants commerciaux.

C'est d'ailleurs cela que la plupart de mes collègues économistes apprennent à leurs étudiants. Il est surprenant seulement qu'ils y croient si peu, et que la majorité d'entre eux donne l'impression que ce sont là vérités bonnes à être enseignées, mais non à être appliquées dans les affaires sérieuses de la gestion quotidienne.

Observons donc la réalité.

J'ai pris ici les statistiques de la balance commerciale de la France de 1870 à 1914 (1). D'abord, on remarque que, sauf pendant cinq années, elle est toujours en déficit. Pourquoi ? Parce que la France, pendant toute cette période, était un pays riche, qui avait un important portefeuille de valeurs étrangères, qui encaissait des recettes en monnaies étrangères provenant de coupons, de primes d'assurances, de commissions de banques, donc qui avait d'importantes ressources étrangères invisibles. Pour que la balance des paiements fût équilibrée, il fallait que la balance commerciale fût en déficit, puisqu'il y avait chaque année un montant important de ressources en monnaies étrangères qui n'apparaissait pas dans la balance commerciale. Tous les pays riches, l'Angleterre, la France, la Hollande, la Belgique, la Suisse avaient des balances commerciales en déficit, et tous les pays pauvres, la Pologne, la Bulgarie, la Hongrie, la Roumanie avaient des balances commerciales en excédent, fait qui déjà, à lui seul, prouvait l'existence et l'efficacité d'un mécanisme tendant à assurer l'équilibre de la balance des paiements.

Le déficit de la balance commerciale était donc un signe

(1) *Bis repetita placent...* Au moins, espérons-le.

de richesse, contrairement à ce que l'on croit souvent. Et rendre favorable la balance commerciale, c'était, en réalité, faire passer un pays de la situation d'un pays riche à celle d'un pays pauvre. Pour mettre en excédent une balance commerciale, il suffisait de contracter des dettes à l'étranger. Mon vieux maître, M. COLSON, disait, en 1919, dans une Commission où l'on se préoccupait « d'améliorer » la balance commerciale de la France, après l'autre guerre : « Il y a un moyen très sûr de mettre rapidement en excédent la balance commerciale de la France, c'est de déclarer qu'on versera chaque année à l'Allemagne une indemnité de réparations égale à celle que nous sommes en droit d'exiger. »

Je vous disais donc que j'ai observé la balance commerciale de la France depuis 1870 jusqu'en 1914. Elle est toujours en déficit, sauf pendant quatre années, les années 1872, 73, 74 et 75. Or, les quatre années excédentaires sont celles pendant lesquelles la France a payé à l'Allemagne l'indemnité de guerre que l'Allemagne avait exigée, après notre défaite de 1870.

Vous avez là une illustration décisive de l'existence de ce mécanisme qui tendait à déterminer, globalement, les balances des paiements, en en assurant l'équilibre : nous payons à l'étranger ; immédiatement la balance commerciale s'adapte, fournit les excédents de devises nécessaires, et, dès que le paiement prend fin, la balance redevient déficitaire, comme antérieurement.

Autre exemple, qui n'est pas moins caractéristique, et plus proche de l'actualité : en 1917 et en 1918, la balance commerciale de la France est en déficit de 20 milliards de francs, à peu près des francs-or... Pendant ces deux années, nos alliés anglais et américains nous ont fourni 17 milliards de francs de crédits, de sorte que le déficit était à peu près le déficit d'avant-guerre, majoré de ces crédits qui nous avaient été fournis pour acheter à l'étranger.

Un beau jour, en mars 1919, nos alliés anglais et américains décident de cesser ces ouvertures de crédits. Immédiatement la balance commerciale, qui perd cet élément d'actif, commence à varier et, en 1921, en une période plus proche de la fin de la guerre que celle où nous sommes

actuellement, le déficit de la balance commerciale française était réduit à 2 milliards 295 millions de francs, c'est-à-dire que la variation avait été à peu près exactement du montant des crédits qui avaient disparu dans notre balance des paiements.

Autrement dit, en deux ans, l'adaptation de la balance commerciale de la France à la situation nouvelle résultant de la disparition des crédits étrangers était intervenue, et avec la rigueur que vous observez.

Mais, fait bien plus remarquable encore, ce déficit de 2.295 millions de francs de 1921 représentait, en francs d'avant-guerre, étant donné la hausse des prix, environ 575 millions. Autrement dit, en 1921, alors que le quart du territoire national était encore improductif (car, si les destructions de la dernière guerre ont été beaucoup plus dispersées que celles de la précédente, il ne faut pas oublier que celles-ci étaient également singulièrement graves et qu'elles affectaient, vous le savez mieux que personne, les régions les plus exportatrices de l'économie nationale), en 1921, dis-je, le déficit de la balance commerciale de la France, deux ans après la fin de la guerre, était tombé, en pouvoir d'achat, au tiers de ce qu'il était en 1913.

En 1913, en effet, le déficit était de 1.540 millions de francs de 1910 ; en 1921, il était de 575 millions de francs de 1910.

N'est-ce pas là une preuve décisive de l'efficacité de ce mécanisme des changes et des prix. D'ailleurs, il ne peut pas ne pas être efficace, puisque la variation de change ou de prix se poursuit jusqu'au moment où le résultat qu'elle tend à promouvoir a été obtenu. Il est donc impossible qu'elle ne réussisse pas à rétablir l'équilibre.

J'espère que ces exemples — il y en aurait bien d'autres, car il n'y a pas d'exception à l'efficacité de ce mécanisme — suffisent à vous convaincre que, tel qu'il fonctionnait avant la guerre de 1914 et dans l'entre-deux-guerres, le mécanisme des variations combinées de change et de prix assurait, en fait, d'une façon permanente, l'équilibre global des balances de paiements. Grâce à lui, vous étiez assuré, quand vous aviez un paiement à faire à l'étranger, de trou-

ver les devises nécessaires, sans que personne ait à se préoccuper d'en susciter l'existence.

Quelle est, au regard de cette constatation, la situation actuelle ? C'est pour la juger que j'ai tenu à vous présenter ces quelques considérations historiques.

La situation actuelle est l'effet d'un certain nombre de mesures successives, dont la première a été la généralisation des contrôles de changes.

Qu'est-ce que le contrôle des changes ? C'est un régime qui interdit, sous menace de sanction, de contracter en monnaie étrangère à un cours différent du cours officiel.

Il y aurait beaucoup à dire — et je crois que ce serait très important — sur la genèse du contrôle des changes dans le monde. C'est en Allemagne qu'il est intervenu pour la première fois. Paradoxalement, ce sont les puissances occidentales, États-Unis, Angleterre, France qui, en 1931, par les accords de stand-still, ont largement contribué à l'établir. Par là, elles ont rendu Hitler possible. Mais ceci est une autre histoire...

Le contrôle des changes a supprimé la convertibilité et a immobilisé le cours des changes. Par cette double conséquence, il a fait disparaître le mécanisme qui tendait à assurer l'équilibre des balances de paiement. Conséquence : les balances de paiements ont cessé d'être équilibrées.

La première conséquence de l'immobilisation du change allemand, par exemple, a été que la balance commerciale franco-allemande n'a plus été équilibrée et que l'Allemagne n'a plus payé ses achats en France. Il fallait bien nous défendre, et pour nous défendre nous avons inventé le clearing. J'ai négocié personnellement, en 1934, avec le Docteur SCHACHT, les premiers accords de clearing auxquels la France ait participé. Le clearing franco-allemand était une réaction de défense. L'Allemagne ne payait plus nos exportateurs. Nous avons dit aux Français qui avaient des règlements à effectuer en Allemagne : « Au lieu de payer les Allemands, vous paierez les Français que l'Allemagne n'a pas payés. »

Mais le clearing, non seulement brise le mécanisme stabilisateur, mais tend à l'inverser. Par là, il tend à aggraver la situation déficitaire qui l'a rendu nécessaire. L'Allemagne avait de plus en plus intérêt à acheter en France, mais de moins en moins la possibilité de payer.

Le régime était absurde. Je peux le déclarer puisque j'ai contribué à l'établir, parce qu'on ne pouvait pas ne pas l'établir. Il n'était qu'une réaction de défense, et quiconque avait le sens des réalités savait qu'il n'y avait pas d'autre issue. La politique est l'art de choisir la moins mauvaise solution, mais la moins mauvaise solution était détestable, ce qui est un défaut, et elle était absurde, ce qui est pire, parce qu'elle tendait à aggraver le mal.

Depuis, nous avons fait beaucoup mieux !

Cette situation, nous l'avons, en effet, généralisée. Les clearings étaient un instrument bilatéral. Nous avons créé un grand instrument plurilatéral. C'est le Fonds monétaire international. Le Fonds monétaire international est un instrument exactement analogue au clearing franco-allemand. Il a peut-être un peu moins de défauts, parce qu'il est plurilatéral. Mais vous savez tous qu'en additionnant des déficits, on n'arrive pas à faire un excédent.

Le Fonds monétaire international entraîne toutes les conséquences d'un clearing national bilatéral, c'est-à-dire qu'il brise le mécanisme stabilisateur et, par là, fait disparaître toute influence tendant à assurer l'équilibre des balances de paiements.

Quelle est, au fond, l'essence de ce système ? C'est qu'il supprime tout mécanisme d'ajustement par variations de prix relatifs.

Prenons un exemple concret. Vous avez tous vécu la situation qui existait avant la dernière dévaluation. Vous savez bien qu'étant donné les niveaux de prix en France et aux États-Unis, il était impossible d'exporter de France les produits susceptibles d'être trouvés aux États-Unis. Le maintien de ce cours de change était la mesure la plus efficace que l'on pût concevoir pour entretenir le déficit de la balance des paiements de la France, donc pour créer cette rareté de dollars, cause de tant de nos maux.

Eh bien, il est tout de même curieux que ce mal, dont on

se plaint tant, on le crée soi-même, et qu'on s'agrippe, de toutes ses forces, au système qui a pour effet de l'entretenir.

Quand on discute avec des économistes, ils sont souvent d'accord sur les conclusions qui précèdent. Ils disent : « Nous reconnaissons que nous avons brisé le mécanisme stabilisateur. Mais vous êtes des attardés. Ce mécanisme stabilisateur, c'était bon au temps où les échanges étaient strictement individuels, au temps où les courants internationaux n'étaient pas « organisés ». Nous reconnaissons que le contrôle des changes, le fonds monétaire, tout cela a brisé le mécanisme stabilisateur ; mais, en échange, nous avons institué un système qui permet de substituer un ordre conscient à l'ordre spontané que créaient les libres mouvements de change et de prix, et cet ordre conscient, c'est la planification qui l'impose au monde. »

Ce que je voudrais maintenant rechercher avec vous, c'est le degré réel de planification qui existe dans ce monde où nous vivons, et si vraiment la planification que l'on invoque comme justification et excuse des mesures d'immobilisation des changes et des prix peut servir de substitut au mécanisme inconscient qui avait si bien réussi, dans le passé, à assurer l'équilibre des échanges internationaux et la pérennité des sociétés.

Quelle est donc, actuellement, dans le monde, l'efficacité des systèmes qui tendent à parer, par l'organisation consciente des échanges internationaux, à la déficience des mécanismes stabilisateurs ?

D'abord, il y a l'exemple de la guerre. Évidemment, pendant les hostilités, la planification était relativement efficace. Il était relativement facile de planifier les échanges internationaux, parce qu'il n'y en avait pas, ou extrêmement peu. Tous les transports étaient pratiquement contrôlés par l'État, les frontières fermées, les bateaux attribués par l'État. On ne pouvait importer qu'au prix d'autorisations innombrables. On réussissait ainsi, dans une large mesure, à planifier les échanges, et surtout à limiter les importations au niveau répondant aux ressources dont on disposait, elles-mêmes conditionnées par des accords politiques d'attribution de crédit.

Mais, en temps de paix, le problème est très différent. En temps de paix, d'abord, pour obtenir des ressources étrangères, il faut trouver un acheteur étranger. Vous connaissez mieux que moi le problème que pose la recherche d'un acheteur étranger, mais vous savez aussi que, jusqu'à présent, dans le monde, il existe peu de moyens d'imposer un achat à un étranger qui ne veut pas acheter parce que le produit qu'on lui offre est trop cher dans sa monnaie. Sauf périodes exceptionnelles, où il n'y a rien à vendre, ce sont essentiellement des considérations de prix qui décident les acheteurs, et quand la différence entre prix intérieurs et prix étrangers est le contraire de ce qu'elle devrait être, l'acheteur étranger n'achète pas. De ce fait, quand, après avoir brisé le mécanisme des changes, on veut vendre malgré tout à l'étranger, il faut « intervenir ».

Il faut, par diverses méthodes de péréquation ou par des subventions directes, modifier les prix relatifs. C'est là une méthode courante dans les pays d'économie planifiée. Il faut abaisser le prix du produit qu'on veut exporter jusqu'au moment où un acheteur se présente pour l'acheter. Mais, subventionner, cela coûte cher ; les ressources qu'on peut tirer des exportations ainsi obtenues sont forcément limitées. Il faut donc réduire l'importation au niveau des ressources dont on dispose. Il y a lieu de noter qu'en régime de change fixe, comme on est en même temps, toujours, en état de déficit, les prix intérieurs augmentent constamment. De ce fait, la situation n'est pas stable ; elle va constamment s'aggravant, et il devient de plus en plus difficile de trouver des acheteurs étrangers, c'est-à-dire de plus en plus difficile d'obtenir des ressources de l'étranger. Il faut donc, de plus en plus, limiter les importations. Ce régime tend ainsi, inévitablement, à amener à zéro le montant des importations possibles, puisque plus il dure, plus le montant des ressources qu'on tire de l'exportation diminue.

Lorsque les exportations sont tombées à néant, on procède généralement à une dévaluation. Mais le même processus recommence à jouer à partir du niveau qu'il établit. Au bout d'un certain temps, on constate à nouveau que le montant des ressources disponibles est réduit à zéro ;

alors, on fait un nouveau pas dans la voie de la dévaluation. On se trouve ainsi dans un régime de planification, dont vous voyez qu'il est régi par des forces qui ne sont pas très « conscientes ».

A côté de nous, nous avons l'exemple de l'Angleterre. Les économistes anglais nous disent : « Nous, nous savons planifier notre balance des paiements, nous sommes disciplinés, nous avons du civisme, nous avons créé un régime efficace d'organisation des échanges internationaux. » Eh bien, regardons ce qu'ont fait les Anglais.

J'ai reçu récemment un document : Economic Survey for 1948, qui est du plus haut intérêt. Il expose le plan pour 1948 et la mesure dans laquelle le plan de 1947 a été exécuté.

Il faut rendre hommage aux Anglais, pour leur honnêteté, leur sincérité dans l'exposé des résultats de leur gestion. Il y a dans ce document, à la page 56, un appendice I exprimant la mesure dans laquelle les objectifs de 1947 ont été atteints. Je lis :

	En livres
— Excédent des dépenses au titre des importations, par rapport aux prévisions.	124.000.000
— Excédent des dépenses du Gouvernement à l'extérieur, par rapport aux prévisions	36.000.000
— Déficit des recettes provenant des exportations, par rapport aux prévisions.	75.000.000
— Déficit sur les revenus invisibles....	90.000.000
Total du déficit par rapport aux prévisions	325.000.000

325.000.000 de livres, cela fait, au cours actuel, plus de 300 milliards de francs. Vous m'avouerez que l'efficacité de la planification, dans ce pays idéal, dit-on, de l'économie planifiée, a été, en 1947, assez limitée. La situation est meilleure, dit-on, en 1948. Attendons le résultat.

Il y a, à la page suivante du même document, un rensei-

gnement plus intéressant encore, peut-être parce que plus simple : c'est la répartition effective de la main-d'œuvre en Angleterre, comparée aux prévisions du Plan. Il y a deux colonnes :

	Prévisions du Plan 1947	*Résultats obtenus*
	—	—
Charbon.....	+ 40.000	+ 28.000
Public Utilities (Eau, Gaz, Électricité).....	+ 17.000	+ 6.000
Industries des Transports et Navigation.....	— 3.000	+ 54.000
Agriculture et Pêche	+ 39.000	+ 9.000
Construction et Génie civil...	+ 50.000	+ 75.000

Vous voyez, Messieurs, les difficultés qu'il y a, dans un pays qui n'est pas esclavagiste — c'est-à-dire qui ne pratique pas la méthode hitlérienne du travail obligatoire, — de planifier la répartition de la main-d'œuvre. Vous savez bien que, dans nos régimes, heureusement, les travailleurs ont le droit de décider librement de l'emploi qu'ils font de leur force de travail et qu'ils se décident, notamment, au vu des conditions de rémunération qui leur sont offertes.

Les Anglais ont senti la difficulté. Il y a quelques mois, ils ont donné à leur Gouvernement la faculté d'imposer à tel ou tel travailleur l'acceptation d'un emploi déterminé. Ils se sont ainsi engagés dans la voie de la répartition obligatoire de la main-d'œuvre. En ce qui me concerne, je suis certain que cette mesure sera inefficace, parce que l'Angleterre est bien trop attachée à la liberté individuelle pour que pareil système, étroitement apparenté aux régimes esclavagistes, puisse être appliqué chez elle. Il est inconcevable que, dans nos régimes, on puisse efficacement pratiquer la répartition obligatoire de la main-d'œuvre.

Mais si l'on ne peut obtenir une répartition de la main-d'œuvre conforme au plan, on ne réussira pas à produire ce que le plan aura prévu, donc à exporter les articles dont le plan aura prévu l'exportation. On n'aura donc pas les de-

vises sur lesquelles on comptait pour le financement des importations. Et, si on n'a pas ces devises, on sera bien obligé d'en venir à un système du type Import-Export, tel que celui dont nous parlions tout à l'heure, parce qu'il sera le seul moyen de mettre à votre disposition les devises indispensables pour que vous puissiez poursuivre vos fabrications.

Mais, là encore, on dira : « Vous êtes un attardé, car, cela, c'est de la planification nationale, alors que, grâce au Fonds monétaire international, il existe une planification internationale susceptible, elle, d'assurer efficacement l'équilibre des balances des paiements, que les mouvements de change et de prix n'affectent plus. »

Voyons maintenant ce que représente, en fait, la planification internationale.

Dans l'*Acte de Bretton Woods*, qui constitue la charte du Fonds Monétaire International, un certain nombre de chapitres prévoient des mesures d'organisation économique. Tout d'abord, il est dit que chaque État a l'obligation de maintenir, sauf autorisation du Fonds, le cours du change qui a été approuvé par le Fonds. Si un État veut modifier le pair de sa monnaie, il faut qu'il obtienne l'assentiment du Fonds, et vous avez le souvenir des petites difficultés que nous avons eues récemment à faire approuver par le Fonds le nouveau régime de change que nous avions en vue.

Il y a un article XX, section 4, qui est extrêmement intéressant, car il est intitulé : Détermination initiale du pair. Avant d'ouvrir ses portes, le Fonds Monétaire devait demander à chaque État de lui indiquer quel était le cours du change qu'il souhaitait se voir appliquer. Le Fonds ne devait accepter ce cours qu'après une étude approfondie tendant à démontrer que le cours était un cours raisonnable, susceptible d'assurer l'équilibre de la balance des paiements.

Que s'est-il passé, en fait ? Chaque État a envoyé au Fonds l'indication du cours du moment, du cours qui, par hasard, existait au moment où le Fonds Monétaire allait commencer à fonctionner, et le Fonds, après quelques

semaines de réflexion, a approuvé tous les cours existants.

Vous voyez que, comme degré de planification, c'est assez limité ! Le Fonds a reconnu que ce problème de la détermination, *a priori*, dans chaque pays, du cours de change optimum, était un problème tellement complexe, mettant en cause toutes les conditions de l'équilibre interne, niveau des salaires, niveau des prix, structure sociale, qu'il était inimaginable qu'un petit conseil de gens sans autorité, siégeant à Washington, décide qu'ici, là, en France, en Belgique, au Luxembourg, en Hollande, sur une décision du Fonds, on modifie un cours de change !

Dès qu'on a voulu appliquer la section 4 de l'art. XX, il est apparu que la mission confiée au Fonds était purement théorique et qu'il ne pouvait faire qu'une chose : approuver les cours de change que les États lui proposaient. Je voudrais bien qu'on me dise dans quelle mesure il y a là de la planification internationale ! Il y a des apparences de planification, mais aucune réalité.

Il est vrai qu'il y a un autre article, l'article VII qui, d'abord, parle de la situation qui existe lorsqu'une monnaie devient rare... C'est une situation que nous connaissons bien ! Là, le Fonds a des attributions décisives... (Section 3 *a*) :

« *Si le Fonds constate que la demande d'une monnaie menace sérieusement de réduire l'aptitude du Fonds à fournir ladite monnaie, le Fonds devra, qu'il ait ou non publié un rapport aux termes de la Section* 1 *du présent article, proclamer officiellement la rareté de ladite monnaie, et devra, à partir de ce moment, répartir les avoirs existants et à venir en tenant dûment compte des besoins relatifs des Etats membres, de la situation économique internationale et de toutes autres considérations pertinentes. Le Fonds publiera aussi un rapport sur sa politique.* »

Je vous demande ce qui arrivera quand le Fonds publiera un rapport sur les causes de la rareté du dollar dans le monde ? On lira le rapport, peut-être, dans des cercles limités, mais cela changera-t-il en quoi que ce soit les politiques nationales, qui sont le produit des tendances profondes, sentimentales plus que rationnelles, qui animent les peuples.

Il est vrai que les organisateurs du Fonds, gens sages et prudents, ont voulu donner au Fonds une arme qu'ils tenaient pour décisive. C'est celle qui est prévue dans la Section 8 de l'article XII : « Communication d'opinion aux Membres » :

« *Le Fonds aura le droit, à tout moment, de communiquer officieusement à tout membre ses opinions au sujet de toute question soulevée par les présents accords.*

« *Le Fonds pourra, à la majorité des deux tiers de la totalité des voix, décider de publier un rapport adressé à un membre au sujet de la situation monétaire et économique et au sujet des développements qui tendent directement à produire un déséquilibre grave dans la balance internationale des comptes des États membres.* »

Voilà l'arme majeure, la publication. Le Fonds, s'il a une opinion, et je viens de vous montrer que, jusqu'à présent, il n'en avait pas eue sur le pair des monnaies nationales, de Fonds, dis-je, a une arme décisive, c'est la publication de son opinion... Eh bien ! Messieurs, tout ce que je viens de vous dire vous montre bien que, quand on prétend avoir substitué la planification internationale à l'action des mécanismes automatiques et inconscients, on a d'abord menti, ce qui est fâcheux, mais surtout on s'est couvert de ridicule.

Vous connaissez ces montres que les enfants portent au poignet, les petits enfants... très petits... où il y a des aiguilles qui se déplacent quand on tourne le remontoir, mais pas de mécanisme. Elles ressemblent singulièrement à l'instrument de Bretton Woods. On a pris la forme, on a sacrifié la substance. Ce n'est plus un mécanisme régulateur des échanges internationaux, mais une simple apparence de mécanisme. Et la planification par laquelle on prétendait remplacer le mécanisme disparu, je viens de vous montrer qu'elle était dérisoire.

Alors, quelle est la situation ?

La situation est très simple. Nous avons brisé tous les mécanismes qui étaient susceptibles d'assurer l'équilibre international. Ils n'existent plus, et nous n'avons mis à leur place que des apparences de planification.

Dans un pareil cadre, il n'est pas étonnant que vous ne

puissiez obtenir les devises nécessaires à vos achats de matière première. Ce qui serait étonnant, c'est que vous les obteniez.

Et pourtant, il est indispensable, si l'on veut que les Français soient vêtus, que vous importiez. Si nous étions vraiment en régime planifié, on aurait pesé l'importance relative des divers besoins de devises, et déterminé par cette analyse le montant des licences d'importation à vous attribuer.

Mais tous ceux qui ont essayé de planifier une balance des paiements savent qu'en pareil domaine l'action raisonnée est impossible. Le problème est trop complexe pour être passible de nos méthodes d'analyse... Je me rappelle une négociation avec un pays d'Amérique du Sud. Il s'agissait de fournir à ce pays, par nos achats, les ressources nécessaires au paiement des créances de nos obligataires. Nous pouvions acheter du cuivre rouge, des nitrates ou des oignons. Nous avions donc le choix, ou de diminuer les débouchés de certains producteurs métropolitains ou coloniaux, ou de réduire le service que recevraient les prêteurs français, détenteurs de créances sur ledit pays.

Ce problème était extraordinairement simple. Imaginez-vous qu'il soit possible de le résoudre consciemment ? Et pourtant, les problèmes que le planificateur doit quotidiennement résoudre sont infiniment plus complexes, puisque au lieu de se jouer entre quatre solutions seulement, ils impliquent un choix entre 10.000 ou 100.000 combinaisons, toutes également possibles.

On dit que j'ai fait jadis, à l'École Polytechnique, un peu de mathématiques. Le souvenir que j'en ai gardé, c'est que, pour qu'on puisse résoudre un problème par les voies de l'analyse mathématique, il faut qu'il ne soit pas trop compliqué. Dès qu'on se trouve devant des systèmes à 4 ou 5 inconnues, l'esprit humain le mieux doué devient impuissant. Que dire alors quand il y a une infinité d'inconnues. (1) Mais il faut cependant décider. Quand on est malhonnête, on fait appel à des critères égoïstes, d'intérêt

(1) A l'époque où cette conférence a été prononcée, les ordinateurs n'étaient pas encore d'usage courant.

politique ou financier. Mais quand on est honnête, on fait comme les camarades du Ministère des Finances à votre égard : on prend un critère arbitraire, en se disant que ce n'est pas une solution raisonnée, et peut-être pas une solution raisonnable, mais que c'est tout de même une solution.

C'est ainsi que l'on vous a autorisé, dans le cadre du système Import-Export, à garder les devises provenant de vos exportations et à en faire l'usage qui vous semblerait le meilleur. Mais quel est le sens de cette décision ?

Eh bien, elle met dans la main de ceux qui achètent vos produits, c'est-à-dire d'étrangers, la détermination de la quantité de laine dont les Français disposeront. Suivant que ceux-là achèteront plus ou moins, ceux-ci auront plus ou moins de tissu pour se vêtir. Or, à partir de chaque dévaluation, l'évolution interne est toujours la même. Les prix intérieurs augmentent, c'est-à-dire que vos débouchés se ferment progressivement. De ce fait, la quantité de laine dont on disposera pour la consommation intérieure diminuera progressivement jusqu'au moment où une nouvelle dévaluation vous ouvrira de nouveaux débouchés. Peut-on appeler cela de la planification ? C'est de l'arbitraire pur et simple. Je dirai même que le seul avantage du système qui vous est appliqué, son seul mérite, c'est qu'il est arbitraire. Il est la preuve que ceux qui l'ont conçu ont voulu retrouver un certain degré d'automatisme, c'est-à-dire se délivrer de la nécessité de choisir en fonction d'intérêts qu'ils savaient ne pouvoir départager, au moins d'une manière avouable. Ce qu'il y a de tragique dans le monde que nous avons créé, c'est qu'on ne peut imaginer, dans les circonstances où nous sommes, une solution moins mauvaise. Je crois bien qu'il n'y en a pas ; nous avons fait un monde absurde, et nous portons le poids de cette absurdité.

Mais alors, quel est l'avenir qui s'offre à nous ?

Je suis convaincu que nous avons le choix entre deux systèmes, mais entre deux systèmes seulement.

Je ne voudrais pas que vous tiriez de mes propos la conclusion que la planification est nécessairement inefficace. Je ne le crois pas. Je pense au contraire que, lorsque certaines conditions sont satisfaites, la planification peut attein-

dre un certain degré d'efficacité. Les Allemands, pendant la dernière guerre, avaient réussi à établir une planification qui n'était pas totalement efficace, mais qui l'était plus que celle à laquelle nous nous essayons. Je crois que les Russes réussissent à faire observer avec une certaine précision leurs plans quinquennaux. Mais la planification ne peut être efficace que si elle est appuyée par les camps de concentration, la délation, le contrôle postal, l'espionnage, la réduction au minimum des prestations aux particuliers, toutes ces choses que nous avons bien connues pendant l'occupation.

Si on veut tout cela, la planification peut être une solution.

Mais, si on ne le veut pas — et j'espère qu'il y a dans le monde un certain nombre d'hommes qui ne le veulent pas — alors il faut dire et proclamer qu'il n'y a qu'une issue — et je le dis avec la certitude de ne pas me tromper, avec toute la conviction dont je suis capable —, c'est de reconstituer, et de reconstituer le plus vite possible, des mécanismes susceptibles d'assurer automatiquement, en dehors de la planification totale à base de camps de concentration, l'équilibre des balances de paiements.

Quelle est la politique qui peut conduire à ce résultat ? Je crois que, là aussi, il n'y a guère d'hésitation sur le chemin à suivre. Le terme final, c'est la convertibilité. Mais il n'est pas possible, quand les budgets internes sont en déficit, de la rétablir du jour au lendemain, d'autant plus qu'on ne saurait pas à quel taux la rétablir. Il faut déterminer le cours de change optimum, et c'est un problème infiniment difficile. J'ai eu à le résoudre trois fois dans ma carrière.

En 1926, j'ai été appelé au cabinet de M. POINCARÉ pour faire un mémoire sur le cours de stabilisation du franc. En 1927, j'ai fait la même chose en Grèce, et en 1928 en Bulgarie. Ce problème de la détermination du cours du change optimum est un des plus difficiles qui soient, car il comporte une infinité de solutions qui mettent en cause tous les facteurs de la situation intérieure.

Il exige en particulier que l'on décide du niveau auquel on laissera les salaires se fixer.

A l'époque POINCARÉ, nous avons pris comme critère fondamental la nécessité de choisir un cours qui n'impliquerait aucune diminution de salaire. C'était le plancher au-dessous duquel il ne fallait pas descendre. Quant au plafond, il dépend de la politique fiscale que le Gouvernement veut ou peut pratiquer. Le rendement d'un système fiscal, ce n'est pas un problème déterminé. Il dépend de l'effort que le pays est prêt à consentir et de l'autorité du Gouvernement pour l'imposer. Il n'y a donc pas de moyen de fixer *a priori* tel cours, plutôt que tel autre. Il faut tâter l'opinion du pays, mesurer sa volonté d'assainissement et son esprit de sacrifice. Encore n'est-on jamais sûr de ne pas s'être trompé.

Ce problème de la convertibilité, je suis convaincu que c'est, en réalité, le problème de la civilisation dans le monde. Suivant qu'on ira ou non dans la voie de la convertibilité, on tendra ou non à rétablir ce que nous qualifiions jadis de « civilisation ». La morale, le caractère obligatoire des engagements, la justice, la responsabilité individuelle, toutes ces choses n'ont pas de sens dans un système où l'on peut, en vous refusant des devises, vous mettre dans l'impossibilité de payer une dette. La responsabilité individuelle, en système de contrôle des changes, n'existe pas. Il ne peut y avoir de responsabilité individuelle pour un industriel dont le sort dépend du contingent de charbon qu'on lui alloue.

Tout l'avenir de notre civilisation dépend des décisions que nous prendrons en matière de politique monétaire. La situation est grave, parce que le mal est profond.

Je ne crois pas qu'à tous les problèmes que pose la dégradation présente du système des échanges internationaux, il y ait d'autre remède qu'une solution d'ensemble, qui fixe clairement le but à atteindre et affirme sa prédominance sur tous les autres.

Mais pour que pareille solution soit possible, il faut qu'elle recueille l'assentiment de tous ceux qui pensent et vivent les problèmes monétaires.

Quelquefois, nous voyons ce monde de si près que nous en perdons la vue d'ensemble.

La conclusion de ces quelques réflexions, c'est que,

dans le système que nous avons établi, il n'y a plus aucune raison pour que les balances des paiements soient équilibrées.

Si l'on admet cela, tous les hommes de bonne foi, quel que soit leur parti, quelles que soient leurs préoccupations secondes, doivent être d'accord sur cette nécessité fondamentale de reconstituer dans le monde, le plus tôt possible, un régime susceptible, non seulement de durer, mais même d'exister. Je suis convaincu, pour ma part, que si on veut pareil régime, sans admettre l'éventualité d'une planification totale, il n'y a pas d'autre solution que le retour le plus rapide possible à un système de convertibilité métallique.

Encore un mot, mais essentiel, sur les aspects sociaux de cette conclusion. On dit souvent : ce système est cruel, il impose des souffrances aux classes les plus défavorisées. Tout à l'heure, votre Président évoquait les articles que j'ai publiés récemment dans le *Figaro* : dans un débat à l'Assemblée, un député a dit : « M. RUEFF, dans ces articles, propose la libération des prix et l'immobilisation des salaires ; c'est donc sur la misère du peuple qu'il fonde l'assainissement de la situation. »

Je n'ai pas démenti, car tous ceux qui m'avaient lu savaient que la thèse que l'on me prêtait n'était pas la mienne.

Il ne s'agissait en aucune façon d'immobiliser les salaires et de libérer les prix, mais de tendre vers la mobilité des uns et des autres pour redonner aux Français le maximum de produits, donc le plus de bien-être possible.

Rien n'empêche, dans le cadre d'une politique de prix libres et de libre convertibilité, de pratiquer une politique sociale généreuse. Mais, pour que pareille politique ne menace pas la stabilité du niveau général des prix, il faut qu'elle s'exerce dans le cadre d'un budget en équilibre, donc que l'on prenne aux uns ce que l'on entend donner aux autres.

Une politique de liberté des prix n'est pas une politique antisociale. Bien au contraire, elle est la seule qui puisse donner véritablement aux classes les plus défavorisées les satisfactions qu'elles sont en droit d'attendre, et que les

politiques adverses leur promettent sans jamais les leur procurer.

Quant aux programmes d'élargissement des marchés et d'union douanière — dont on parle tant et qui sont dépourvus de sens dans l'état actuel des échanges internationaux —, il n'est qu'un moyen de les mettre en œuvre : c'est de recréer un système monétaire international, qui assure, en tous temps, l'équilibre des balances des paiements et, par là, rende possible la suppression des entraves aux échanges dans la collectivité internationale que l'on se propose d'instituer.

Chapitre IV

LE PROBLÈME EN 1928 AVEC GROS PLANS SUR LES RÉPARATIONS ALLEMANDES

A) UNE ERREUR ÉCONOMIQUE : L'ORGANISATION DES TRANSFERTS (1)

I. — *L'équilibre de la balance des paiements.*
La théorie des transferts.
L'équilibre des règlements internationaux avant la guerre.
La balance commerciale de la France depuis 1914.

II. — *Les prix et l'équilibre des paiements internationaux.*
L'exemple de la France de 1919 à 1922.
La dépréciation monétaire.
Le point de vue budgétaire.

III. — *La capacité de paiement de l'Allemagne n'est limitée que par ses facultés budgétaires.*
Il n'y a pas de question de transfert.
Importance du problème budgétaire.
Les prestations en nature.
Le règlement définitif des réparations.

I. — L'équilibre de la balance des paiements.

En vertu d'une des dispositions les plus originales du plan Dawes, un Comité des Transferts a été chargé de veiller à ce qu'aucun versement en espèces ne soit effectué par l'Allemagne s'il risque d'ébranler la stabilité du mark.

Cette disposition s'inspire évidemment de l'idée que le montant des sommes transférables sans troubles monétaires est strictement limité et qu'il pourrait notamment se trouver inférieur au montant des prélèvements opérés

(1) Étude publiée dans *L'Information* des 4, 7 et 8 novembre 1928 et en une brochure de la même année chez Gaston Doin et Cie, éditeurs (épuisée).

par l'Allemagne, directement ou indirectement, sur son économie nationale pour faire face aux charges des Réparations.

D'ailleurs, la création du Comité des Transferts n'est pas seule à prouver que pareille idée est très généralement admise ; le recours aux prestations en nature implique également la croyance en une limitation du montant de l'annuité transférable en espèces.

C'est à l'examen de cette thèse qu'il peut n'être pas possible, dans des conditions économiques données, de transférer à l'étranger l'intégralité des disponibilités constituées en monnaie nationale au moyen de prélèvements fiscaux qu'est consacrée la présente étude. Son objet pratique ne peut être mis en doute, puisqu'elle tend à rechercher si l'on peut légitimement trouver dans la mesure des possibilités de transferts des raisons de limiter l'annuité mise à la charge des pays débiteurs.

Elle négligera délibérément les aspects politiques du problème, pour se limiter aux questions d'ordre économique qu'il soulève. Ainsi, toutes les raisons de fait qui ont pu, en 1924, inspirer les recommandations des experts ne seront pas évoquées ici, pas plus que les garanties indirectes qui, à la même époque, ont pu résulter de leur application. Si donc nous prétendons que l'organisation des transferts constitue une erreur économique, ce n'est nullement par rapport au problème particulier que les experts du Comité Dawes ont eu à résoudre en 1924 — peut-être la création d'un Comité des Transferts constituait-elle alors l'expédient le mieux adapté à la situation politique complexe qu'il s'agissait de dénouer — mais seulement au regard des thèses économiques qu'elle semble impliquer et, qu'en fait, l'opinion publique a cru sanctionnées de l'autorité des experts.

La théorie des transferts.

La croyance en l'existence d'un problème des transferts dérive de l'idée qu'à chaque instant la balance des dettes et créances extérieures d'un pays est déterminée avec une certaine précision par des facteurs économiques quasi permanents.

Si l'on admettait, en effet, qu'il en fût ainsi, l'introduction dans la balance des paiements d'un nouvel élément de passif de montant élevé — tel celui qui résulte pour l'Allemagne des obligations de réparations mises à sa charge — risquerait de troubler l'équilibre de cette balance, faute d'une contrepartie constituée par des créances extérieures exigibles. En ne renonçant pas à effectuer les transferts que comporte cet élément de passif nouveau, on provoquerait inévitablement, en régime de monnaie non stabilisée, la dépréciation continue de l'unité monétaire du pays débiteur et, en régime de monnaie stabilisée, l'épuisement progressif des réserves d'or ou de devises grâce auxquelles la stabilité monétaire peut être maintenue. Dans les deux cas, en ne suspendant pas immédiatement les paiements extérieurs générateurs de ces perturbations, on provoquerait inévitablement des troubles graves et probablement d'irréparables catastrophes dans l'économie du pays débiteur. Ce serait pour éviter pareils désordres que le Comité des Transferts aurait été créé et doté du pouvoir de suspendre les versements extérieurs qui pourraient mettre en danger la stabilité de la monnaie allemande.

L'équilibre des règlements internationaux avant la guerre.

Dès que l'on tente d'apprécier l'utilité de l'organisme nouveau que constitue, dans l'ordre international d'après guerre, le Comité des Transferts, on ne peut pas ne pas être frappé du fait qu'antérieurement à sa création, en dépit d'échanges internationaux particulièrement actifs, aucune catastrophe du genre de celle qu'il a pour objet d'éviter, n'est jamais survenue.

Avant la guerre, en effet, les dettes extérieures se contractaient librement en tous les points du monde, pour les raisons les plus diverses et sans aucun contrôle, alors que les mouvements de capitaux — prêts aux États ou aux particuliers — produisaient dans les balances des paiements de brusques variations de montant extrêmement élevé. Et cependant, dans ces circonstances, où se trouvaient constamment modifiées les conditions d'équilibre des balances

des paiements, il n'est jamais arrivé qu'une réserve de banque d'émission vînt à s'épuiser.

Bien plus, le solde des mouvements d'or de pays à pays était toujours extrêmement réduit par rapport au montant des échanges internationaux et ceci sans qu'aucun comité de transfert, ou aucune autre autorité, se préoccupât jamais de limiter le montant des obligations extérieures à celui des créances étrangères exigibles.

Ainsi, indiscutablement, cet équilibre que depuis 1924 le Comité des Transferts a pour mission d'établir au profit de l'Allemagne était, avant la guerre, sensiblement assuré, d'une manière permanente et dans tous les pays. Or il résultait de l'action simultanée de l'ensemble des individus qui concourent, en toute liberté, à faire naître, directement ou non, des engagements internationaux. Que l'on veuille bien ici porter son attention sur le fait que tout individu qui, en France, boit du thé ou consomme du chocolat, porte des chaussettes de coton ou un veston de drap anglais, brûle de l'essence dans son automobile ou achète à Londres une action Rio Tinto ou de Beers, introduit un élément de passif dans la balance des paiements de la France; que de même l'Anglais, le Brésilien ou le Japonais qui boivent une bouteille de bourgogne ou de champagne, achètent un livre français ou un bibelot fait en France, apportent à la balance des paiements de ce pays un élément d'actif. C'est dire que, pratiquement, ce sont tous les actes quotidiens de millions et de millions d'individus, répartis dans le monde tout entier, qui concourent à former, à chaque instant, ce que nous appelons dans notre jargon d'économistes, le passif et l'actif de la balance des paiements de la France.

Or ces individus innombrables agissent en toute liberté, indépendamment les uns des autres ; ils ignorent tout de leurs actions respectives, et, à aucun moment, aucun d'eux ne se préoccupe jamais des répercussions de ses actes sur le solde des engagements internationaux. Que l'ensemble de ces opérations individuelles conduise, d'une manière permanente et pour tous les pays, à ce merveilleux équilibre que traduit le faible montant des mouvements d'or dans le monde tout entier, c'est là un fait extrêmement curieux

et que l'on ne peut en aucune façon attribuer au hasard.

Si, en effet, il n'existait aucun lien entre le montant global des dettes extérieures d'un pays et celui de ses créances étrangères, on pourrait admettre qu'une fois par hasard, par un concours de circonstances véritablement extraordinaire, le montant du premier se fût trouvé sensiblement égal au second. Mais admettre qu'il en dût être ainsi partout et toujours, sous l'action de 100 ou de 200 millions d'individus agissant indépendamment les uns des autres, cela est aussi impossible que d'admettre, selon l'image classique de M. Émile BOREL, que des singes lâchés dans un magasin de machines à écrire puissent reconstituer, en tapant au hasard sur les claviers, tous les livres de la Bibliothèque Nationale.

Mais alors, si cet équilibre ne peut être fortuit, puisqu'en fait il existe, c'est qu'il a, dans l'ordre économique, une cause qui en assure l'existence ; et cette cause, ce ne peut être que le jeu d'un mécanisme maintenant à chaque instant l'équilibre des dettes et créances extérieures des États, avec une précision que traduit l'ordre de grandeur des mouvements d'or relativement au montant des échanges internationaux.

Certains observeront, il est vrai, que ce mécanisme a pu jouer normalement avant la guerre, alors que des courants commerciaux à peu près stables s'étaient lentement adaptés à des conditions économiques sensiblement permanentes, mais que dans une période troublée, comme celle qui a suivi la signature des traités de paix, les phénomènes naturels seraient impuissants à maintenir l'équilibre des balances des paiements, surtout lorsque cet équilibre se trouverait rompu par des engagements aussi artificiels que les dettes de réparations, engagements dont, au surplus, le montant a varié constamment, au moins pendant la première période d'application du plan Dawes.

A cette observation, un regard sur les statistiques d'avant guerre permet de répondre aisément. Les courants commerciaux n'étaient alors stables en aucune façon et les variations du montant des dettes commerciales dépassaient souvent, d'une année à l'autre, les variations de l'annuité Dawes pendant sa période de croissance.

C'est ainsi que de 1908 à 1909, en France, le montant des importations de marchandises est passé de 5.640 millions à 6.240 millions de francs, soit une différence de 600 millions de francs anciens. Si, alors, le montant des exportations n'avait pas varié, des troubles graves auraient pu survenir. Mais, précisément, bien qu'il n'existât aucun Comité des Transferts, ni aucun organisme chargé de proportionner le montant des créances extérieures à celui des dettes étrangères, la valeur des exportations est passée, pendant la même période, de 5.050 millions à 5.718 millions de francs, augmentant de 668 millions de francs et fournissant ainsi la contrepartie de l'excédent de dettes résultant de l'augmentation des importations (1).

Et puisque aucune catastrophe du genre de celle que redoutaient pour l'Allemagne les experts du plan Dawes n'est jamais survenue, c'est que cette adaptation ne s'est pas produite exceptionnellement, pendant une période particulière et dans un certain pays, mais partout et toujours, avec une rigueur impeccable.

Ainsi nous sommes obligés d'admettre qu'il existait avant la guerre un mécanisme — nullement dangereux pour la santé monétaire des États — qui proportionnait à chaque instant le montant de leurs créances extérieures à celui de leurs dettes étrangères, quelle que fût la rapidité des variations du montant de ces engagements internationaux. Ce mécanisme assurait automatiquement l'équilibre des balances des paiements, remplissant la tâche qui, depuis 1924, incombe, pour l'Allemagne, au Comité des Transferts.

Reste, il est vrai, à mesurer l'efficacité de son action. Il se pourrait, en effet, que dans des circonstances exceptionnellement défavorables, analogues à celles où se trouverait l'Allemagne sous le régime du plan Dawes, il fît naître une tendance au rétablissement de l'équilibre, mais que cette tendance ne fût pas suffisante pour assurer à elle seule ce rétablissement.

(1) On aurait pu aussi bien considérer l'augmentation des exportations comme phénomène initial. Il ne faut pas oublier, en outre, que l'équilibre peut être rétabli par la variation des éléments invisibles de la balance des paiements, et c'est ce qui, en fait, arrive le plus souvent. Mais nous n'en parlons pas ici pour ne pas compliquer l'exposé.

La balance commerciale de la France depuis 1914.

Pour en juger, on ne saurait mieux faire que d'étudier les modifications qui ont affecté la balance commerciale de la France depuis 1914.

D'après les statistiques de l'administration des Douanes, les importations dépassaient les exportations de 1.518 millions de francs en 1912, de 1.540 millions de francs en 1913. Si, conformément aux vues précédemment développées, la balance des paiements était, en ces périodes, nécessairement équilibrée, c'est que, dans ses éléments invisibles, les créances dépassaient les dettes d'environ 1.500 millions de francs. (1)

Ces éléments invisibles comprennent toutes les dettes ou créances internationales qui n'apparaissaient pas dans les statistiques douanières et qui résultent, essentiellement, des mouvements de capitaux, de l'encaissement du revenu des valeurs mobilières étrangères, de l'exécution, pour compte étranger, de transports maritimes ou d'opérations de banque, de l'entretien de touristes étrangers... On s'accordait avant la guerre pour reconnaître que le revenu des valeurs étrangères possédées par des Français constituait un élément d'actif important dans la balance des paiements de la France.

Or il n'est pas douteux que pendant la guerre le montant de ce poste a considérablement diminué. Une fraction importante des valeurs étrangères appartenant à des Français a été remise à l'État sur sa demande et vendue par lui pour se procurer des ressources en monnaies étrangères. D'autre part, certaines valeurs détenues en grande quantité par des Français — telles les valeurs russes — sont devenues improductives. De ce fait, si les autres éléments de la balance des paiements de la France — et notamment sa balance commerciale — étaient restés après la guerre ce qu'ils étaient en 1913, cette balance des comptes eût été en déficit. Pour qu'elle restât en équilibre, il fallait qu'une diminution des dettes extérieures vînt compenser la dimi-

(1) Encore les mêmes arguments. Mais ils étaient, en 1928, aussi indispensables à la démonstration, qu'en 1949 ou en 1965.

nution de créances résultant de la disparition, dans l'actif de la balance des paiements, d'une fraction appréciable des revenus étrangers du pays.

Or en 1921 et 1922, l'afflux de touristes étrangers qui s'est produit en France pendant les années ultérieures n'existait pas encore. D'autre part, le grand mouvement d'exportation de capitaux observé dans la suite n'avait pas pris naissance. Les conditions étaient donc peu différentes de celles d'avant guerre et la diminution des dettes extérieures ne pouvait résulter que d'une réduction du déficit de la balance commerciale.

Ceci étant, on observe qu'en 1921, toujours d'après les statistiques mensuelles de l'Administration des Douanes, la balance commerciale de la France présentait un déficit de 2.295 millions de francs. Mais ces francs étaient évidemment des francs-papier et on ne peut les comparer à des francs d'avant guerre. Pour rapprocher les déficits de 1921 et de 1913, il convient de les exprimer dans la même unité, en dollars, par exemple.

En 1913, le déficit de la balance commerciale de la France était, en dollars, de 1.540 : 5,18, soit 297 millions de dollars. Pendant l'année 1921, le cours moyen du dollar a été de 13,49. Le déficit de la balance commerciale de la France s'élevait donc, pendant la même année, à 2.295 : 13,49, soit 170 millions de dollars, ce qui représente environ 57 % du déficit de l'année 1913.

On trouverait pour l'année 1922 un résultat analogue.

Ainsi, pendant les années 1921 et 1922, le déficit de la balance commerciale de la France s'est trouvé réduit à la moitié environ de ce qu'il était en 1913 (1).

Pour apprécier la portée de cette constatation, il convient d'évoquer la situation de la France pendant les années 1921 et 1922. A cette époque, la partie la plus productive du territoire national était presque entièrement inactive ; les besoins intérieurs d'autre part dépassaient,

(1) Ultérieurement, lorsque des exportations de capitaux massives ont introduit dans la balance des paiements de la France de nouveaux éléments de passif, le déficit de la balance commerciale a encore diminué et s'est même transformé en excédent. C'est là un fait également remarquable et dont l'étude conduirait aux mêmes conclusions.

tant pour la reconstruction des régions dévastées que pour la reconstitution du pays épuisé par la guerre, tout ce qu'il était possible d'imaginer avant la guerre. Et c'est dans ces circonstances extrêmement défavorables, alors que la plupart des industries étaient dans l'impossibilité d'exporter, alors que l'on pouvait importer sans limite, que le déficit de la balance commerciale de la France est tombé à la moitié de ce qu'il était avant la guerre. Ce résultat, en outre, a été obtenu sans aucune intervention d'aucune sorte, sans comité de restriction des importations, sans stimulant artificiel aux exportations, alors qu'il paraissait entièrement irréalisable. Il devrait, dans son invraisemblance, suffire à montrer la puissance irrésistible du mécanisme dont il était l'effet, mécanisme qui a pu obtenir, dans les circonstances les plus défavorables, ce qu'aucune intervention humaine ne pouvait espérer.

II. — Les prix et l'équilibre des paiements internationaux.

Nous avons montré dans le précédent chapitre l'existence et la puissance du mécanisme qui assure et maintient l'équilibre des balances des paiements entre nations, sans aucune intervention autoritaire. Pour rendre plus sensible encore l'inutilité d'une organisation destinée à protéger les pays débiteurs et spécialement l'Allemagne contre le prétendu risque des transferts, il nous reste à préciser la nature de ce mécanisme.

A cet effet, nous étudierons, à titre d'exemple, le problème qui s'est posé lorsque nos Alliés ont brusquement décidé, au début de l'année 1919, de mettre un terme aux ouvertures de crédit grâce auxquelles la balance des paiements de la France était équilibrée.

Pendant chacune des années 1917 et 1918, le montant des crédits politiques consentis à la France par l'Angleterre et les États-Unis s'était élevé, compte non tenu des crédits commerciaux, à plus de 17 milliards de francs. Brusquement, l'élément actif que constituaient dans la balance des paiements de la France ces crédits étrangers a entièrement disparu, faisant ainsi apparaître dans cette balance un déficit annuel d'environ 17 milliards de francs —

pratiquement des francs d'avant guerre. Cette situation était donc tout à fait analogue à celle qu'eût entraînée la brusque introduction dans la balance des paiements d'un élément de passif de même montant, d'une dette de réparations, par exemple. C'était donc là, très exactement, un problème de transferts qui était posé, mais de dimensions très exceptionnelles et notablement supérieures à celles de tous les problèmes que soulevait le paiement par l'Allemagne des réparations.

Pour rechercher comment il s'est résolu, il faut d'abord rappeler la théorie classique suivant laquelle l'équilibre des balances des paiements serait exactement assuré, à chaque instant, par les mouvements de change ou de prix. Selon cette théorie, lorsqu'une balance des paiements serait en déficit, il se produirait, sous l'effet des transferts de pouvoir d'achat générateurs du déficit et des mouvements d'or qui en seraient la conséquence, une baisse des prix intérieurs et une hausse du cours des monnaies étrangères tendant à stimuler les exportations et à entraver les importations jusqu'à complet rétablissement de l'équilibre antérieur.

Exposée sous cette forme simpliste, la théorie classique appelle de nombreuses réserves (1) ; toutefois, comme nous l'avons montré dans notre ouvrage sur la « Théorie des phénomènes monétaires » (2), il est possible de les négliger ici, sans inconvénient pour l'analyse du problème.

Ainsi donc, pour rechercher si le phénomène prévu par la théorie classique a joué lorsque est apparu dans la balance des paiements de la France le déficit consécutif à la suppression des crédits internationaux, nous comparerons le niveau général des prix en France au niveau général des prix étrangers évalués en francs, prenant pour expression de ce dernier la moyenne des prix de l'Angleterre et des États-Unis évalués en francs.

Le niveau des prix américains évalués en francs représentera ce qu'un Français devrait payer pour acheter, à l'époque considérée, l'assortiment de marchandises utilisé pour le calcul de l'indice des prix de gros américains, le

(1) Elles ont été sommairement énoncées pages 19 et 20 ci-dessus.
(2) Payot 1927, 2e partie (épuisé).

prix de cet assortiment étant supposé égal à 100 pendant l'année 1913 choisie comme période de base. Ainsi lorsque le niveau des prix en France sera supérieur au niveau moyen des prix étrangers évalués en francs, on aura avantage, en raison de la différence des cours, à acheter à l'étranger pour vendre en France : les importations en France se trouveront stimulées et les exportations entravées. Lorsque, au contraire, cette différence diminuera et lorsque, continuant à diminuer, elle deviendra négative, le niveau des prix en France étant inférieur au niveau des prix étrangers évalués en francs, il y aura avantage à acheter en France pour vendre à l'étranger. Alors les exportations de France se trouveront stimulées, les importations entravées et d'autant plus que la différence négative sera plus grande en valeur absolue.

Si donc la théorie classique est vraie, lorsque apparaît un brusque déficit dans la balance des paiements d'un pays déterminé, *on doit pouvoir observer une brusque diminution* de la différence entre le niveau des prix intérieurs et celui des prix étrangers évalués dans la monnaie de ce pays, diminution qui doit se poursuivre tant que le déficit persiste et prendre fin seulement lorsque l'équilibre antérieur a été rétabli.

L'exemple de la France de 1919 *à* 1922.

Pour rechercher si ces vues sont exactes, nous examinerons ce qui s'est passé lorsque est apparu, dans la balance des paiements de la France, le déficit provoqué par la brusque disparition des crédits internationaux à l'aide desquels elle était équilibrée.

Nous avons représenté dans le diagramme de la page 107 les variations de la différence entre le niveau des prix en France et le niveau moyen des prix étrangers évalués en francs pendant la période 1915-1922. Nous avons indiqué au-dessous, en trait pointillé, les variations pendant la même période de la balance commerciale de la France.

On peut observer ainsi que pendant les années 1917 et 1918, la balance commerciale de la France est en déficit d'environ 20 milliards de francs par an. Mais ce déficit est

entièrement couvert par les crédits politiques, de montant à peu près équivalent, que nous consentent nos Alliés. Il n'y a donc à aucun moment sur les marchés des changes, des demandes non satisfaites de devises contre franc ; tout se passe comme si la balance des paiements de la France était équilibrée.

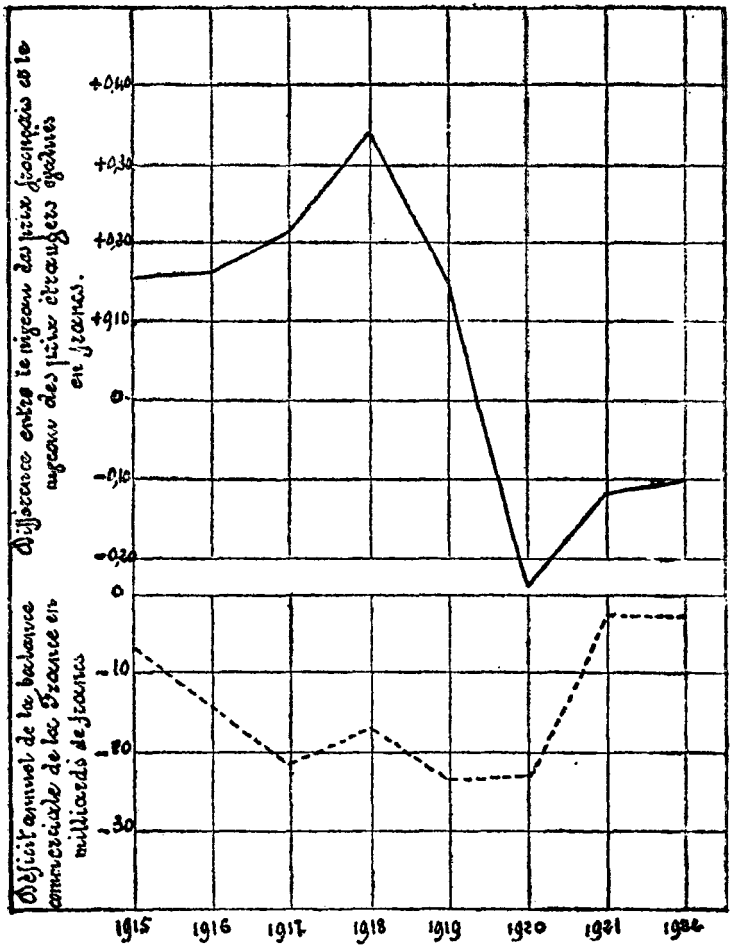
Pendant toute cette période, d'ailleurs, le cours des devises étrangères est artificiellement fixé à l'aide de ces crédits étrangers et comme le niveau des prix en France augmente plus vite que dans les autres pays, la différence entre le niveau des prix français et le niveau des prix étrangers évalués en francs augmente. Bien loin d'aider au rétablissement de l'équilibre de la balance commerciale, elle tend au contraire à stimuler les importations et à entraver les exportations, ce qui n'est aucunement contraire à la théorie puisque la balance des paiements est en équilibre.

Mais dès le premier trimestre de 1919, nos Alliés cessent de nous consentir ces crédits grâce auxquels se trouvait compensé le déficit de notre balance commerciale. Il apparaît donc brusquement dans la balance des paiements un déficit d'environ 17 milliards de francs par an.

On aperçoit sur notre diagramme que, à partir de ce moment, la différence entre le niveau des prix français et le niveau des prix étrangers évalués en francs commence à diminuer et que la diminution se prolonge tant que subsiste le déficit de la balance commerciale et, par lui, le déficit de la balance des paiements.

En 1920, cette différence devient négative et exceptionnellement élevée en grandeur. A partir de ce moment, elle constitue donc un stimulant très puissant aux exportations, en même temps qu'une très forte entrave aux importations. Et c'est à partir de ce moment seulement que le déficit de la balance commerciale commence à diminuer, en même temps que la différence entre le niveau des prix français et le niveau des prix étrangers évalués en francs.

En 1921, le déficit est réduit à environ 2 milliards de francs par an, la moitié en valeur-or de ce qu'il était en 1913, et comme à ce moment il n'existe pas encore de grands mouvements d'exportation de capitaux, il n'est



La différence entre le niveau des prix français et le niveau des prix étrangers évalués en francs.

pas douteux que la balance des paiements est équilibrée. La disparité cesse donc de varier, en même temps que la balance commerciale, et elles garderont à peu près les mêmes valeurs moyennes jusqu'au moment où apparaîtra dans la balance des paiements un nouveau déficit provoqué par les grandes exportations de capitaux de la période ultérieure.

La simple vue du diagramme ci-dessus, le fait que le déficit de la balance commerciale n'a commencé à diminuer qu'en 1921 lorsque la différence entre le niveau des prix français et le niveau des prix étrangers évalués en francs avait atteint une valeur très grande et négative, et non comme on aurait pu le croire dès la fin de la guerre, en 1919 ou en 1920, tout ceci, joint aux exemples nombreux que l'on peut trouver dans toutes les circonstances analogues et aux considérations développées antérieurement, montre qu'il ne peut y avoir aucun doute sur le rôle qu'il faut attribuer aux variations de la différence entre le niveau des prix français et le niveau des prix étrangers évalués en francs dans le rétablissement de l'équilibre de la balance des paiements de la France.

En outre, la nature de ce mécanisme explique qu'il ait réussi à rétablir l'équilibre dans les conditions les plus défavorables que l'on ait pu imaginer. Il ne peut pas, en effet, ne pas être irrésistible, puisque la diminution de la différence entre le niveau des prix français et le niveau des prix étrangers évalués en francs se prolonge autant que la cause qui la provoque n'a pas entièrement disparu, autrement dit autant que persiste le déficit de la balance des paiements. Ceci permet de comprendre que rien ne puisse faire obstacle au rétablissement ou au maintien de l'équilibre des balances des paiements, même les droits de douane les plus élevés.

La dépréciation monétaire.

Toutefois, dira-t-on, l'équilibre s'est bien rétabli, mais ce fut au prix d'une dépréciation monétaire particulièrement grave, et ce sont avant tout ces troubles monétaires qu'il faut éviter.

Or, le diagramme précédent montre précisément que la dépréciation monétaire n'est en aucune façon indispensable au développement du processus de rétablissement de l'équilibre. Ce qui, en effet, provoque le rétablissement de l'équilibre, ce n'est pas la hausse des changes étrangers, c'est la diminution du niveau des prix intérieurs relativement au niveau des prix étrangers évalués en francs.

Cette diminution peut se produire soit par baisse des

prix français, soit par hausse du cours des monnaies étrangères évaluées en francs. Si elle doit se produire en une période où le niveau des prix français augmente plus vite que le niveau des prix étrangers, il faut que le cours des monnaies étrangères augmente d'abord pour compenser la dépréciation intérieure de l'unité monétaire nationale et, ensuite, pour produire entre le niveau des prix français et le niveau des prix étrangers évalués en francs la différence qui provoquera le rétablissement de l'équilibre.

Précisément ce qu'il y a de remarquable dans les faits que l'on observe en 1919, c'est que toutes ces variations, que l'on pouvait supposer fortuites ou désordonnées, ont été telles, exactement, que le mouvement de change compensât d'abord le mouvement de prix et provoquât ensuite le phénomène que la théorie exigeait.

Mais si, à l'époque, le cours du change avait été stabilisé, la même variation entre le niveau des prix intérieurs et le niveau des prix étrangers évalués en francs aurait pu se produire par une simple baisse des prix en France. On devrait, dans une théorie complète du phénomène, indiquer que celle-ci résulte inévitablement du transfert de pouvoir d'achat consécutif au déficit, mais le cadre limité de cette étude ne nous le permet pas. Au surplus, nous voulons seulement démontrer ici que la dépréciation monétaire n'est aucunement indispensable à la solution d'un problème de transfert, mais que, bien au contraire, celle-ci peut être atteinte, en régime de stabilité monétaire, mieux et plus facilement qu'en un système de changes flottants et sans que rien, dans les phénomènes qui provoquent le rétablissement de l'équilibre, puisse mettre en danger la stabilité de la monnaie nationale (1).

Le point de vue budgétaire.

Pour justifier pleinement l'application de cette théorie aux paiements de réparations, il reste à répondre à une dernière objection. Les phénomènes monétaires ne pourront provoquer, dira-t-on, l'excédent d'exportations qui réta-

(1) On voit poindre ici la théorie de la demande globale, exposée dans la deuxième partie de cet ouvrage.

blira l'équilibre de la balance des paiements que si l'on peut trouver dans la production allemande un surplus exportable, égal en valeur au montant des paiements extérieurs qu'il s'agit de compenser.

C'est là, précisément, qu'intervient la réserve que nous avons précédemment formulée ; nous n'avons pas dit, en effet, qu'on pouvait transférer sans difficulté monétaire une somme d'un montant quelconque, mais seulement d'un montant égal à celui des prélèvements fiscaux qu'on effectue en Allemagne en vue des paiements extérieurs. Et s'il en est ainsi, c'est précisément parce que l'existence d'un pareil prélèvement fiscal a pour effet de soustraire à la consommation allemande la contre-valeur des sommes qu'il s'agit d'exporter, et de créer, par là, un excédent de richesses produites en Allemagne, et non consommées, d'une valeur exactement égale à celle des marchandises dont les phénomènes monétaires consécutifs au transfert assureront l'exportation. Il faut insister sur le fait que ce surplus exportable ne prendrait pas naissance si l'État se procurait par émission d'emprunts étrangers les ressources nécessaires à l'exécution de ses paiements extérieurs ; mais, alors, ce surplus ne serait pas nécessaire, puisque l'emprunt extérieur fournirait directement les devises indispensables à son transfert aux États créanciers.

III. — La capacité de paiement de l'Allemagne n'est limitée que par ses facultés budgétaires.

Les considérations théoriques par lesquelles nous avons démontré que, contrairement à une opinion trop répandue, aucun obstacle réel ne s'opposait au transfert, hors d'Allemagne, des prélèvements opérés par voie fiscale sur l'économie de ce pays, paraîtront sans doute vaines aux praticiens soucieux seulement de construire un mécanisme permanent, assurant le transfert de toutes les sommes transférables sans dommage pour la monnaie allemande.

A cet égard, l'organisation des transferts établie par le plan Dawes a comblé les vœux de tous nos experts puisqu'elle les dispensait — croyaient-ils — de se faire une opinion sur la nature et l'efficacité du phénomène

qu'ils allaient mettre en œuvre. L'Allemagne devait payer à l'étranger. Eux, experts monétaires, ils ne savaient pas dans quelle mesure elle pourrait le faire sans inconvénient pour la monnaie allemande et ils n'avaient dans les théories qu'on leur avait enseignées qu'une foi très réduite. Qu'à cela ne tienne : l'expérience les renseignerait. Un Comité serait chargé de proportionner, à chaque instant, le montant des transferts effectifs aux possibilités de transfert du moment.

Il n'y a pas de question de transfert.

Le malheur est que cette formule, en apparence inspirée par le souci des réalités, est entièrement dépourvue de sens. *Les possibilités de transfert du moment ne doivent en rien limiter le montant des transferts à effectuer, puisque ce sont les transferts effectifs qui font, à chaque instant, les possibilités de transfert.* Dans ces conditions, suspendre un transfert parce qu'on ne trouve pas sur le marché des changes le moyen de l'exécuter, c'est renoncer délibérément à la seule mesure qui peut le rendre possible.

Si l'on avait, en 1919, réuni un Comité d'experts pour savoir si nos alliés pouvaient ou non suspendre sans dommage pour la monnaie française les ouvertures de crédit qu'ils nous consentaient, nul doute que ce Comité eût répondu par la négative ou prévu, tout au moins, un plan de réduction progressive, tendant à proportionner, à chaque instant, le montant des crédits alloués à ce que nos experts eussent appelé les besoins de la balance des paiements de la France. Et ainsi le déficit de la balance commerciale n'eût à chaque instant diminué que dans la mesure où les crédits se seraient trouvés réduits ; la France aurait continué à s'endetter à l'étranger et les experts l'eussent fait renoncer à la seule mesure qui pouvait provoquer et qui a, en fait, provoqué le rétablissement de l'équilibre de sa balance des paiements.

Ainsi, dans tout problème de transfert, c'est la rupture d'équilibre de la balance des paiements qui met à la disposition du pays débiteur les moyens qui lui permettront

d'acquitter sa dette ; prétendre éviter cette rupture d'équilibre, est renoncer, purement et simplement, à la seule circonstance qui pourra rendre le transfert effectivement possible.

C'est de là que vient, pour nous, l'extrême danger d'une organisation qui a pour tâche de proportionner les versements de l'Allemagne à des possibilités de transfert que ces versements seuls peuvent faire naître et dont l'action, si elle était rigoureusement exercée, devrait rendre, en fait, ces transferts impossibles (1).

Importance du problème budgétaire.

En outre, la connaissance du mécanisme qui assure et maintient l'équilibre des balances des paiements montre qu'on ne saurait, en aucune façon, trouver dans des considérations de transfert des raisons de limiter l'annuité mise à la charge de l'Allemagne. Ce qui est important ici, ce n'est pas de savoir ce qu'elle pourra transférer — car elle pourra transférer l'intégralité des sommes qu'elle aura accumulées en marks pour faire face au paiement des réparations — mais de savoir jusqu'à quel point elle pourra élever le montant de ses prélèvements fiscaux, directs ou indirects, en vue desdits paiements. *Le problème n'est donc pas un problème de transfert, mais un problème budgétaire* et c'est l'immense mérite du plan Dawes que d'avoir traité, avec une grande rigueur, cet aspect du problème, en obtenant que les paiements de réparations ne fussent en aucun cas susceptibles de mettre en déficit le budget de l'Allemagne.

Les prestations en nature.

Il est enfin une dernière conséquence qui se dégage des vues précédemment développées ; elle a trait à l'institution des prestations en nature.

(1) On ne peut en aucune façon considérer comme une expérience de transfert les versements en espèces déjà effectués. Les moyens de paiement qui les ont rendus possibles n'ont été fournis que par un excédent d'emprunts extérieurs, de sorte qu'il n'y a eu, à ce jour, aucune expérience de transferts véritables, tels qu'ils devraient s'effectuer dans un régime permanent.

Le recours systématique à un transfert de marchandises de l'État débiteur à l'État créancier, provoque directement l'augmentation d'exportations qui, seule, peut rendre possible l'acquittement d'engagements extérieurs. Elle conduit donc, au point de vue monétaire, à un résultat analogue à celui qui ne pourrait pas ne pas résulter de l'exécution de transferts en espèces et ne présente, à cet égard, aucun avantage sur ce mode de transfert.

Mais elle comporte, par ailleurs, de très nombreux et très graves inconvénients.

En premier lieu, en orientant systématiquement les exportations du pays débiteur vers le pays créancier, elle s'oppose à une répartition spontanée, c'est-à-dire conforme aux conditions économiques du moment, de l'excédent d'exportations inévitable dans la balance des paiements du pays débiteur. Il n'est, en effet, en aucune façon indispensable que le pays créancier absorbe directement les marchandises exportées par le pays débiteur. Ces marchandises doivent se répartir dans le monde entier, conformément aux besoins de chacun. Dans le nouvel état d'équilibre qui se trouvera ainsi établi, les États qui auront absorbé des exportations allemandes sans recevoir des transferts en espèces verront leurs propres exportations majorées d'un même montant, les balances des paiements des États créanciers comportant seules une augmentation sans contrepartie de leurs éléments de passif.

Mais il y a plus : pour pouvoir absorber les prestations en nature qu'il croit avantageux de recevoir, l'État créancier est amené à consentir sur leur prix de vente des sacrifices importants. Il diminue ainsi sensiblement le profit qu'il tire des versements de son débiteur, cependant qu'il fait à sa propre industrie une concurrence extrêmement dommageable et aussi injustifiée qu'inutile.

Enfin et surtout, non content de vendre les marchandises qu'il reçoit, il veut les utiliser directement dans toute la mesure du possible. Il est amené ainsi à entreprendre de grands travaux publics, qui ne sont certes pas vains, mais dont l'exécution aurait pu être différée, cependant qu'il s'impose, pour leur exécution même, des dépenses intérieures d'un montant élevé.

Il renonce ainsi à utiliser les versements qu'il tire de son débiteur à leur seul objet légitime, l'amortissement des dettes qui ont été contractées pour en anticiper le paiement et il inscrit à son budget, en une période où la plus stricte économie est de rigueur, des dépenses qui ne sont pas absolument inévitables ou qu'il eût été possible de reporter à une période ultérieure.

Pour toutes ces raisons, nous pensons que l'institution des prestations en nature ne serait justifiable que si elle était véritablement indispensable. Or nous avons montré, bien au contraire, qu'elle n'augmentait en rien le montant des transferts possibles et avait seulement pour effet de diminuer, par son existence même, le montant des sommes susceptibles d'être transférées en espèces.

Le règlement définitif des réparations.

Ainsi seul devrait subsister dans un règlement rationnel du problème des réparations le mécanisme des paiements en espèces, sans qu'il soit accompagné d'aucune disposition tendant à résoudre le problème des transferts. Celui-ci, nous en sommes convaincus, ne se pose pas et ne peut pas se poser, tant que les sommes à transférer sont limitées au montant de celles qui sont prélevées, par voie budgétaire, sur le revenu du pays débiteur.

B) LES IDÉES DE M. KEYNES SUR LE PROBLÈME DES TRANSFERTS (1)

Dans son numéro de mars 1929, l'*Economic Journal* a publié un article de M. KEYNES sur *The German Transfer Problem*. Par cet article, M. KEYNES répond aux auteurs qui croient que le problème des transferts ne se pose pas lorsque le problème budgétaire a été résolu, et même qu'il peut être dangereux de prévoir l'existence d'un mécanisme tendant à maintenir l'équilibre de la balance des paiements du pays débiteur.

Au cours de la présente étude, on essaiera de résumer les arguments de l'économiste anglais et d'en apprécier la portée.

Dans la critique que fait M. KEYNES de la thèse des auteurs qui nient l'existence d'un problème des transferts, il y a deux observations essentielles, très différentes par leur caractère autant que par leurs conséquences respectives.

Dans la première, M. KEYNES indique que, pour lui, le règlement des réparations dues par l'Allemagne ne soulève pas seulement un problème budgétaire, mais aussi un problème de transfert parce que « les dépenses des citoyens allemands doivent être réduites *non seulement* par le prélèvement fiscal opéré sur leurs revenus pour le paiement des réparations, mais aussi par une réduction de la valeur-or des profits qu'ils réalisent...

« Le problème des transferts consiste dans la réduction de la valeur-or des gains à la pièce réalisés par les divers facteurs de la production allemande, de telle façon que soit rendue possible une augmentation des exportations jusqu'à une valeur totale appropriée ; le problème budgétaire consiste dans le prélèvement sur ces gains réduits

(1) Article publié en français dans le numéro 4 de la *Revue d'Economie politique de* 1929 et en anglais dans l'*Economic Journal* de septembre 1929.

d'impôts de réparation d'un montant suffisamment élevé. »

Sur ce point, l'affirmation de M. KEYNES paraît indiscutable. Mais elle l'est également lorsqu'il dit : « La réduction des salaires réels (salaires évalués en pouvoir d'achat) ne sera en aucune façon aussi importante que la réduction des salaires nominaux, par suite de la diminution probable des prix intérieurs des produits nationaux. »

C'est là, pour nous, un argument essentiel. Si, en effet, on avait la possibilité d'étudier ici la question du point de vue de l'économique rationnelle, en recherchant comment se maintiennent ou se rétablissent les équilibres, sans tenir compte, provisoirement, des résistances qui paralysent, dans la réalité, le jeu des phénomènes économiques, on pourrait démontrer que les mouvements de change et de prix, autrement dit les mouvements de prix-or, qui tendent à maintenir l'équilibre d'une balance des paiements ou à le rétablir lorsqu'il a été accidentellement troublé, affectent dans la même proportion tous les prix intérieurs.

Ceci est évident d'ailleurs lorsque, en régime de cours forcé, la variation des prix-or se trouve réalisée par une variation du cours des monnaies étrangères évaluées en monnaie nationale. La démonstration, dans le cas de la circulation métallique, est plus complexe et constitue l'un des aspects particuliers de la théorie des prix ; mais nous sommes convaincu que M. KEYNES en connaît le résultat et ne le met pas en doute. Or, si l'on admet que dans l'adaptation qui assure le rétablissement d'équilibre de la balance des paiements tous les prix varient dans la même proportion que les salaires, le salaire réel ne se trouve pas modifié. De ce fait, le pouvoir d'achat de la population reste inchangé et la baisse des prix-or qui a rétabli l'équilibre de la balance des paiements n'a imposé à la population aucun sacrifice nouveau et n'a affecté en rien sa situation. Comme, au surplus, ce mouvement de prix est entièrement spontané, nous croyons qu'il n'y a pas lieu de s'en préoccuper. Et c'est pour cette raison que nous avons cru pouvoir affirmer qu'il n'y avait pas de problème de transfert.

Bien au contraire, le prélèvement qui devra produire les ressources nécessaires à l'achat des devises qui seront re-

mises au créancier étranger ne donnera lieu à aucune baisse de prix, puisque le pouvoir d'achat dont la population aura été privée sera remis aux vendeurs de devises étrangères et utilisé par eux. Il y aura donc, du fait de ce prélèvement, une diminution réelle des ressources évaluées en pouvoir d'achat de la population de l'État débiteur, et cette diminution sera rigoureusement égale à l'augmentation des ressources de la population de l'État créancier.

Ces considérations peuvent d'ailleurs se déduire d'un principe dont j'ai toujours trouvé la confirmation dans les divers cas particuliers que j'ai eu à étudier. Je serais bien étonné que M. KEYNES n'ait pas eu comme moi l'occasion d'en dégager l'énoncé et qu'il n'en admette pas la généralité. Ce principe, qui pourrait être appelé « principe de la conservation du pouvoir d'achat », indique seulement que jamais, au cours des diverses transformations économiques, le pouvoir d'achat ne se perd ou ne se crée, mais que toujours il se conserve égal à lui-même. Il en résulte que, dans tous les cas, les uns profitent de ce qui est enlevé aux autres, comme l'ont montré, avec une grande netteté, les prélèvements qu'ont subis les rentiers au cours des crises d'inflation postérieures à la guerre. Dans le cas qui nous occupe, le principe de la conservation du pouvoir d'achat permettait d'affirmer que, quelles que fussent les apparences, la population de l'État débiteur n'aurait pas à subir un prélèvement de pouvoir d'achat supérieur au montant de sa dette.

Pour toutes ces raisons j'ai la conviction que, au moins dans le domaine de l'économique rationnelle, il n'y a pas de problème de transfert, mais seulement un problème budgétaire. De cela, d'ailleurs, je pense que, finalement, M. KEYNES se déclarera d'accord. Mais il observera — et c'est là qu'apparaît sa seconde critique — que les résultats précédents ne sont vrais précisément que dans le domaine de l'économique rationnelle, lorsque l'on imagine que les phénomènes jouent librement, à l'abri de toutes les résistances et de tous les frottements qui, dans la réalité, viennent en paralyser le jeu. « Dans le cas des réparations

allemandes, dit-il, nous essayons de fixer le volume des paiements étrangers et de forcer la balance commerciale à s'adapter à leur montant. Ceux qui ne voient à cela aucune difficulté... appliquent la théorie des liquides à ce qui est une matière, sinon solide, au moins pâteuse, avec de fortes résistances internes. »

Ainsi, M. KEYNES ne nie pas l'existence des phénomènes qui tendent à maintenir les équilibres économiques, mais il croit que ces phénomènes ne sauraient vaincre les résistances qui, dans la réalité, s'opposent aux adaptations qu'ils tendent à provoquer. Autrement dit, lorsque l'équilibre d'une balance des paiements aura été rompu — comme il l'est par le paiement d'une dette nouvelle de caractère politique — il naîtra bien une tendance au rétablissement de l'équilibre ; mais, pour être efficace, cette tendance devra modifier des situations existantes et notamment provoquer dans les courants commerciaux des changements profonds. M. KEYNES se refuse à admettre que la matière économique présente une fluidité suffisante pour obéir rapidement et sans troubles profonds aux influences d'origine non économique qui tendent à la modeler. Il considère notamment que *la balance commerciale* du moment est grandement dépendante de la structure économique des pays en présence et qu'elle ne saurait s'adapter rapidement aux nécessités de l'équilibre de la balance des paiements, lorsque les conditions de cet équilibre sont brusquement modifiées.

Par ces considérations, M. KEYNES pose le problème avec une rare netteté. Il croit que les auteurs qui nient l'existence d'un problème de transfert se trompent en affirmant que la balance des paiements d'un pays est toujours équilibrée par le jeu des phénomènes de change et de prix, et que, de ce fait, lorsque les éléments invisibles de la balance des paiements subissent une variation importante, la balance commerciale subit spontanément une variation de sens contraire.

Si M. KEYNES a raison, il y a un problème de transfert, et il faut, à chaque instant, proportionner les transferts effectifs aux possibilités de transfert du moment ; si, au contraire, il a tort, ce sont les transferts antérieurs qui déterminent les conditions d'équilibre de la balance des

paiements, et il serait absurde de prétendre proportionner les transferts effectifs à des possibilités de transfert que seuls ils peuvent créer.

Pour trancher la question, il suffit d'interroger les faits, en recherchant si, dans les cas antérieurs où l'équilibre de la balance des paiements s'est trouvé brusquement rompu, la balance commerciale a obéi aux phénomènes qui tendaient à maintenir l'équilibre de la balance des paiements, ou si, au contraire, l'adaptation de la balance commerciale a été rendue impossible par ces résistances dont M. KEYNES affirme l'existence.

Ainsi l'expérience nous dira, dans chaque cas, le degré de vérité des affirmations de M. KEYNES, qui, d'ailleurs, comme pour faciliter l'examen de sa thèse, en a précisé le sens dans les termes suivants :

« Mon opinion personnelle est que, à chaque instant, la structure économique d'un pays permet, relativement à la structure économique des pays voisins, un certain niveau naturel des exportations et qu'il est extrêmement difficile de modifier arbitrairement et délibérément ce niveau. »

Ce jugement comporte une double affirmation. La première indique qu'il existe, pour chaque pays, un certain niveau « naturel » des exportations, niveau qui serait déterminé par la structure économique des pays en présence, la seconde exprimant l'opinion qu'il est extrêmement difficile de modifier arbitrairement et délibérément ce niveau.

Je réfuterai d'abord cette seconde affirmation, pour examiner ensuite la première. Au cours de cette discussion, je serai amené à utiliser des arguments dont j'ai déjà fait état dans une précédente étude (1), étude dont M. KEYNES a, je crois bien, déjà pris connaissance. J'aurais plus de scrupules à le faire si l'article de M. KEYNES ne montrait pas, précisément, que je n'ai pas assez mis en lumière les enseignements que l'on peut tirer de cette étude quant à la sensibilité des phénomènes économiques et, notamment, quant aux possibilités d'adaptation des balances des paiements à certaines situations délibérément provoquées.

(1) *Une erreur économique : l'organisation des transferts* (pages 95 ci-dessus et suivantes).

Dans ce précédent travail, j'étudiais, en particulier, les phénomènes consécutifs à la perturbation la plus profonde et la plus brusque qu'ait jamais subie une balance des paiements, à savoir la perturbation qui résulta de la décision que l'Angleterre et les États-Unis prirent soudainement, au début de l'année 1919, de cesser de consentir à la France les crédits en livres sterling et en dollars grâce auxquels la balance des paiements de la France s'était trouvée antérieurement équilibrée. Cette décision faisait disparaître à l'actif de cette balance un poste d'environ 20 milliards de francs. Conformément aux termes mêmes de M. KEYNES, elle était « arbitraire » et « délibérément provoquée ».

Si la thèse de notre auteur était exacte, autrement dit, si, conformément à ses vues, la balance des paiements d'un pays résultait de la structure économique des pays avec lesquels il était en relation et s'il était extrêmement difficile de modifier matériellement le niveau naturel des exportations par une mesure systématiquement provoquée, la balance commerciale de la France n'aurait pas dû se trouver modifiée. Elle aurait dû rester après la suppression des crédits sensiblement ce qu'elle était avant, puisque la structure économique des pays en présence ne se trouvait pas affectée par la libre décision des gouvernements anglais et américain. S'il en avait été ainsi, le déficit de la balance des paiements de la France eût été d'environ 20 milliards de francs par an.

Or l'expérience prouve qu'il n'en a été ainsi en aucune façon. En 1919, le déficit de la balance commerciale de la France était d'environ 23 milliards de francs. En 1920, il avait sensiblement la même valeur. Mais, dès l'année 1921, il était réduit à environ 2 milliards de francs et restait sensiblement à ce niveau pendant les années 1922 et 1923.

Autrement dit, à la suite de la suppression des crédits que la France recevait de ses alliés, il s'était produit dans sa balance commerciale une variation très sensiblement égale au montant des crédits supprimés, variation compensant leur disparition et rétablissant un équilibre dont la rupture pourtant avait été systématiquement provoquée.

Il faut, en outre, remarquer que si, en 1919, le rétablissement de l'équilibre de la balance des paiements de la France

s'est effectué en période de dépréciation monétaire, la dépréciation monétaire n'était aucunement indispensable au jeu des phénomènes provoquant le rétablissement de l'équilibre. Ce rétablissement résulta, en effet, d'une diminution du niveau des prix intérieurs relativement au niveau des prix étrangers évalués en monnaie nationale, et cette diminution, obtenue par une augmentation du cours des devises étrangères en régime de cours forcé, eût pu l'être plus facilement par une diminution des prix intérieurs — diminution très réduite quant à son montant — en régime de circulation métallique. Tout ceci est précisé d'ailleurs dans la brochure précitée.

Il est vrai que, pour M. KEYNES, il n'y aura vraisemblablement dans les phénomènes qui viennent d'être évoqués qu'une simple coïncidence. La variation de la balance commerciale, qui semble compenser la disparition des crédits politiques, ne serait, dans son système, que le passage du « niveau naturel » de l'état de guerre au « niveau naturel » de l'état de paix et n'aurait pour cause que les variations de structure économique caractéristiques de cette transformation.

Si cela était, il serait déjà quelque peu extraordinaire que la variation de la balance commerciale coïncidât sensiblement avec le montant des crédits supprimés. Mais, en outre, la balance commerciale devrait, après ce mouvement, rester à peu près inchangée, ou plutôt elle ne devrait subir que des variations provoquées par des modifications dans la structure économique des pays en présence.

Or, tout autre est la réalité. La balance commerciale de la France reste à peu près invariable pendant les années 1921, 1922 et 1923 (déficits en millions de francs : 2.295, 2.552, 2.256). Mais pendant l'année 1924, elle présente une nouvelle variation extraordinaire et accuse non plus un déficit, mais un excédent de 1.540 millions de francs.

Or, chacun sait que la fin de l'année 1923 a marqué en France le début de la période de grande exportation de capitaux. L'exportation de capitaux introduisait un passif nouveau dans la balance des paiements. Si donc la balance commerciale était restée inchangée, la balance des paiements eût été en déficit. Pour qu'elle fût en équilibre, il fallait

une modification de la balance commerciale. Cette modification s'est donc produite précisément au moment où la théorie permettait de l'escompter. Un excédent a même été constaté, alors que jamais, depuis l'année 1875, les statistiques douanières n'avaient accusé en France un excédent des exportations sur les importations (1).

L'excédent s'est d'ailleurs maintenu pendant l'année 1925 (1.660 millions de francs). Pendant l'année 1926, il a été réduit à 80 millions et s'est encore élevé en 1927 à 1.875 millions de francs. Mais, dès l'année 1928, c'est-à-dire environ un an et demi après la fin de la grande crise d'exportation de capitaux (2), le déficit réapparaît. Il est de 2.101 millions de francs, c'est-à-dire qu'il retrouve à peu près la valeur qu'il avait pendant les années 1921, 1922 et 1923, années au cours desquelles on s'accordait à reconnaître qu'il n'existait en France aucun mouvement d'exportation de capitaux.

Ainsi, pendant toute cette période, la balance commerciale de la France s'est toujours adaptée, avec une extraordinaire netteté, aux modifications des facteurs financiers de la balance des paiements (crédits politiques d'abord, placements à l'étranger ensuite), bien que ces modifications fussent extrêmement rapides, d'un montant exceptionnellement élevé, et qu'elles n'eussent aucun rapport avec ce que M. KEYNES appelle la structure économique des pays en présence.

Le fait que la balance commerciale s'est adaptée au volume tout à fait exceptionnel des placements à l'étranger pendant les grandes crises d'exportation de capitaux, survenues en France pour des raisons purement psychologiques, infirme formellement l'opinion que M. KEYNES exprimait ainsi :

« Historiquement le volume des placements à l'étranger a tendu, je crois, à s'ajuster — au moins dans une certaine mesure — à la balance commerciale et non la balance com-

(1) Sauf cependant pendant l'année 1905, où l'on a constaté un excédent exceptionnel de 88 millions de francs.

(2) Après la suppression, en 1919, des crédits politiques, il avait fallu aussi environ un an et demi pour que l'adaptation de la balance commerciale se trouvât réalisée.

merciale au volume des placements étrangers, les placements étrangers constituant l'élément sensible (mobile) et la balance commerciale l'élément insensible de la balance des paiements. »

Nous venons de montrer qu'en France, pendant la période d'après guerre, cette affirmation s'était trouvée formellement démentie par les faits.

En tout temps, d'ailleurs, il est apparu que la balance commerciale avait une tendance à s'adapter aux nécessités de l'équilibre de la balance des paiements, quelles qu'elles fussent et quelle qu'en fût l'origine. Entre 1870 et 1914 notamment, la balance commerciale de la France a été en excédent pendant la seule période 1872-1875, période au cours de laquelle la France procédait au paiement rapide de la dette de guerre que lui avait imposée l'Allemagne, alors que pendant tout le reste de ladite période cette balance commerciale se trouvait en déficit de plusieurs centaines de millions de francs par an (1).

(1) A l'exception, cependant, de l'année 1905, comme il a été indiqué dans la note (1) de la page précédente. Pour la période 1867-1887, les chiffres sont les suivants :

Année	Balance Commerciale	Année	Balance Commerciale
1867...	— 201	1877...	— 243
1868...	— 514	1878...	— 997
1869...	— 79	1879...	— 1.364
1870...	— 65	1880...	— 1.566
1871...	— 694	1881...	— 1.302
1872...	+ 191	1882...	— 1.247
1873...	+ 233	1883...	— 1.353
1874...	+ 194	1884...	— 1.111
1875...	+ 336	1885...	— 1.000
1876...	— 413	1886...	— 960

Il faut signaler toutefois que, pendant la période antérieure, la balance commerciale de la France a été quelquefois en excédent et notamment de 1862 à 1886. Mais il est bien évident que le paiement d'une dette étrangère ne peut affecter la balance commerciale que toutes conditions égales quant aux éléments invisibles de la balance des paiements. Ce qu'il y a de remarquable dans le cas français, après 1870, c'est qu'un excédent de la balance commerciale est apparu précisément au moment où la théorie permettait de l'escompter. Ceci ne constitue qu'une présomption, mais une présomption très forte, en faveur de ladite théorie.

Or il ne peut évidemment s'agir là d'une modification de ce que M. KEYNES appelle le niveau « naturel » des exportations, les besoins non satisfaits pendant la guerre devant tendre, de toute évidence, à augmenter le déficit de la balance commerciale dans la période qui fait suite à la fin des hostilités. L'apparition d'un excédent dans une période où toutes les résistances qu'invoque M. KEYNES devaient le rendre impossible, bien qu'il fût la condition nécessaire de l'équilibre de la balance des paiements, est un nouvel exemple de l'extrême souplesse de la matière économique et des possibilités d'adaptation qu'elle présente, même lorsque le phénomène perturbateur est « arbitraire » et « artificiellement provoqué ».

Les modifications qu'ont subies après la guerre les diverses balances des paiements fournissent d'ailleurs une preuve, plus décisive encore, de l'extraordinaire puissance du mécanisme qui tend à maintenir l'équilibre des balances des comptes ou à le rétablir lorsqu'il a été artificiellement troublé. En même temps, elles permettent d'apprécier ce jugement de M. KEYNES, suivant lequel « la structure économique d'un pays relativement à la structure économique des pays voisins rend possible à chaque instant un certain niveau *naturel* des exportations ».

En 1913, en effet, la balance commerciale de la France présentait un déficit de 1.540 millions de francs. Ce déficit était presque égal à celui de l'année 1912 (1.518 millions de francs). La situation dont il était le signe résultait de conditions entièrement normales.

Après la guerre, au contraire, le quart du territoire national — et de beaucoup celui qui fournissait à l'exportation française ses principaux éléments — est devenu improductif. En même temps s'est ouvert dans le pays, pour la reconstitution des régions dévastées, un immense marché dont les besoins sont inépuisables.

Pour toutes ces raisons, le pays devrait trouver d'extrêmes difficultés à exporter et pourrait importer sans limites. Le « niveau naturel » de la balance commerciale, celui qui résulterait de la « structure économique des divers pays en présence », comporterait un déficit très supérieur à celui qui existait avant la guerre. Si donc les vues de

M. KEYNES étaient exactes, on devrait constater dans les faits l'existence d'un pareil déficit.

Il est vrai que si un pareil déficit existait, il mettrait en déficit la balance des paiements du pays, car, de toute évidence, les éléments d'actif invisibles dans cette balance des paiements n'étaient pas plus élevés après qu'avant la guerre. Or un déficit durable est impossible d'après les vues des auteurs qui affirment que la balance des paiements d'un pays est toujours équilibrée.

Bien plus, si les vues de ces auteurs sont exactes, le déficit que présentait, en 1912 et 1913, la balance commerciale de la France devait se trouver compensé par un excédent d'exportations invisibles. On admettait universellement avant la guerre que la plus grande partie de cet excédent était fournie par les revenus des valeurs mobilières étrangères possédées par des Français. Or, pendant la guerre, ce portefeuille a très grandement diminué. Beaucoup des valeurs étrangères qui le constituaient ont été remises à l'État, sur sa demande, en échange de rentes françaises et aliénées par lui. D'autres, et notamment les valeurs russes, sont devenues improductives. Si donc le déficit de la balance commerciale était resté après la guerre ce qu'il était en 1913, la balance des paiements de la France eût été sûrement en déficit. Pour que cette balance fût équilibrée — et les auteurs que critique M. KEYNES admettent que, quelles que soient les résistances du milieu économique, une balance des paiements ne peut pas ne pas l'être (1) —, il fallait qu'après la guerre, en dépit de toutes les circonstances adverses, le déficit de la balance commerciale française fût inférieur à ce qu'il était en 1913.

Il y a donc là entre les deux thèses, celle de M. KEYNES et celle des auteurs qui nient l'existence d'un problème de transfert, une expérience véritablement cruciale. Si la balance commerciale de la France présente après la guerre un déficit plus élevé qu'en 1913, c'est la théorie du niveau « naturel » des exportations qui est vraie. Dans le cas con-

(1) Sauf en période de déficit budgétaire ou de fuite devant la monnaie. Il est bien évident que lorsque les détenteurs de devises étrangères n'en rapatrient pas le montant, l'équilibre ne peut jamais être atteint.

traire, c'est la théorie que critique M. KEYNES qui s'impose.

Or, le déficit de 1.540 millions de francs constaté en 1913 représentait environ 297 millions de dollars.

En 1921 d'autre part, les importations ont dépassé les exportations de 2.295 millions de francs français. Pendant la même année, le cours moyen du dollar en francs a été de 13,49. De ce fait, le déficit de la balance commerciale représentait environ 170 millions de dollars, soit 57 p. 100 de ce qu'il était en 1913.

En 1922, le déficit de la balance commerciale de la France était de 2.552 millions de francs français et le cours moyen du dollar de 12 fr. 33. Le déficit de la balance commerciale s'élevait donc à 206 millions de dollars, soit 69 p. 100 de sa valeur en 1913.

Ce résultat serait plus caractéristique encore si l'on tenait compte du niveau des prix plutôt que des cours des changes pour comparer les déficits d'avant et d'après guerre.

Ainsi, en dépit des circonstances les plus extraordinairement défavorables que l'on ait pu imaginer, le déficit de la balance commerciale de la France s'est trouvé très sensiblement inférieur en 1921 et 1922 à ce qu'il était en 1913, et ceci en une période où la réduction de la capacité d'exportation du pays, par suite de l'entière destruction de ses usines les plus actives d'une part, de l'immensité de ses besoins de reconstruction d'autre part, semblait devoir augmenter considérablement le déficit de sa balance commerciale.

Ce résultat, dans son invraisemblance, tranche entre les deux théories, en montrant que les résistances « naturelles » les plus puissantes ne sauraient faire obstacle au rétablissement de l'équilibre d'une balance des paiements, même lorsque cet équilibre a été troublé par des événements d'ordre purement financier. Il montre, en outre, que cette notion de niveau « naturel » des exportations est dépourvue de sens et que l'on ne saurait légitimement l'invoquer.

Cette conclusion apparaîtrait avec plus de netteté encore si nous pouvions analyser ici le mécanisme par lequel se trouve assuré, à chaque instant, l'équilibre

des balances des paiements. Nous avons tenté ailleurs cette analyse (1). Qu'il nous suffise d'indiquer ici qu'elle conduit à cette conclusion que, hors les périodes de « fuite devant la monnaie » et de déficit budgétaire, les mouvements de change et de prix tendant à maintenir l'équilibre des balances des paiements ne peuvent pas ne pas se poursuivre jusqu'à complet rétablissement de l'équilibre antérieur.

La même théorie permettrait de répondre à cette objection de M. KEYNES, selon laquelle l'élévation des tarifs douaniers étrangers pourrait rendre impossible le rétablissement de l'équilibre d'une balance des paiements, en rendant impossible l'augmentation d'exportations qu'exigerait ce rétablissement. En effet, s'il existe un mécanisme tendant à rétablir l'équilibre des balances des paiements lorsque ledit équilibre a été accidentellement troublé, ce mécanisme empêche que l'élévation des barrières douanières qui entourent un pays puisse modifier le solde de sa balance des paiements (2). Ceci est d'ailleurs évident *a priori*, car si la modification des droits de douane pouvait affecter les balances des paiements, on pourrait, en élevant simultanément *tous* les tarifs douaniers, mettre simultanément en excédent *toutes* les balances des paiements, ce qui est absurde, donc impossible. Puisque cela ne peut pas être, c'est qu'il est un mécanisme qui empêche que les modifications de tarifs douaniers ne rompent l'équilibre des balances des paiements et que ce mécanisme ne peut pas ne pas être efficace, quel que soit le montant des droits de douane que l'on établit. Dans l'ouvrage précité (3),

(1) *Théorie des phénomènes monétaires* (Payot, Paris), 2e partie, et notamment chapitre VIII, §§ 2, 3 et 4. Un résumé de la théorie a été présenté dans l'étude qui précède : *Une erreur économique : l'organisation des transferts*, p. 104 et s. Voir enfin et surtout la deuxième partie de cet ouvrage.

(2) Nous ne parlons ici que de la balance des paiements, c'est-à-dire de la différence entre la valeur de l'actif et du passif, non du montant de ces deux postes. Il est bien certain, d'ailleurs, que la modification d'un tarif douanier, en modifiant les prix relatifs des divers produits étrangers, modifie les échanges dont ils sont l'objet, donc la consistance et la valeur des importations et des exportations.

(3) *Les répercussions monétaires d'une politique douanière : l'application du tarif Fordney aux États-Unis en* 1922. Théorie des phénomènes monétaires, p. 305.

nous avons montré que l'expérience avait très nettement confirmé l'exactitude de ces vues théoriques, lorsque les États-Unis avaient mis en vigueur, en 1922, un nouveau tarif douanier.

Ainsi, dans les différents exemples qui ont été envisagés, l'équilibre de la balance des paiements s'est toujours rétabli, quels qu'aient été l'ampleur et le caractère arbitraire de la perturbation initiale.

Nous ne prétendons pas cependant que l'on pourrait transférer d'un pays à un autre des sommes d'un montant quelconque ; nous constatons seulement que dans les cas qui viennent d'être étudiés, la rupture d'équilibre survenue dans la balance des paiements dépassait en importance celle qui pourrait résulter de l'application normale du Plan Dawes ou du Plan Young et que toujours l'équilibre s'est rétabli spontanément, sans intervention d'aucune sorte.

Une théorie complète du phénomène montrerait toutefois que l'on ne saurait transférer que des sommes prélevées sur les ressources d'un budget en équilibre. Elle indiquerait aussi, comme on l'a signalé antérieurement, que la dépréciation monétaire n'est aucunement indispensable au jeu des phénomènes qui rétablissent l'équilibre de la balance des paiements.

Ce n'est pas, il est vrai, à de pareilles considérations que nous voulons nous arrêter ici. La présente étude tendait essentiellement à mesurer la vérité de cette affirmation de M. KEYNES que nier l'existence d'un problème de transfert, c'était « appliquer la théorie des liquides à ce qui est une matière, sinon solide, au moins pâteuse, avec de fortes résistances internes ».

Or, dans tous les cas, nous avons vu la matière économique s'adapter, avec une extraordinaire souplesse, aux influences auxquelles elle était soumise, quelle qu'en fût l'origine, et toujours aussi nous avons vu le phénomène que la théorie enseignait régir les faits avec une sensibilité extrême. Fluidité de la matière économique, sensibilité des phénomènes qui s'y déroulent, ce sont pour nous deux constatations essentielles, qui dépassent infiniment, quant à leur portée, le problème des transferts.

Croire, en effet, que des résistances tenant à la nature des choses peuvent éviter que les équilibres économiques s'établissent ou se maintiennent spontanément, c'est s'obliger à reconnaître la nécessité de les établir par des mesures systématiquement concertées, semblables à celles que devrait prendre le Comité des Transferts pour assurer, dans l'esprit du Plan Dawes, l'équilibre de la balance des paiements de l'Allemagne. Pareille conception conduit nécessairement à la pratique d'une *économie organisée*, analogue, quant à son principe sinon quant à son objet, à l'économie communiste.

Admettre, au contraire, que les phénomènes économiques abandonnés à eux-mêmes ont le pouvoir, en fait, de restaurer ou de maintenir, avec une grande précision, les équilibres nécessaires, c'est considérer qu'il n'est pour éviter ou atténuer les crises économiques qu'un moyen efficace, qui est de supprimer ou d'atténuer toutes entraves aux adaptations spontanées, en évitant toutes mesures tendant à immobiliser les divers facteurs de l'équilibre économique.

Ainsi donc, mesurer la sensibilité de fait des phénomènes économiques, c'est rechercher la solution du problème politique le plus important peut-être de ceux qui sont actuellement posés : celui du choix entre les deux principes de l'économie libérale et de l'économie organisée. C'est à ce titre que la question soulevée par M. KEYNES, celle de la mobilité des équilibres économiques, nous a paru essentielle, du point de vue politique plus encore que du point de vue de la théorie économique. Nous avons essayé d'y répondre dans le domaine limité des échanges internationaux ; nous croyons qu'elle vaut d'être systématiquement étudiée dans tous les domaines de la vie économique. Peut-être essaierons-nous, dans un prochain article, de montrer que la conclusion à laquelle nous sommes arrivé est extrêmement générale et que, dans presque tous les cas, l'observation systématique des faits révèle l'existence de phénomènes économiques atteignant un degré de sensibilité et de permanence presque toujours insoupçonnés.

Chapitre V

UNE ERREUR DE TOUS LES TEMPS : L'ARGUMENT DE LA BALANCE COMMERCIALE (1)

La plupart des mesures qui, au cours des dix dernières années, ont eu pour effet d'isoler les économies nationales étaient justifiées, dans l'esprit de ceux qui, en toute bonne foi, croyaient devoir les recommander, par des arguments entièrement erronés. Je ne peux prétendre évoquer dans le cadre de cet exposé toutes les fausses raisons qui sévissent en matière économique. Mais je voudrais mettre en lumière la plus importante d'entre elles, celle qui invoque, pour justifier tant les augmentations de droits de douane que les contingentements d'importations et les contrôles de change, la nécessité, pour les Gouvernements, de sauvegarder l'équilibre des balances commerciales.

Lorsqu'on parcourt les discours prononcés en France, en Angleterre ou dans d'autres pays par les hommes d'État responsables, on y trouve presque toujours exprimées les craintes que leur inspirent l'aggravation du déficit de la balance commerciale de leur pays et le désir d'améliorer le solde des échanges internationaux.

D'ailleurs, en cette matière, le devoir des hommes d'État leur semble tout tracé par la terminologie universellement admise ; depuis les temps les plus reculés, on admet en effet que la balance du commerce d'un pays est « favorable » lorsque la valeur de ses exportations dépasse celle de ses importations, et qu'elle annonce une perte — autrement dit, est « défavorable » — dans le cas contraire.

(1) La présente étude est extraite d'une conférence qui a été prononcée à la nouvelle École de la Paix, le 27 février 1933, sous le titre : *De quelques hérésies économiques qui ravagent le monde.* Elle a été publiée dans la *Revue d'Economie politique* (Libr. du Recueil Sirey) nº 2 de la même année.

Or il n'est aucun homme au cœur bien placé qui ne désire voir son pays dans une situation aussi favorable que possible et qui, à ce titre, n'appelle de ses vœux l'amélioration de la balance commerciale.

D'ailleurs, ces préoccupations collectives sont exprimées avec force par toutes les Chambres de commerce et par toutes les associations qui se sont donné la lourde charge d'inspirer, de contrôler et quelquefois de redresser la politique des pouvoirs publics. Il n'est presque aucun vœu de Chambre de commerce ou de groupement commercial ou industriel qui ne constate avec effroi que la balance commerciale est en déficit et que le montant de ce déficit augmente dans des proportions inquiétantes.

Il faut bien reconnaître que, dans ce domaine au moins, les gouvernés bénéficient de la part des gouvernements de la plus parfaite sollicitude.

Depuis dix ans — et surtout depuis la crise — il n'est pas de président du Conseil, pas de ministre du Commerce, qui n'ait affirmé, en toutes occasions, sa ferme intention de consacrer tous ses efforts à l'amélioration de la balance commerciale de son pays.

Et il n'y avait pas là de vaines promesses. Depuis dix ans, tout l'effort des pouvoirs publics a tendu à stimuler les exportations et à diminuer les importations. Pour ce faire, les gouvernements n'ont cessé de recourir à l'augmentation des droits de douane, aggravée par le contingentement des importations et, en certains pays, par le contrôle des changes.

Ainsi donc, tous les gouvernements du monde veulent améliorer la balance commerciale de leur pays.

Et cependant, si nous considérons quelques pays d'Europe, nous constatons qu'en 1930 l'Angleterre, la France, la Hollande, la Belgique, la Suisse avaient une balance commerciale défavorable et que, pendant la même année, l'Allemagne, la Pologne, la Roumanie, la Hongrie, la Bulgarie avaient une balance favorable.

Vous me permettrez, je pense, de concevoir au moins quelques doutes sur le sens des mots ou le bon sens des hommes en constatant qu'améliorer la situation d'un pays, c'est le faire passer de l'état où étaient, en 1930, la France

ou l'Angleterre à celui où se trouvaient la Pologne, la Hongrie ou la Bulgarie.

Et d'ailleurs, ce qui est vrai dans l'espace ne l'est pas moins dans le temps. Entre 1870 et 1933, la balance commerciale de la France a toujours été en déficit, sauf pendant les quatre années 1872, 1873, 1874 et 1875, et pendant les années 1924, 1925 et 1927 (1).

Ne suis-je pas, là encore, en droit d'hésiter devant une terminologie qui déclare favorable la situation où la France se trouvait aux heures les plus tragiques de son histoire, alors qu'elle devait, après la guerre de 1870, s'imposer de lourds sacrifices pour payer à l'étranger une indemnité de guerre très élevée, ou alors que sévissaient, vers les années 1924-1926, une crise de confiance et un courant d'exportation de capitaux qui tendaient à conduire sa monnaie aux abîmes ?

Ces doutes lexicologiques se sont trouvés singulièrement confirmés par la lecture d'un conte que j'ai trouvé dans Bastiat, et que je voudrais vous rapporter ici.

Il était une fois, dit Bastiat — cela commence comme un conte de fées, et c'en est un, en effet, puisque l'on y trouve le secret magique qui permet de mettre en excédent les balances commerciales de tous les pays, donc de combler les vœux de tous les chefs de gouvernement, de tous les ministres et de toutes les Chambres de commerce du monde.

Il était une fois, donc, un capitaine au long cours qui transportait des marchandises entre la France et l'Angleterre. C'était l'époque où les commandants de navires achetaient leur cargaison et allaient la vendre à l'étranger. Celui-ci était un bon commerçant et un bon marin. Il acheta du vin de Bordeaux, qu'il choisit avec soin, et le paya un million. Puis il mit le cap sur l'Angleterre et la douane vigilante enregistra, à la sortie du port, une exportation d'un million.

Le navire accosta sans heurt les rives de la Tamise et le capitaine vendit aussitôt son chargement à de fins connais-

(1) En 1904 et 1905, cependant, il y a presque égalité entre importations et exportations, avec une très légère prédominance des exportations. Pendant toutes les autres années, sauf celles citées dans le texte, le déficit est important.

seurs, qui lui donnèrent, en livres sterling, l'équivalent de deux millions de francs.

Mais notre commandant de bord, toujours bon commerçant, employa les deux millions qu'il venait d'obtenir à l'achat de cotonnades, et celles-ci furent si bien choisies et achetées à si bon compte qu'à l'arrivée en France la douane estima la valeur de la cargaison à quatre millions de francs.

Ainsi, notre commerçant habile avait introduit dans la balance commerciale de la France une exportation d'un million, une importation de quatre millions, soit un déficit de trois millions de francs. Son activité coupable avait donc aggravé de trois millions de francs la balance défavorable de la France, et vous reconnaîtrez avec moi que, si les mots ont un sens et s'il faut tenir pour personnes raisonnables les hommes qui veulent améliorer la balance commerciale de leur pays, notre commandant de navire était un bien grand coupable, qui devait être, sinon pendu haut et court, au moins réduit à l'impuissance par retrait d'emploi.

Mais, heureusement, Bastiat ne connaissait pas que de pareils malfaiteurs. Il avait dans ses relations deux autres commandants de bord, l'un qui était un mauvais commerçant, l'autre un détestable marin.

Le mauvais commerçant, lui, disposait à son départ de Bordeaux d'un capital de quatre millions, et il acheta du vin pour cette somme, avec l'idée de l'exporter en Angleterre. La douane, toujours exacte, enregistra une sortie de quatre millions de francs.

Malheureusement, notre exportateur avait mal choisi son vin et l'avait mal soigné pendant le voyage. Les acheteurs anglais le tinrent pour une infâme piquette et ne consentirent à en donner que deux millions de francs. Mais le commandant de navire n'en était pas moins persévérant. Avec les deux millions, il acheta, lui aussi, des cotonnades, mais, toujours incompétent, il les acheta mal, et à l'arrivée en France, la douane estima la cargaison à son prix véritable sur le marché français, soit un million de francs.

Notre capitaine s'était évidemment ruiné pendant son voyage, puisqu'il y avait laissé trois millions de son capital — mais il avait introduit dans la balance commerciale de la France une sortie de quatre millions, une entrée d'un mil-

lion, soit un excédent d'exportations de trois millions de francs. Tout le monde devait le tenir pour un grand citoyen, et j'espère que les honneurs dont le ministre du Commerce du temps a dû le couvrir ont compensé pour lui l'amertume de sa ruine.

Quant au troisième capitaine, le mauvais marin, il partit de Bordeaux, lui, avec trois millions de vins excellemment choisis et dont il comptait tirer grand profit sur le marché de Londres. La douane vigilante enregistra une sortie de trois millions de francs. Malheureusement, dès la sortie du port, notre commandant maladroit heurta un récif et le vaisseau sombra. La cargaison fut perdue et l'équipage noyé, sauf le commandant, qui fut sauvé et put ainsi constater que, par sa maladresse, il avait introduit dans la balance commerciale de la France une sortie de trois millions, pas d'entrée, et qu'il l'avait donc améliorée de trois millions de francs.

Ainsi, la recette magique pour améliorer la balance commerciale d'un pays, c'est d'acheter cher chez soi et de vendre bon marché au dehors — c'est-à-dire de se ruiner — ou d'envoyer au fond de la mer tous les produits de l'activité nationale. Vous m'accorderez que, dans cette constatation, il y a vraiment de quoi ébranler la conviction de ceux qui croient que le devoir des gouvernements est de diminuer le déficit ou de majorer l'excédent de la balance commerciale de leur pays.

Il n'est donc pas illégitime de mettre en question le sens même des mots et de rechercher, en toute liberté, ce qu'il faut penser de la doctrine qui assigne pour but à la politique douanière d'un pays la défense ou l'amélioration de sa balance commerciale.

Pour préciser la thèse à discuter, prenons-en l'expression la plus caractérisée : le dernier rapport du Conseil national économique sur « les échanges internationaux et la politique douanière française au cours de la crise économique ».

En premier lieu, je tiens à rendre hommage à la clarté et à la modération de ce document. Je tiens aussi à féliciter son auteur, M. Adéodat Boissard, de la haute conscience avec laquelle il a rempli la tâche qui lui avait été confiée. En adoptant ses recommandations, le Conseil national écono-

mique a fait un grand effort de sagesse ; il a compris que le déficit des balances commerciales était, en général, comblé par des ressources invisibles, telles que profits d'assurances, de banques ou de transports. Mais il est très inquiet des variations de notre balance commerciale, car il a peur qu'elles mettent en déficit la balance des paiements de la France. Il s'exprime ainsi :

La France peut s'accommoder, en période normale, d'un certain déficit apparent de ses échanges extérieurs, déficit que les revenus du tourisme et des placements à l'étranger viennent compenser. Mais les insuffisances de l'année 1931 et celles qu'annoncent les résultats provisoires des six premiers mois de l'exercice actuel sont d'un tel ordre de grandeur qu'elles dépassent de toute évidence les exportations invisibles, qui sont, elles aussi, en large décroissance. La balance générale des paiements de la France est fort probablement dès à présent déficitaire. Il y a là une situation *dont il faut à tout prix empêcher l'aggravation.*

On doit, dans ce but, mettre en œuvre deux moyens principaux :

1° La recherche d'une baisse du coût de la vie en France.

2° La révision de certains de nos accords commerciaux, et notamment du plus important d'entre eux, l'accord franco-allemand.

La thèse est ici exposée avec une grande lucidité et la plus parfaite bonne foi. Permettez-moi cependant d'affirmer que malgré tout le respect que j'ai pour le Conseil économique, je ne puis en aucune façon me rallier à la conclusion qu'il a adoptée.

Une remarque de détail d'abord. Le Conseil national économique croit que la balance générale des comptes de la France est « fort probablement dès à présent déficitaire », et il adopte cette conclusion, alors que, pendant la période qu'il envisage, année 1931 et six premiers mois de 1932, la réserve d'or de la Banque de France n'a pas augmenté de moins de 28 milliards et demi de francs.

Je sais bien qu'on épiloguera sur cette constatation, qu'on dira que l'afflux d'or en France résulte de mouvements de capitaux et que ce sont seulement les éléments normaux de la balance des paiements que l'on a voulu considérer. Mais si, compte non tenu des mouvements de capitaux, la balance des paiements de la France était en déficit, ce déficit aurait compensé les mouvements de capitaux et il n'y

aurait pas de mouvements d'or. S'il y a entrées d'or, c'est qu'il n'y a pas de déficit. Ainsi, première critique : c'est sur une conclusion discutable que l'on recommande une certaine politique, dont on ne peut douter qu'elle ait, par ailleurs, des conséquences redoutables.

Mais il y a plus. Les chiffres cités plus haut montrent que toutes les balances commerciales des pays riches sont en déficit, malgré tous leurs efforts pour exporter beaucoup et pour importer peu, alors que celles des pays pauvres sont en excédent.

Peut-on dire que, de ce fait, la balance des paiements des premiers soit en déficit, ou celle des seconds en excédent ? Évidemment non. Les pays riches possèdent des ressources en monnaies étrangères qui n'apparaissent pas dans leur balance commerciale, et notamment les revenus des valeurs étrangères que détiennent leurs nationaux. Pour que leur balance des paiements soit en équilibre, il faut que leur balance commerciale soit en déficit, et c'est bien ce qui arrive en pratique. A l'inverse, les pays pauvres ont emprunté à l'étranger. Ils ont à payer chaque année le service de ces emprunts. Pour que leur balance des paiements soit équilibrée, il faut que leur balance commerciale soit en excédent, et encore l'expérience montre qu'il en est bien ainsi.

Le cas des États-Unis semble, il est vrai, faire exception à la règle. Mais il n'y a là qu'une fausse apparence. Les États-Unis, pays riche depuis la guerre, avaient une balance commerciale en excédent parce qu'ils replaçaient chaque année à l'étranger toutes les ressources qu'ils en tiraient. Mais, depuis la crise, ils ont cessé de prêter à l'étranger. Aussi, l'excédent de leur balance commerciale a diminué, passant de 744 millions de dollars en 1929 à 288 millions en 1931.

D'ailleurs, cette constatation est absolument générale. Je ne lui connais, en ce qui me concerne, aucune exception. Toutes les fois qu'un élément de passif nouveau est apparu dans la balance des paiements d'un pays, la balance commerciale s'est adaptée et l'équilibre s'est trouvé rapidement rétabli.

En France — pays riche — la balance commerciale a

toujours été en déficit, sauf pendant la période de crise de confiance 1924-1925. Pendant cette période, l'exportation des capitaux introduit dans la balance des paiements un élément de passif important. La balance commerciale s'adapte aussitôt et son déficit habituel fait place à un excédent appréciable. Mais, en 1927, l'exportation de capitaux disparaît et, dès l'année suivante, le déficit redevient à peu près ce qu'il était avant la crise, soit environ 2 milliards de francs.

A ce moment, un double phénomène prend naissance : nous commençons à percevoir régulièrement les réparations allemandes pour des montants appréciables, cependant que l'étonnant rétablissement monétaire de la France attire vers ce pays les capitaux en quête d'emploi. Pour ces deux raisons, il y a demande de francs sur le marché, autrement dit, élément d'actif nouveau et croissant dans la balance des paiements française. Si la balance commerciale était restée à son niveau antérieur, la balance des comptes eût été en excédent. Mais ceci ne se produisit pas, car aussitôt le déficit de la balance commerciale commença à augmenter, passant de 2 milliards en 1928 à 8,1 en 1929, 9,9 en 1930 et 11,8 en 1931.

Au milieu de 1931 nous cessons de percevoir les réparations allemandes et l'afflux de capitaux vers la France se ralentit. Aussitôt, diminution du déficit, qui passe de 11,8 milliards en 1931 à 10,1 milliards en 1932.

Vous voyez combien sont vaines les craintes du Conseil national économique, qui dit dans son rapport :

> Maintenant que les paiements de réparations sont supprimés, la nécessité d'équilibrer nos échanges doit être mise au premier plan.

N'ayez aucune crainte, Messieurs les Experts, l'équilibre est bien assuré, et il l'était avant même que vous vous fussiez chargés de mettre la question au premier plan de vos préoccupations.

Et d'ailleurs, dans tous les cas analogues on a pu observer des phénomènes analogues. L'exemple de l'Allemagne est décisif à cet égard.

De 1924 à 1930, en effet, l'Allemagne a presque constam-

ment emprunté à l'étranger des sommes importantes, sauf pendant les années 1926 et 1930 — ainsi que le rapport des experts de Bâle permet de le constater.

Or, pendant ces deux années, la balance commerciale de l'Allemagne, ordinairement déficitaire — comme toujours dans le cas d'un pays qui emprunte à l'étranger — a présenté un excédent : de 800 millions de marks en 1926 et de 1.500 en 1930.

Mais il y a plus. A partir du mois de mars 1931, non seulement l'Allemagne n'emprunte plus à l'étranger, mais elle se trouve affectée par un mouvement d'exportation de capitaux très intense, mouvement qui introduit dans sa balance des paiements un élément de passif nouveau et très élevé. Immédiatement, comme tout permettait de le prévoir, l'excédent de la balance commerciale de l'Allemagne a augmenté, au point d'atteindre, pour l'année 1931, le chiffre extraordinaire de 3 milliards de marks, soit 18 milliards de francs. Cet excédent était d'autant plus remarquable qu'il survenait en une période de crise économique universelle, et malgré des difficultés de vente et des restrictions de toutes sortes.

Toujours, d'ailleurs, et en tous les cas, le résultat est le même. On peut l'observer dans les balances commerciales de tous les pays des Balkans, comme on avait pu l'observer après 1870 dans la balance commerciale de la France.

Toujours, à tout moment, lorsque l'on introduit un élément nouveau dans la balance des paiements d'un pays, la balance commerciale varie de telle façon que se trouve maintenu l'équilibre des engagements internationaux.

Et lorsqu'il n'y a pas de perturbation brusque, alors importations et exportations varient dans le même sens et dans la même proportion, afin que se trouve respecté l'équilibre de la balance des paiements.

Ainsi la conclusion est absolument générale. Hors les cas de fuite devant la monnaie ou de déficit budgétaire — exceptions essentielles, il est vrai, — la balance des paiements d'un pays est toujours équilibrée. Et comme cet équilibre ne peut être mis en doute, la question est de savoir si, dans toute sa généralité, il est possible de le

tenir pour fortuit ou si, au contraire, il est la conséquence d'un mécanisme lui-même permanent.

Pour répondre à cette question, il suffit de rechercher comment se forment les balances commerciales. Pour la France, par exemple, tout individu qui, quelque part dans le monde, boit un verre de bordeaux ou de champagne, introduit une créance dans notre balance commerciale — et tout individu qui, quelque part en France, mange du chocolat ou porte du drap anglais, y introduit une dette. Or, tous ces individus agissent, en tous les points du monde, sans lien aucun entre eux, sans jamais se préoccuper des répercussions de leurs actes sur la situation générale du pays. Par ailleurs, aucune autorité, nulle part dans le monde — sauf cependant en Russie soviétique — ne cherche à coordonner leurs actions, à proportionner les achats à l'étranger aux ventes extérieures.

Et cependant, c'est un fait qu'un merveilleux équilibre existe à chaque instant entre l'actif et le passif, et avec une précision suffisante pour que, lorsqu'un élément de passif nouveau apparaît, apparaisse immédiatement une créance nouvelle qui vient le compenser.

Ainsi, la conclusion s'impose. Cet équilibre que personne n'établit et qui ne peut être fortuit, il est le résultat d'un mécanisme tout-puissant, qui réussit à chaque instant à proportionner les dettes aux créances et à assurer l'équilibre des engagements extérieurs, en dehors duquel un pays ne saurait subsister.

D'ailleurs, rappelez-vous : tous les cours d'économie politique n'enseignent-ils pas qu'à chaque instant l'équilibre des balances des paiements se trouve assuré et maintenu par le jeu des phénomènes de change et de prix ? Il est vrai que si tout le monde connaît cet enseignement, personne n'y croit. Eh bien ! ce dont je voudrais vous avoir convaincus, c'est que c'est une ruineuse erreur d'oublier que, en fait, à chaque instant, partout et toujours, l'équilibre des balances des paiements se trouve assuré par un mécanisme qui n'est jamais en défaut, tant qu'il n'y a ni fuite devant la monnaie ni déficit budgétaire.

A dire vrai, je ne suis pas convaincu que, dans la théorie classique, la description du phénomène soit parfaitement

exacte. Je crois l'explication plus subtile que celle qu'on donne habituellement ; mais ce qu'on ne peut mettre en doute, c'est que le phénomène existe et qu'il régit les faits avec une extrême rigueur. Toujours, en toutes circonstances, la balance commerciale a été ce qu'elle devait être pour que la balance des paiements fût équilibrée, c'est-à-dire pour que le pays pût durer, et ceci avec une précision à laquelle jamais aucune intervention de l'État n'aurait pu prétendre.

Et alors, vous voyez combien apparaît ridicule la prétention des gouvernements de donner à la balance commerciale la valeur qu'il faut qu'elle ait pour que l'équilibre de la balance des paiements ne soit pas compromis, combien ridicules les serments de tous nos hommes d'État, qui assurent leurs populations qu'ils veillent au grain et prendront toutes mesures utiles pour l'adaptation de nos échanges commerciaux aux nécessités du moment, combien injustifiée enfin, cette docte recommandation du Conseil économique :

> La balance générale des paiements de la France est fort probablement dès à présent déficitaire. Il y a là une situation sérieuse dont il faut à tout prix empêcher l'aggravation.

Croient-ils donc sérieusement, ces gouvernements, que c'est par leurs soins qu'en 1870 la balance commerciale de la France est devenue excédentaire ? Croient-ils donc que c'est par leurs soins qu'en 1931 la balance commerciale de la France a présenté le déficit que nous avons observé — déficit qui était indispensable pour que fût sauvegardé l'équilibre de la balance des paiements, comme était indispensable l'extrême excédent de la balance commerciale allemande — excédent si élevé qu'aucun gouvernement jamais n'aurait pu espérer le réaliser.

Ainsi, à l'égard de la balance commerciale, nos gouvernements jouent le rôle de Chantecler, qui croyait, lui aussi, que le soleil ne se lèverait pas sans lui. Et chaque jour, pour le faire lever, il chantait à sa gloire, comme chaque jour, quelque part dans le monde, un ministre du Commerce annonce solennellement qu'il se préoccupe de parer aux désordres de la balance commerciale.

Encore pourrait-on être indulgent s'il n'y avait là qu'une erreur sans conséquence. Chantecler, après tout, ne gênait que lui-même en chantant le soleil. Mais si, pour suivre son rêve, il avait affamé la basse-cour, alors il eût été coupable et le devoir du juste eût été de le détromper.

Or l'illusion de la balance commerciale n'est certes pas sans action sur la vie économique. En son nom, toute une foule de mesures ont été prises. Je ne vous dis pas qu'elles aient été uniquement inspirées par le désir de sauvegarder l'équilibre de la balance commerciale. Je vous dis que l'argument qui les justifiait était la nécessité d'éviter une aggravation du déficit et que c'est cet argument qui, bien souvent, a convaincu ceux qui les adoptaient ou ceux qui les recommandaient.

Or, tout ce qui précède vous a montré, je l'espère, que cet argument était en opposition avec tous les faits connus.

Et alors, force nous est bien d'admettre que tout ce qui a été décidé sur cet argument est dépourvu de fondement, donc injustifié.

Injustifiées, ces augmentations de droits de douane pour parer à une aggravation du déficit commercial — injustifiées et vaines d'ailleurs, car la balance commerciale y est aussi indifférente que le mouvement du soleil au chant du coq. Et ne devait-il pas en être ainsi, puisque si les gouvernements pouvaient modifier par des droits de douane la balance commerciale de leur pays, il leur serait possible de mettre simultanément en excédent toutes les balances commerciales du monde, ce qui est contradictoire, donc absurde.

Et d'ailleurs, l'exemple de la France n'aurait-il pas dû nous apprendre que les droits de douane ne permettaient pas de lutter contre l'augmentation du déficit commercial puisque, en 1931, lorsque s'est produite la rupture d'équilibre précédemment indiquée, notre protection n'a pas réussi à éviter l'afflux en France de marchandises étrangères.

Nos gouvernements, il est vrai, ne se sont pas tenus pour battus. Ils ont recouru à une autre méthode, invincible celle-là, dans la lutte contre les importations, celle des

contingentements. Mais, là encore, l'expérience nous a montré que la méthode, si efficace fût-elle pour réduire les importations, ne réussissait pas à modifier sensiblement la balance commerciale, car elle affectait dans des proportions sensiblement analogues le montant des exportations.

Et il en est de même des contrôles de change, qui donnent au pouvoir central le droit de prohiber à son gré toutes les importations. Toutes ces méthodes, si efficaces soient-elles pour réduire au minimum les échanges internationaux, n'affectent que fort peu la balance commerciale, qui est toujours ce qu'elle doit être pour que, compte tenu de tous les actes des individus, de leurs désirs, de leurs erreurs, la balance des paiements soit équilibrée. En cette matière, le devoir des gouvernements est de fermer les yeux aux statistiques commerciales, de ne jamais s'en préoccuper, de ne jamais prendre aucune mesure dans le but de les modifier.

Et malgré tout l'amour que l'on me prête pour les statistiques, je n'hésiterais pas à recommander, si l'on m'interrogeait, la suppression des statistiques du commerce extérieur, étant donné tout le mal qu'elles ont fait dans le passé, qu'elles font et, je le crains fort, qu'elles feront encore à l'avenir.

Mais alors, direz-vous, si vous renoncez à lutter contre l'augmentation du déficit commercial, est-ce donc que vous vous y résignez lorsqu'elle vient à se produire ? Sur ce point encore je n'hésite pas à répondre que, lorsqu'un déficit de la balance commerciale se produit sans être l'effet d'un déficit budgétaire, il n'est d'autre solution que de l'accepter, car, lorsque le déficit survient, c'est qu'il est indispensable pour que l'équilibre de la balance des paiements se trouve sauvegardé.

Toutes les fois que, dans le passé, il y a eu augmentation du déficit commercial, c'est qu'une source nouvelle de créances sur l'étranger était apparue : réparations, afflux de capitaux en quête de sécurité ou revenu de valeurs étrangères.

Et ainsi nous sommes conduit à cette conclusion qu'en dépit de l'opinion généralement admise, une balance com-

merciale en déficit — trait essentiel de la situation de tous les pays anciens et riches — est bien un signe de richesse, alors qu'un excès des exportations sur les importations est presque toujours la marque d'une très réelle pauvreté.

DEUXIÈME PARTIE

ÉLÉMENTS POUR UNE THÉORIE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Les faits d'équilibre et de déséquilibre exposés dans la première partie de cet ouvrage existent. Ils sont trop nombreux, trop précis et trop improbables pour être tenus pour fortuits.

La réserve avec laquelle la grande majorité des économistes les accueille marque qu'ils ne leur paraissent pas vraisemblables et qu'en tout cas la théorie classique — celle des « avantages comparés » — ne les explique pas.

C'est une véritable théorie des échanges internationaux, que j'ai constamment poursuivie depuis que j'ai eu connaissance des concomitances qui placent hors de toute discussion l'existence et l'efficacité d'un mécanisme tendant à assurer, sauf inflation ou gold-exchange-standard, l'équilibre des échanges internationaux.

Dans mes premiers essais d'explication ma pensée était encore marquée par des rémanences excessives de quantitativisme.

Cependant, dès 1927, dans ma *Théorie des Phénomènes monétaires* (1), j'avais fait de l'excès de la « demande totale » sur « l'offre totale » — on dirait aujourd'hui « demande et offre globales » — le moteur principal des variations du niveau général des prix et, par l'intermédiaire de celles-ci, des balances de paiements. Mais je sous-estimais l'action directe et immédiate des variations de la demande globale sur les débouchés, qu'on qualifierait aujourd'hui « d'effet-revenu ».

C'est en 1928, au cours de la conférence contradictoire entre John MAYNARD KEYNES et moi, à laquelle je me suis

(1) Payot, Paris, édit. (épuisé).

référé plus haut, que j'ai pour la première fois formulé le rôle dominant des variations de la demande globale sur les balances de paiements.

Malgré l'éloignement, j'ai un souvenir très précis de l'événement. Nous étions, KEYNES et moi, debout devant un large auditoire, sur la scène d'une salle de concert de Genève.

Cependant que j'exposais les raisons pour lesquelles la balance des paiements d'un pays était toujours équilibrée, hors, à l'intérieur de ce pays, phénomènes d'inflation caractérisés, KEYNES, qui marchait de long en large, s'arrêta brusquement, et m'interrompant me dit : « Mais cet équilibre, comment pensez-vous qu'il sera établi ? »

Je répondis : « Parce que si une partie du revenu national est utilisée à l'étranger, elle fera défaut pour l'achat, aux prix du marché, d'une portion de même valeur de la production nationale. C'est cette portion qui restera disponible pour l'exportation. Si les produits invendus trouvent immédiatement preneur à l'étranger, l'équilibre de la balance des paiements sera rétabli. Sinon, les prix tendront à baisser dans le pays déficitaire jusqu'au niveau où une part équivalente du produit national sera exportée. »

« Tiens, dit KEYNES, reprenant sa marche, c'est une idée intéressante ; il faudra que j'y réfléchisse. »

Moi aussi j'ai continué à réfléchir à ce problème en recherchant s'il existait des liens précis entre la demande et l'offre globales.

Évidemment la loi des débouchés — celle de Jean-Baptiste SAY — les affirmait. Mais en les affirmant, elle niait toute possibilité d'inflation et toute possibilité d'action, sur les échanges internationaux et sur les prix, de la politique du crédit.

Il était évident que la loi des débouchés omettait les influences monétaires susceptibles d'écarter la demande globale de la valeur globale des offres.

C'est dans *L'Ordre social* — dont la première édition est de 1945 — que j'ai énoncé le théorème fondamental de la demande globale :

> *La différence entre la demande et l'offre globales est, en toute période, identiquement égale à la différence entre*

les variations globales du montant des encaisses effectives et celui des encaisses désirées (1).

Cet énoncé montre que la loi des débouchés n'est vraie qu'autant que la quantité de monnaie en circulation est constamment au niveau du montant global des encaisses désirées.

Il met en lumière la double nature des phénomènes de marché, qui ont un aspect pouvoir d'achat : l'effet-revenu et un aspect monétaire : l'effet-monnaie. Il prouve surtout que les deux aspects sont indissolublement associés en une sorte de complémentarité fondamentale, qui rappelle celle de l'onde et du corpuscule dans la mécanique ondulatoire.

Cependant le théorème susénoncé ne dégageait aucun lien entre l'émission monétaire et la variation du montant global des encaisses désirées. Or il était évident que pareils liens existaient. Il n'était jamais arrivé, en effet, qu'un détenteur d'encaisses, désirant en augmenter le montant, par exemple à la veille des vacances ou pour paiement de ses échéances de fin de mois, fut empêché de le faire.

Le comportement global des usagers de la monnaie affectait donc l'émission monétaire. Une théorie complète devait nécessairement rechercher les circuits par lesquels les comportements individuels influençaient la création de monnaie.

Cette recherche m'a conduit à la certitude que le montant des encaisses effectives était étroitement dépendant du montant global des encaisses désirées et que, de ce fait, la demande globale était, elle aussi, unie à l'offre globale — non pas par les liens d'égalité affirmés par Jean-Baptiste SAY — mais par des liens précis et subtils, eux-mêmes dépendants de la nature des actifs qui sont la contrepartie de la monnaie.

La relation entre encaisses-effectives et encaisses-désirées est complexe, car elle met en œuvre les mécanismes déli-

(1) Page 282 de la 2e édition (librairie Médicis).

cats et peu explorés du marché à terme. C'est une relation « fine », susceptible donc d'expliquer les relations fines que traduisent les phénomènes de balances des paiements.

J'ai exposé le résultat de mes premières recherches en 1953, dans un mémoire intitulé « La régulation monétaire et le problème institutionnel de la monnaie ».

Bien que ce mémoire déborde très sensiblement le problème des balances de paiements, je l'ai reproduit intégralement dans le chapitre VI ci-après, car le phénomène qu'il met en lumière : lien entre encaisses-effectives et encaisses-désirées, est seul de nature à expliquer le lien entre demande et offre globales, générateur des phénomènes de balances des paiements. La section VI du mémoire traite d'ailleurs spécialement de « l'équilibre de la balance des paiements ».

Cependant, après cette publication, plusieurs amis — et notamment le regretté Professeur GOETZ-GIREY — m'ont fait savoir que mon analyse était complexe et qu'ils avaient éprouvé de sérieuses difficultés à en suivre les développements.

Sur leur conseil j'ai tenté un exposé moins rigoureux, mais plus simple, sous le titre « Éléments pour une théorie du taux d'escompte et de la balance des paiements ». C'est lui qui est reproduit dans le chapitre VII du présent ouvrage.

Que le lecteur qui n'est pas soucieux de théorie économique rigoureuse me permette de lui conseiller de sauter le chapitre VI, en passant directement au chapitre VII.

Chapitre VI

LA RÉGULATION MONÉTAIRE ET LE PROBLÈME INSTITUTIONNEL DE LA MONNAIE (1)

I. — *Mesure de la demande globale.*
II. — *Le crédit et l'escompte.*
III. — *La régulation monétaire.*
IV. — *L'inflation.*
V. — *La parabole du dîner.*
VI. — *L'équilibre de la balance des paiements.*
VII. — *Le nouveau commandement d'austérité.*
VIII. — *Le problème institutionnel de la monnaie.*

Sur plusieurs questions touchant à la monnaie, j'éprouve une difficulté majeure à suivre la pensée de certains amis très proches, avec qui je me trouve, au regard d'autres problèmes économiques, en étroite communion d'idées.

Cette difficulté résulte essentiellement d'une divergence de vues sur les influences qui déterminent la quantité de monnaie en circulation.

L'opposition n'est pas seulement théorique. Son importance m'est apparue en pleine lumière au cours d'un comité de l'O.E.C.E. « sur la stabilité intérieure ». La majorité de mes collègues voyait dans un emprunt non dépensé une cause mécanique de déflation. Ils épousaient sans réserve la thèse magnifiquement exprimée par lord Keynes dans la parabole du dîner : « Un acte d'épargne individuelle signifie — pour ainsi dire — une décision de ne pas dîner aujourd'hui... Il produit donc un effet déprimant sur l'industrie intéressée à la préparation du dîner d'aujourd'hui, sans stimuler aucune des industries qui travaillent

(1) Publié dans la *Revue d'Economie politique* en 1953 et en une brochure à la librairie du Recueil Sirey la même année.

en vue d'un acte futur de consommation (1). » Mes idées, au contraire, m'incitaient à voir dans l'épargne non dépensée une influence tendant à augmenter la quantité de monnaie en circulation.

L'option entre les deux thèses entraîne des conséquences importantes, tant sur le plan de la théorie monétaire que sur celui de l'action concrète. Elle contribue, notamment, à délimiter les tâches et les responsabilités qui incombent aux gouvernements et aux banques d'émission dans le domaine de l'investissement et de la monnaie.

Ces diverses raisons m'ont conduit à préciser, dans les lignes qui suivent, l'essentiel de ma pensée, pour la soumettre à la discussion de ceux qui ont sur les mêmes problèmes des vues différentes.

I. — Mesure de la demande globale.

Pour l'analyse des influences qui déterminent la quantité de monnaie en circulation, quelques notions fondamentales doivent être rappelées ou précisées.

Le niveau général des prix, en chaque séance de marché, ne dépend que du rapport entre la demande globale et la valeur globale des offres (2).

Lorsque les prix sont libres, la demande ne se distingue pas du montant des achats accomplis.

Mais les achats accomplis peuvent être réglés au comptant ou à terme.

Lorsque l'achat est réglé au comptant, la monnaie requise pour le paiement ne peut provenir que d'une vente opérée par le demandeur pendant la même séance du marché, d'un excédent des créations sur les destructions de monnaie

(1) P. 226 de l'édition française de la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, traduction de Largentaye, Payot, édit., Paris.

(2) J'ai montré dans ma *Théorie des phénomènes monétaires* (Payot, 1927, p. 72) et dans *L'Ordre social* (2e éd., Librairie Médicis, 1949, pp. 32-39) que la moyenne arithmétique de tous les prix du marché, pondérés des quantités échangées, était indifférente à la répartition de la demande totale et ne dépendait, toutes conditions égales quant à l'offre, que du montant de la demande totale. Cette constatation m'a conduit à faire — dès 1927 — de la « demande totale » l'instrument essentiel de l'analyse dynamique des marchés.

effectuées pour son compte au cours de la même période ou d'une réduction, entre le début et la fin du marché, de l'encaisse qu'il souhaite détenir.

Ceci permet d'écrire :

« Demande d'un échangeur pendant une séance de marché = montant des ventes opérées par lui au cours de cette séance + excédent des créations sur les destructions de monnaie effectuées pour son compte pendant la même période — variations entre le début et la fin du marché de l'encaisse qu'il souhaite détenir. »

Si l'on ajoute membre à membre les égalités analogues propres à tous les participants au marché, on constate que, en chaque séance du marché, *la demande globale est égale à la valeur globale des offres, majorée de la différence entre les variations, pendant la même période, de la quantité de monnaie en circulation et du montant global des encaisses désirées.*

Cette identité montre que le gros de la demande, en toute période, est fourni par la valeur des offres. C'est de cette constatation que la fameuse théorie des débouchés, de Jean-Baptiste SAY, est l'expression approximative, donc inexacte. En réalité la demande globale s'écartera de la valeur globale des offres — et le niveau général des prix variera — toutes les fois qu'une divergence existera entre les variations, pendant la période considérée, de la quantité de monnaie en circulation et du montant global des encaisses désirées.

L'identité précédente constitue donc une version rectifiée de la théorie quantitative de la monnaie.

Toutefois, pour son interprétation, une élaboration de la notion d'encaisse désirée est indispensable

Est désiré, tout élément d'encaisse que son titulaire ne désire pas remplacer par une richesse de nature non monétaire.

Or la quantité de monnaie en circulation dont l'existence ne provoque aucune demande de richesses non monétaires se décompose en deux fractions : celle qui est exigée par l'exécution des règlements afférents aux transactions intervenues sur le marché, celle que les individus souhaitent conserver pour parer à des besoins éventuels.

L'existence d'encaisses indispensables au règlement de transactions antérieures résulte du fait que la plupart des procédures de règlement, sauf le paiement manuel par remise de monnaie proprement dite, exige des délais non négligeables, pendant lesquels la monnaie n'apparaît plus dans le patrimoine du payeur sans apparaître encore dans celui du payé. C'est le cas, notamment, des envois de fonds par la poste, des paiements par chèques ou virements. La monnaie ainsi employée représente ce que les comptables appellent les « en route ». Son montant total détermine, à chaque instant, la quantité de monnaie qui eût été indispensable au règlement des transactions intervenues si aucune quantité de monnaie n'était jamais gardée dans un patrimoine en vue de besoins éventuels. Pour cette raison, elle représente pour nous le montant des « *encaisses nécessaires* ».

Le volume global des encaisses nécessaires dépend évidemment des procédures de règlement effectivement employées, du volume des transactions à régler et du niveau général des prix. Si la collectivité envisagée « tourne » en état de régime, le premier élément est immuable. Alors, le montant des encaisses nécessaires ne dépend que de l'activité des échanges et du niveau des prix. Dans tous les cas, le montant global des encaisses nécessaires est mécaniquement déterminé par des facteurs économiques et financiers.

Quant au volume des « *encaisses thésaurisées* » en vue d'une utilisation éventuelle, il est grandement dépendant des prévisions que font les usagers de la monnaie du montant de leurs besoins ultérieurs. Il résulte essentiellement de considérations d'ordre psychologique.

Les encaisses thésaurisées et les encaisses nécessaires présentent entre elles une différence importante. Les premières apparaissent dans les tiroirs-caisses ou dans les portefeuilles. De ce fait, leur existence et leur montant sont connus de ceux qui les conservent, alors que les secondes, étant « en route », ne sont pas apparentes, sauf pour les comptables.

L'ensemble des encaisses nécessaires et thésaurisées détermine le montant des encaisses que leurs titulaires

ne désirent pas remplacer par des biens de nature non monétaire. Pour cette raison, nous les qualifions « d'encaisses désirées » (1).

L'identité précédemment établie, qui relie la différence entre la demande et l'offre globales à la différence entre les variations de la quantité de monnaie en circulation et du montant global des encaisses désirées, rappelle la théorie quantitative classique.

Elle s'en distingue cependant par la substitution de la notion d'encaisse désirée à celle de vitesse de circulation de la monnaie. Les paragraphes suivants montreront que la première, bien que de nature psychologique, a un caractère de réalité économique qui fait entièrement défaut à l'expression purement arithmétique que constitue la seconde.

Comme la théorie classique, notre identité quantitative ne permet pas de localiser la cause des phénomènes inflationnistes dans son premier ou dans son second membre. Tout ce qu'elle nous apprend, c'est que si l'un d'eux varie, l'autre varie dans la même proportion.

Cependant, si l'on veut ne pas commettre à l'égard de cette forme renouvelée de la théorie quantitative l'erreur si souvent commise à l'égard de l'ancienne, si l'on veut éviter qu'elle ne soit qu'une relation formelle, vide de contenu économique, il faut pénétrer le mécanisme par lequel l'identité des deux membres se trouve, en fait, assurée. C'est ce qui sera tenté au cours des prochains paragraphes.

II. — Le crédit et l'escompte.

L'analyse qui précède est fondée sur l'hypothèse de règlements immédiats. Je vais maintenant rechercher les conséquences du délai de paiement, c'est-à-dire du crédit.

Vendre à crédit, c'est vendre, non contre paiement immédiat, mais contre la promesse de paiement ultérieur que constitue une créance en monnaie.

(1) La théorie des encaisses désirées, somme des encaisses nécessaires et des encaisses thésaurisées, est exposée en détail dans *L'Ordre social* (p. 186 de la 2e éd.).

La créance permet à celui qui la détient d'exiger du débiteur, à l'échéance, le paiement qu'elle stipule, et si celui-ci le refuse, de recourir aux moyens d'exécution prévus par la loi.

Mais le débiteur, telle la plus belle fille du monde, ne peut donner que ce qu'il a. S'il ne peut ou ne veut réduire son encaisse et s'il n'attend pas de rentrée d'argent, il n'honorera sa dette que si, à l'échéance, il peut vendre des biens d'égale valeur, autrement dit s'il dispose dans son patrimoine, à cette date, d'actifs libres d'égal montant.

Évidemment, le créancier peut espérer une rentrée fortuite chez son débiteur. Mais, généralement, il n'acceptera le paiement différé que si, dès le moment où la dette est contractée, les biens nécessaires pour en assurer le règlement existent dans le patrimoine du débiteur.

Ces biens peuvent être expressément définis et immobilisés si la créance est gagée. Ils sont l'objet d'un dépôt dans un local approprié, lorsque la créance est un « warrant », ou d'un blocage en banque, lorsque le gage porte sur des valeurs mobilières. Dans d'autres cas, c'est une hypothèque qui assure l'existence et la conservation des valeurs qui garantissent le paiement.

Quand la créance a la forme d'un effet de commerce, la « cause » de la créance est généralement précisée sur l'effet. Elle résulte de la livraison de biens qui seront conservés dans l'actif du débiteur jusqu'à l'échéance et y représenteront les valeurs que celui-ci réalisera pour l'apurement de sa dette.

Si la créance n'est pas gagée, c'est l'actif global du ou des débiteurs qui en garantit le paiement.

Toutes les procédures de garantie pratiquement en vigueur — et notamment la procédure de l'acceptation — tendent à donner au créancier la certitude que des valeurs sont, en fait, réservées à concurrence du montant de sa créance et seront disponibles, à l'échéance, aux fins de règlement.

Ainsi, dans presque tous les cas, sous des formes juridiques très diverses, les créances remises en paiement dans une opération de vente à crédit sont la représentation d'un actif, distinct ou indistinct, conservé, dans le patrimoine

du débiteur, en vue de l'incorporation à un processus productif ou pour des raisons d'opportunité, mais destiné à être vendu lorsque la dette devra être payée.

De ce fait, la vente à crédit peut être considérée, au moment où elle intervient, comme l'échange entre l'article acheté et les richesses que représente la créance remise en paiement, c'est-à-dire comme un véritable troc.

Ce sont les répercussions très diverses que le délai de paiement est susceptible d'exercer sur l'équilibre des marchés où les richesses s'échangent contre monnaie, que nous allons rechercher.

Pour simplifier l'analyse, nous l'accomplirons dans l'hypothèse d'une situation où le stock monétaire de chaque individu serait constamment au niveau de son encaisse désirée, par immobilité des deux grandeurs.

Lorsque, dans cette hypothèse, toutes les transactions sont réglées au comptant, chaque individu, en toute séance de marché, demande à concurrence de ses offres, faute de quoi son encaisse effective ne resterait pas au niveau de son encaisse désirée.

Si certaines transactions sont réglées à trois mois d'échéance, la situation doit être examinée au moment où la transaction intervient et au moment de son règlement.

Au moment où la transaction intervient, l'offreur reçoit une créance sur l'acheteur, mais aucun paiement. Son encaisse effective étant au niveau de son encaisse désirée, il ne peut rien demander. Il y a donc eu de sa part offre sans demande.

Inversement l'acheteur n'a rien à payer. Il n'a donc pas besoin d'offrir pour demander.

La conclusion de la transaction à règlement différé suscite ainsi, de la part du vendeur, offre sans demande ; de la part de l'acheteur, demande sans offre. Elle n'a donc aucune répercussion sur la différence entre la demande et l'offre globales.

A l'échéance, le débiteur doit régler son vendeur. Puisque son encaisse effective est au niveau de son encaisse désirée, il doit formuler une offre sur le marché à concurrence de sa dette, offre qui n'est accompagnée d'aucune demande.

Inversement, le créancier reçoit paiement. Pour que son

encaisse ne varie pas, il demande à concurrence du même montant et formule donc une demande sans offre.

Ainsi, le règlement de la transaction différée — lui non plus — n'affecte pas la différence entre la demande et l'offre globales.

La vente à crédit n'entraîne donc, en elle-même, aucun effet perturbateur, ni aucune répercussion monétaire. Elle est seulement un transfert pendant la durée du crédit — c'est-à-dire un prêt du vendeur à l'acheteur — de la faculté d'achat qu'aurait value au premier l'encaissement du produit de la vente si elle s'était faite au comptant.

Mais le vendeur peut escompter sa créance.

S'il la cède à un détenteur d'encaisses préexistantes — ce qui est le cas lorsque, directement ou indirectement, il la vend sur le marché monétaire, généralement qualifié « marché hors-banque » — l'acheteur de la créance, s'il veut maintenir son encaisse effective au niveau de son encaisse désirée, doit formuler une offre sur le marché.

Le vendeur de la créance, de son côté, s'il veut éviter une augmentation de son encaisse, formule une demande de même montant.

Ainsi, encore, l'escompte par vente d'une créance sur le marché, c'est-à-dire l'escompte « hors-banque », n'affecte pas la différence entre la demande et l'offre globales et n'entraîne aucune répercussion monétaire. Il transfère seulement du vendeur à l'acheteur de créance le prêt résultant du crédit.

Mais l'escompteur peut, directement ou indirectement, céder sa créance à une banque. Alors, la situation est entièrement modifiée.

La banque inscrit à son actif la créance et à son passif, au crédit de l'escompteur, le prix d'achat de la créance (1).

Si l'escompteur ne veut pas porter son encaisse effective

(1) Si la banque est banque d'émission, l'escompte n'entraîne pour elle aucune autre conséquence. Si elle est banque commerciale, dépourvue du privilège d'émettre de la monnaie légale, il peut arriver qu'elle réescompte à la banque d'émission des créances à concurrence d'une fraction, généralement faible, du montant dont son passif a été majoré.

Nous négligeons ici, pour éviter d'inutiles complications, les conséquences de ce réescompte.

au delà de son encaisse désirée, il demande à concurrence de son escompte.

Ainsi, au moment où intervient la transaction à crédit suivie d'escompte en banque, il y a de la part de l'acheteur — comme dans le cas antérieur — demande sans offre et, de la part du vendeur, demande à concurrence du montant de son offre. Il y a donc augmentation nette, à concurrence de la transaction intervenue — donc du montant des encaisses nouvellement créées — de la différence entre la demande et l'offre globales.

A l'échéance, le bénéficiaire de l'escompte doit payer la banque escompteuse. A cette fin, il doit offrir sans demander.

De ce fait la différence entre la demande et l'offre globales est réduite, par augmentation de l'offre, dans la mesure où la différence entre le montant global des encaisses effectives et désirées est réduite par réduction de la quantité de monnaie en circulation.

L'escompte en banque produit donc, lorsque le montant global des encaisses désirées ne varie pas, une perturbation caractérisée par une demande sans offre au moment où il intervient et une offre sans demande au moment de l'échéance.

Cependant, cette perturbation n'interviendrait pas si le bénéficiaire de l'escompte n'utilisait pas son supplément d'encaisse à formuler sur le marché un supplément de demande.

Il en sera ainsi, notamment, lorsque l'escompte coïncidera avec un supplément de transactions — dû, par exemple, à une augmentation de l'emploi — majorant de sa valeur le montant global des encaisses exigées par les règlements à accomplir. Il en sera ainsi également lorsque l'escompte coïncidera avec une majoration de même montant des encaisses thésaurisées.

Cette double éventualité affectera donc de la même façon, dans le deuxième membre de l'identité quantitative, la quantité globale de monnaie en circulation et le total des encaisses désirées ; leur différence restera inchangée.

Ainsi, pour que l'escompte ne provoque pas de différence entre la demande et l'offre, donc de perturbation sur

le marché, il faut et il suffit que les encaisses qu'il fournit soient désirées.

Ce qui est vrai d'une majoration d'escompte l'est également, *mutatis mutandis*, d'une diminution par remboursement d'effets antérieurement escomptés.

L'analyse précédente permet de pénétrer plus avant les « miracles du crédit ».

Le trait surprenant, dans la conclusion qui vient d'être formulée, c'est que l'escompte en banque d'une créance puisse, lorsque la monnaie qu'il fournit est désirée, ne pas majorer la demande, alors que l'escompteur, en général, utilise la monnaie qu'il a obtenue à demander sur le marché.

Mais dire qu'un supplément de monnaie est désiré, c'est dire qu'il répond, chez l'un des usagers du stock monétaire — qui n'est en général pas l'escompteur — à une augmentation des encaisses thésaurisées ou des encaisses nécessaires à l'exécution des règlements.

Or, toute « thésaurisation » représente, à due concurrence, un délai de remploi, c'est-à-dire l'existence d'une offre — celle qui a fourni la monnaie thésaurisée — sans demande.

De même, toute augmentation des « encaisses nécessaires » révèle une augmentation de la quantité de monnaie « en route » aux fins de règlement. Or, la monnaie « en route » est de la monnaie qui a été employée par l'acheteur, mais pas encore reçue par le vendeur.

L'acheteur avait obtenu cette monnaie en offrant. Toutes conditions égales, il a donc formulé offre et demande de même montant sur le marché. Mais dans l'hypothèse où toutes les transactions sont réglées au comptant, le vendeur ne pourra formuler une demande égale à son offre que lorsqu'il aura reçu la monnaie qui lui a été expédiée. Il consent donc un sursis de remploi de même montant.

Ainsi, le fait que l'émission d'un supplément de monnaie est désiré — soit pour majoration des encaisses thésaurisées, soit par augmentation des encaisses nécessaires — révèle que quelque participant au marché y a formulé, à due concurrence, une offre sans demande.

Cette constatation est souvent obscurcie par la circula-

tion de la monnaie. Il est vrai, en effet, que le sursis de remploi prend fin dès qu'un élément d'encaisse cesse d'être « thésaurisé » ou « nécessaire ». Alors, l'élément d'encaisse correspondant est transmis au vendeur. Mais si cet élément d'encaisse reste « désiré », c'est que quelque autre participant au marché a majoré ses besoins d'encaisse aux fins de thésaurisation ou de règlement, et par là s'est substitué à celui chez qui des éléments d'encaisse ont cessé d'être désirés.

Ainsi, sur un marché, le volume des sursis de remploi, c'est-à-dire des offres non compensées par des demandes d'égale valeur, est toujours identiquement égal au montant global des encaisses désirées.

On comprend que l'existence de ces offres sans demande permette d'attribuer, à due concurrence, sans susciter aucune perturbation, une faculté de demande sans offre ; c'est celle qui est attribuée aux escompteurs en banque, pour toute la durée de l'escompte.

Mais, dans le phénomène d'escompte, il n'y a aucun lien entre les personnes qui empruntent et celles qui prêtent. L'emprunteur, c'est le débiteur de l'effet escompté. Le prêteur, c'est la personne changeante qui garde dans son patrimoine la monnaie issue de l'escompte, soit comme encaisse thésaurisée, soit parce qu'ayant vendu des biens non monétaires, elle en attend le règlement.

Si la monnaie issue de l'escompte était indésirée ou le devenait avant échéance de l'effet escompté, le sursis de remploi prendrait fin. Alors, si l'escompte subsistait, la demande sans offre qui en est la conséquence ne serait plus compensée par l'offre sans demande résultant de la détention d'encaisses désirées. L'escompte entraînerait élargissement des échanges ou hausse de prix jusqu'à absorption, par majoration des encaisses nécessaires, de la monnaie devenue indésirée.

Le besoin de monnaie crée donc une faculté de prêt. Mais celle-ci est strictement limitée au montant des encaisses effectivement désirées. La faculté de prêt correspondante est à long terme ou à court terme suivant que les besoins d'encaisse sont permanents ou temporaires. C'est ainsi que l'on peut, sans inconvénient, prêter à long terme

la contrepartie du culot de circulation tenue pour incompressible.

Ainsi se trouve dissipé le mystère du crédit.

Si le désir de monnaie ouvre une possibilité de prêt, c'est qu'il traduit la décision de celui qui l'éprouve de différer un remploi.

Mais si l'on veut éviter les désordres résultant de demandes sans offres, c'est-à-dire l'inflation, il est essentiel que le montant des prêts par escompte *en banque* ne dépasse jamais celui des encaisses désirées et, en particulier, que puissent être résorbés sans délai les escomptes afférents à des émissions de monnaies devenues indésirées.

C'est ainsi que le problème central de la politique monétaire apparaît comme celui du maintien, à tout instant, de la quantité de monnaie en circulation au niveau du montant global des encaisses désirées.

Il reste à rechercher par quelles méthodes ce maintien peut être assuré.

III. — La régulation monétaire.

L'idée paraît généralement admise que, dans nos sociétés contemporaines, c'est aux autorités monétaires qu'il appartient de veiller à la quantité de monnaie en circulation.

En France, un « Conseil du Crédit » fixe aux banques des plafonds d'escompte. Aux États-Unis, les autorités monétaires font varier le pourcentage des réserves imposées aux organismes bancaires. Partout, les banques créatrices de monnaie sont assujetties, par des dispositions de droit ou de fait, à la volonté des autorités responsables du crédit.

Ces dispositions institutionnelles ne sont que le reflet de la pensée, quasi unanime, des économistes contemporains. Celle-ci est exprimée fortement par Lord KEYNES dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie.*

Pour lui, la quantité de monnaie en circulation n'est aux mains des autorités monétaires qu'un moyen de diriger l'activité économique. « Si nous devons gouverner l'activité du système économique, dit-il, en faisant varier la

quantité de monnaie... » (p. 187 de la traduction française).

Et plus loin :

« La quantité de monnaie n'est pas déterminée par le public. Tout ce que la propension du public à thésauriser peut faire, c'est déterminer le taux de l'intérêt auquel son désir global de thésauriser est compatible avec la quantité de monnaie mise à sa disposition. » (p. 189.)

Je ne prétends, en aucune façon, que les autorités monétaires sont, en toutes circonstances, inaptes à influencer la quantité de monnaie en circulation. J'imagine même des systèmes monétaires où elles pourraient avoir une absolue maîtrise de l'émission. Mais je pense que dans les systèmes existants en Europe occidentale et aux États-Unis les usagers de la monnaie exercent, en fixant individuellement le montant de leurs encaisses respectives, une large influence sur la quantité globale de monnaie en circulation, et que si leur volonté est susceptible d'être déjouée, c'est seulement dans un certain sens et lorsque certaines circonstances, très particulières, sont réalisées. Il me paraît, en outre, qu'en n'énonçant pas ces conditions et en admettant qu'en toutes circonstances, la quantité de monnaie ne dépend que des autorités du marché, on commet une omission qui entraîne les plus graves conséquences, tant sur la théorie économique que sur la technique propre à assurer la stabilité des prix.

Ma conviction procède d'arguments de fait et de considérations de théorie.

J'ai d'abord un témoignage d'expérience. Comme membre du Conseil général de la Banque de France, de 1936 à 1939, puis comme sous-gouverneur de la Banque de France, j'ai souvent vu l'Institut d'émission s'inquiéter des variations de la circulation et essayer de les contrarier. J'ai constaté que, généralement, celles-ci n'obéissaient que dans une faible mesure à ses désirs. A aucun moment, je n'ai eu le sentiment que la banque d'émission « faisait varier » la quantité de monnaie.

Comme directeur du Mouvement général des fonds, j'ai connu des périodes d'égal déficit où la circulation augmentait, d'autres où elle diminuait, sans que les autorités moné-

taires se fussent préoccupées en rien de susciter ces mouvements et malgré les efforts qu'elles tentaient pour contrecarrer certains d'entre eux.

La quantité de monnaie en circulation n'est jamais que le total des encaisses que tous les usagers de la monnaie conservent dans leurs tiroirs-caisses ou dans leurs portefeuilles. Est-il jamais arrivé que l'un quelconque d'entre eux soit empêché d'augmenter son encaisse lorsqu'il désirait l'augmenter, de la diminuer lorsqu'il désirait la diminuer ?

La méthode infaillible dont chacun de nous dispose, pour augmenter son encaisse, est d'acheter moins ou de vendre plus — et pour la diminuer, d'acheter plus ou de vendre moins.

S'il en est ainsi, c'est donc que chacun de nous, en fixant le montant de ses offres ou demandes sur le marché, affecte, nonobstant la volonté des autorités d'émission, et sauf circonstances particulières, que j'énoncerai plus loin, la quantité de monnaie en circulation.

C'est le mécanisme par lequel les volontés individuelles influencent la quantité de monnaie existante qu'il importe en premier lieu de dégager.

Pour le tenter, j'étudierai le processus par lequel s'opèrent les variations mensuelles de la circulation monétaire. On sait que, dans tous nos pays, celle-ci augmente régulièrement vers la fin du mois pour diminuer une fois l'échéance passée. Il semble que la Banque d'Angleterre provoque systématiquement ces variations par des achats et ventes de bons du Trésor sur le marché. Les variations de circulation qui en résultent, devançant les besoins, tendent à éviter les variations de taux que ceux-ci produiraient. En France, depuis une date récente, la Banque de France peut recourir aux mêmes pratiques. Mais, antérieurement, elle n'y recourait pas et le rythme des variations mensuelles ne s'en déroulait pas moins, sans que personne se préoccupât de le susciter, avec la même ampleur et une impeccable rigueur.

La régularité même de ces variations suffit, à elle seule, à montrer l'existence d'un « mécanisme » bien déterminé. C'est sa nature que je me propose, en premier lieu, de rechercher.

Pour analyser simplement le processus par lequel les besoins individuels affectent la quantité de monnaie en circulation, j'envisagerai le cas d'une économie isolée, c'est-à-dire sans échanges internationaux, et tournant, au point de départ, en état de régime. La monnaie, supposée inconvertible, est fournie par l'escompte d'effets de commerce ou de bons du Trésor, chacun des effets venant à échéance étant remplacé par un effet de renouvellement d'égal montant.

Je supposerai aussi qu'il existe un marché monétaire — le marché hors-banque — où les effets se vendent et s'achètent contre monnaie. Je sais qu'en certaines périodes cette hypothèse ne répondait pas à la réalité. Mais l'absence de marché hors-banque tenait plus à l'état des finances publiques qu'à des modifications de structure permanentes. Pour qu'il y ait marché, il faut des offreurs et des demandeurs. La présence permanente d'un demandeur disposé à absorber toute l'offre de monnaie du marché tend évidemment à ramener constamment le marché à la Banque, donc à supprimer le marché hors-banque. Mais il suffit que cette circonstance particulière s'atténue ou disparaisse pour que l'on voie se reconstituer, d'abord timidement et partiellement, le marché hors-banque.

A l'approche de la fin du mois, en prévision de leurs échéances, les débiteurs veulent augmenter leurs encaisses.

A cette fin, ils n'ont d'autre ressource que d'offrir sans demander.

Les suppléments d'offres ou les diminutions de demandes provoquent une baisse de prix sur les marchés qu'ils affectent. Or ces suppléments peuvent porter, soit sur des effets à court terme (traites et bons du Trésor), soit sur d'autres richesses (richesses proprement dites ou créances à long terme).

Dans le premier cas, la baisse du prix des effets à court terme se manifeste par une hausse de taux sur le marché monétaire.

Pour simplifier l'analyse, je supposerai que les suppléments d'offre et les diminutions de demande sont répartis entre tous les articles du marché de la même façon que l'offre et la demande globales. Il en serait ainsi, notamment,

si tout élément d'offre ou demande portait sur un assortiment d'articles ayant même composition pour tous les offreurs ou demandeurs du marché.

Alors l'excédent d'offres et la restriction de demandes entraîneraient simultanément et dans des proportions définies hausse du taux à court terme et baisse du niveau général des prix. Les deux mouvements seraient indissolublement liés, comme conséquence de l'excès d'offres et de la restriction de demandes envisagés.

Dans la réalité, il pourra ne pas en être ainsi. L'excès d'offres ou la restriction de demandes porteront généralement, en premier lieu, sur le marché monétaire, plus sensible que les marchés de richesses proprement dites ou de créances à long terme. Mais on peut montrer que si l'un des mouvements — de taux ou de prix — se produit isolément, il tendra à entraîner l'autre.

La hausse du taux à court terme, par exemple, si elle se produit toutes conditions égales quant à la demande des richesses proprement dites, rendra avantageuse l'opération de vente au comptant pour rachat à terme, avec placement sur le marché monétaire des fonds tirés de la vente jusqu'au règlement de l'achat. Par là elle entraînera une baisse des prix au comptant.

Inversement, la baisse des prix au comptant, si elle se produit toutes conditions égales quant à la demande des effets à court terme, rendra avantageuse l'opération consistant à acheter au comptant pour vendre à terme, avec escompte sur le marché monétaire des effets tirés de la vente pour règlement de l'achat. Par là, elle entraînera une hausse du taux du marché monétaire.

Si, dans le régime existant, il n'existait pas assez d'effets à court terme pour fournir, par voie d'escompte, les suppléments d'encaisse désirés, les prix du terme, relativement aux prix du comptant, augmenteraient. Des offres se trouveraient de ce fait détournées des marchés au comptant vers les marchés à terme. Elles engendreraient le supplément d'effets nécessaire à la fourniture des suppléments d'encaisses désirés.

Ainsi, dans tous les cas, le désir de suppléments d'en-

caisses tendra à provoquer baisse de prix et hausse du taux à court terme.

Il va de soi que ces effets d'entraînement ne se produiront que « toutes conditions égales » et que si une cause particulière, telle que prévision de hausse des prix, intervenait, la baisse de prix pourrait se trouver exclue au profit de la seule hausse de taux.

Si dans un système sans résistance ni frottement l'ampleur des deux mouvements liés ne dépend que des conditions du marché, dans la réalité elle variera selon la nature de l'impulsion initiale — offre de richesses proprement dites ou offre d'effets — et selon la sensibilité des divers marchés. En général, le marché monétaire sera le premier affecté.

Mais les deux mouvements, mouvement de prix et mouvement de taux, quel qu'en soit le rapport, concourront à fournir, par le mécanisme exposé ci-après, les suppléments d'encaisses désirés.

La baisse des prix diminuera le montant des encaisses nécessaires au règlement des transactions. Par là, elle libérera des quantités de monnaie propres à fournir des encaisses supplémentaires.

Si le taux du marché monétaire, malgré son augmentation reste inférieur au taux d'escompte, c'est par la diminution des encaisses nécessaires consécutive à la baisse des prix, que seront fournis tous les suppléments d'encaisse désirés.

Mais si le taux du marché est, vers le milieu du mois, généralement inférieur au taux d'escompte, la hausse dont celui-là est l'objet à l'approche de la fin de mois a pour effet de le rapprocher de celui-ci.

Or, dès que le premier atteint le second, il cesse de croître et l'Institut d'émission « prend » tous les effets offerts et non demandés à ce taux par le marché.

Mais tout achat d'un effet par une banque est créateur de monnaie.

De ce fait, à partir du moment où le taux du marché a buté contre le taux d'escompte, les suppléments d'encaisse qui restent désirés sont intégralement fournis par la monnaie créée en échange des effets cédés en banque. La baisse des prix prend fin en même temps que la hausse des taux.

Plus tôt le taux du marché atteindra le taux d'escompte

— autrement dit plus celui-ci sera proche de celui-là — plus vite le processus de monétisation commencera à jouer et moins sera ample la baisse de prix consécutive à une même augmentation des encaisses désirées.

Lorsque l'échéance est passée, c'est un phénomène inverse qui joue, mais sous une forme qui le rend un peu plus complexe.

Alors, du fait de la diminution des paiements à accomplir, des éléments d'encaisse deviennent indésirés. Ceux qui les détiennent n'ont d'autre recours, pour s'en débarrasser, que de demander sans offrir.

Leur demande affectera, comme il a été exposé ci-dessus, le marché des effets à court terme et celui des autres richesses.

Mais chaque jour, du fait des échéances d'escomptes antérieurs, des effets de renouvellement — nous supposons que l'économie tourne en état de régime — doivent être escomptés.

Or, pendant les séances de fin de mois, tant que des suppléments d'encaisse étaient désirés, les effets de renouvellement offerts sur le marché se trouvaient conduits « en banque » pour y être monétisés.

Le supplément de demande d'effets sur le marché monétaire diminue à due concurrence le montant des effets escomptés en banque.

Mais chaque fois qu'un escompte en banque est remplacé par un escompte hors-banque, la quantité de monnaie en circulation est réduite à due concurrence.

Tant que la demande globale d'effets restera inférieure à l'offre d'effets sur le marché, le taux du marché restera au niveau du taux d'escompte.

Dès que, en une séance de marché, la demande d'effets, dépassera le montant des échéances d'escomptes antérieurs, donc celui des effets de renouvellement présentés sur le marché, la demande d'effets dépassera l'offre. La totalité des effets de renouvellement sera vendue sur le marché, mais ne suffira pas à résorber la totalité des encaisses indésirées.

Alors le taux du marché deviendra inférieur au taux

d'escompte et le niveau des prix au comptant commencera à augmenter.

A partir de ce moment, c'est par majoration des encaisses nécessaires au règlement des transactions que se trouveront absorbés les résidus d'encaisse restant indésirés.

On aperçoit ainsi qu'à défaut de revente sur le marché d'effets non échus, c'est-à-dire d'opérations d'open-market, le montant des échéances d'escomptes antérieurs constitue, en chaque séance de marché, la limite des résorptions possibles d'encaisses indésirées.

C'est pour assurer un minimum d'échéances quotidiennes, et par là une flexibilité minimum de la circulation, que l'on est conduit à limiter, dans la plupart des systèmes monétaires, la durée des effets admis à l'escompte.

Cependant, il peut arriver que le taux d'escompte soit fixé à un niveau si bas qu'il se trouve constamment inférieur au taux d'équilibre du marché hors-banque.

En pareil cas, il y a constamment escompte en banque et majoration de la quantité de monnaie en circulation.

Mais l'existence d'encaisses indésirées majore les prix au comptant relativement aux prix à terme. Par là, elle détourne des offres du marché à terme vers les marchés au comptant et provoque le dégonflement des portefeuilles commerciaux, caractéristique de tous les débuts d'inflation.

Or toute substitution d'une vente au comptant à une vente à terme provoque, si l'effet afférent à la vente à terme était escompté en banque, paiement de l'effet échu, donc à due concurrence, résorption de monnaie.

On aperçoit ainsi que dans tous les cas où les effets escomptés sont représentatifs de richesses proprement dites, susceptibles d'être vendues au comptant aussi bien qu'à terme, une inflation durable est impossible. Le processus inflationniste ne peut se développer que pendant la période intermédiaire qui sépare la perturbation du déplacement qui tend à la corriger. Plus tôt celui-ci suivra celle-là, moins la perturbation sera ample, plus l'équilibre sera vite rétabli.

Qu'on ne dise pas ici que le mécanisme de création et de résorption de monnaie que nous venons d'analyser est pure-

ment théorique. Tous les praticiens du marché connaissent la sensibilité des taux et la rapidité avec laquelle ils réagissent aux influences qui les affectent.

Dans la réalité, les apparences sont, il est vrai, compliquées par l'interférence de plusieurs mécanismes, trouvant leur point de départ ou d'arrivée, non seulement dans la monnaie, mais dans les échanges internationaux ou dans la production et la consommation de l'or. Nous en présenterons brièvement, dans le paragraphe relatif aux échanges internationaux, une vue d'ensemble.

Cependant, dans la variation mensuelle de la quantité de monnaie en circulation, la variation des encaisses désirées est, généralement, le facteur causal dominant. L'aiguillage des demandes d'escompte vers le marché hors-banque ou vers les banques, suivant que l'approvisionnement en monnaie est supérieur ou inférieur au montant global des encaisses désirées, apporte une confirmation très nette de l'analyse précédente.

Elle montre que le taux d'escompte constitue, en quelque sorte, le seuil à partir duquel les augmentations d'encaisses désirées sont servies par création de monnaie nouvelle plutôt que par baisse des prix et que, plus le taux d'escompte est proche du taux du marché, plus le niveau général des prix a chance d'être stable.

La convertibilité de la monnaie en or ou en devises complique le mécanisme, en ajoutant aux variations du niveau général des prix la possibilité de variations des réserves monétaires. C'est également dans le paragraphe subséquent, relatif aux échanges internationaux, que nous indiquerons les conséquences de l'option qui en est la conséquence.

IV. — L'inflation.

L'analyse précédente éclaire le mécanisme de l'inflation.

L'état de déficit est caractérisé par l'expression de demandes que le demandeur ne peut ou ne veut couvrir par des offres d'égal montant, ni par une diminution de ses encaisses.

Il tente de se procurer des ressources en offrant sur le marché des effets, généralement des bons du Trésor, qu'il

s'engage à rembourser à l'échéance. Mais lorsqu'il ne dispose pas des ressources nécessaires au remboursement, l'échéance l'oblige seulement à offrir un effet de renouvellement, du même montant que l'effet échu, lequel s'ajoute à ceux issus du déficit courant.

Ainsi, le volume des effets offerts au marché augmentera de façon régulière. Il y aura donc nécessairement un moment, au début d'un régime de déficit, où la faculté d'absorption de bons du Trésor par le marché sera épuisée.

A ce moment, pour ne pas suspendre ses paiements, l'État, par des dispositions de droit ou de fait, oblige les banques, et notamment la Banque d'émission, à prendre tous les effets offerts et non demandés par le marché.

Mais en prenant les bons du Trésor indésirés, les banques créent des encaisses supplémentaires qui sont, toutes conditions égales, indésirées. Alors le processus de résorption décrit dans le paragraphe précédent commence à jouer.

Les titulaires d'encaisses indésirées demandent un supplément d'effets. Les taux baissent sur le marché, ainsi qu'on l'observe au début de toute période d'inflation. C'est le phénomène de circuit bien connu, en vertu duquel la quantité de bons du Trésor absorbée par le marché augmente en fonction du déficit.

Mais le supplément de la demande d'effets n'atteint, en général, qu'une fraction du déficit ; de ce fait, si le déficit dure, l'offre de créances sur le marché hors-banque, rapidement, dépasse la demande. Dès qu'il en est ainsi, le taux du marché hors-banque « colle » au taux d'escompte, et ainsi qu'on l'a observé dans tous les pays où le déficit est permanent, le marché hors-banque disparaît.

La fraction des effets issus du déficit qui n'est pas prise par le marché est prise par les banques. Les titulaires des encaisses indésirées ainsi créées, ne souhaitant pas de créances, demandent des richesses proprement dites : marchandises ou services.

Les cours au comptant augmentent relativement aux cours à terme. Les ventes à terme diminuent.

Ici encore, l'expérience vient confirmer la théorie avec une grande rigueur. Au début de toute période d'inflation,

on observe un dégonflement caractérisé de tous les portefeuilles commerciaux.

Le caractère désavantageux des ventes à terme provoque le remboursement de tous les effets susceptibles d'être remboursés, c'est-à-dire de tous ceux dont le débiteur jouit d'une véritable option entre la vente au comptant et la vente à terme.

Mais le remboursement d'un effet antérieurement escompté en banque provoque résorption de monnaie, donc diminution du montant des encaisses indésirées. Par là, il supprime ou atténue, à due concurrence, l'inflation.

Le processus de transfert des offres de richesses proprement dites du terme vers le comptant peut être accéléré et amplifié par augmentation du taux auquel les banques prennent les effets à l'escompte.

On a vu, en effet, qu'à partir du moment où l'offre d'effet dépasse en permanence la demande sur le marché hors-banque, le taux du marché est au niveau du taux d'escompte. En relevant celui-ci, généralement par relèvement du taux d'escompte de la banque d'émission, on augmente le coût de l'escompte (1). On incite par là les détenteurs de richesses représentées par des effets, soit aux fins de transformation dans un processus productif, soit aux fins de stockage, à les vendre au comptant plutôt qu'à terme, donc à rembourser les effets venant à échéance qui les représentaient.

Si la banque émettrice disposait toujours dans son actif, en contrepartie de la monnaie créée par elle, de valeurs susceptibles d'être vendues sur le marché au prix auquel elles avaient été monétisées, toutes encaisses indésirées pourraient être résorbées. Il ne pourrait y avoir inflation que dans la mesure et pendant les périodes où le mécanisme de résorption n'aurait pas joué.

(1) C'est ce relèvement du taux d'escompte, intervenant généralement lorsque le taux hors-banque a collé au taux d'escompte, qui fait considérer les périodes d'inflation comme des périodes d'argent cher. Il va de soi qu'en pareilles périodes, les suppléments de demandes formulées par les détenteurs d'encaisses indésirées portent plus sur des richesses proprement dites que sur des créances à court terme. La solidarité des mouvements de prix et des mouvements de taux, évoquée dans la section précédente, ne joue plus.

Ce serait le cas, en particulier, si les bons du Trésor n'étaient qu'une anticipation des recettes fiscales attendues de la vente des services publics. Il suffirait à l'État d'avancer la date d'exigibilité de ses impôts ou d'inciter les contribuables à devancer cette date — ce qu'il fait actuellement en France par exigence d'acomptes provisionnels et en d'autres pays par abattement sur le montant des paiements anticipés — pour que le remboursement d'escomptes antérieurs assure la résorption des encaisses devenues indésirées. Alors toute inflation pourrait être évitée.

Mais ce qui caractérise l'état de déficit, c'est que le bon du Trésor n'est qu'en apparence une créance. L'émetteur n'a pas d'option entre remboursement ou renouvellement. Toute demande de remboursement l'oblige seulement à majorer à due concurrence ses offres de bons sur le marché.

En conséquence, dès que toutes les vraies créances qui ont fait l'objet d'escompte ont été remboursées, ou plutôt dès que la partie d'entre elles pour lesquelles les débiteurs ont une véritable option entre remboursement et renouvellement est réduite à néant, le mécanisme qui tend à résorber les encaisses indésirées devient sans action. Celles-ci ne peuvent plus être résorbées. Leurs titulaires, pour s'en débarrasser, demandent de vraies richesses sans que leur demande provoque, par la hausse des cours du comptant relativement à ceux du terme, l'offre sur le marché de richesses proprement dites.

Alors, du fait d'un excédent de la demande globale sur la valeur globale des offres, le niveau général des prix commence à augmenter. Son augmentation absorbe, par augmentation des encaisses nécessaires au règlement des transactions, les quantités de monnaie non résorbable issues de l'escompte de fausses créances indésirées.

On est en état d'inflation.

A partir de ce moment, toute augmentation du taux d'escompte est impuissante à provoquer la substitution de ventes au comptant à des ventes à terme. Elle n'agit plus que dans la faible mesure où elle peut augmenter la demande de créances de la part des titulaires d'encaisses indésirées.

Par ailleurs, l'attente d'une hausse des prix porte au maxi-

mum le désir de stockage, donc l'escompte à des fins spéculatives. Elle intensifie la demande de richesses proprement dites, cependant qu'elle décourage l'offre. Elle tend donc à amplifier la pression inflationniste.

Contre cette pression, les moyens monétaires sont pratiquement inefficaces.

Ainsi, pour qu'un état d'inflation se développe, il ne suffit pas que la quantité de monnaie en circulation dépasse le montant global des encaisses désirées, encore est-il indispensable que cette monnaie soit émise contre des effets non remboursables à l'échéance, c'est-à-dire contre de fausses créances.

Tant qu'il existe dans les actifs des banques émettrices une croûte d'effets représentatifs de valeurs susceptibles d'être vendues au comptant aussi bien qu'à terme, c'est-à-dire de vraies valeurs, l'excès de monnaie tend à se résorber par dégonflement des portefeuilles commerciaux. Mais dès que ces portefeuilles sont réduits au niveau au-dessous duquel ils ne peuvent descendre — les effets qui les constituent étant émis uniquement à fin d'encaissement, ou se trouvant uniquement susceptibles, faute d'actifs dans le patrimoine des débiteurs, de renouvellement et non de remboursement —, il n'existe plus aucune influence susceptible de résorber les encaisses indésirées.

Alors, la monnaie n'est plus qu'un signe nominal, sans contrepartie d'égale valeur. Sa quantité ne dépend plus que du déficit et de la demande dont les effets qui le représentent font l'objet de la part des épargnants. Tous les « mécanismes » sont bloqués.

C'est à partir de ce moment, seulement, que l'on se trouve dans la situation implicitement admise dans toute la construction keynésienne. C'est alors, aussi, que le mécanisme décrit par la *Théorie générale*, devient l'image exacte de la réalité, en même temps que prennent toute leur valeur, comme seuls moyens de contrôler l'inflation, les recettes de politique économique et monétaire auxquelles elle conduit.

V. — La parabole du dîner.

La parabole du dîner a, pour la question qui nous occupe, une extrême importance théorique. Or, l'analyse précédente l'éclaire d'une lumière nouvelle.

« Un acte d'épargne individuelle signifie — pour ainsi dire — une décision de ne pas dîner aujourd'hui... Il produit donc un effet déprimant sur l'industrie intéressée à la préparation du dîner d'aujourd'hui sans stimuler aucune des industries qui travaillent en vue d'un acte futur de consommation. » (*Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, p. 226 de la traduction française.)

La thèse ne saurait viser — cela va de soi — que l'épargne non dépensée. Mais même sous cette forme étroite, elle ne peut être tenue pour entièrement exacte.

L'acte individuel d'épargne, que traduit la décision de ne pas dîner aujourd'hui, entraîne, s'il n'est suivi d'aucun investissement supplémentaire, majoration des « encaisses thésaurisées ». Par là, il déclenche le processus régulateur décrit plus haut.

Tant que le taux du marché hors-banque n'a pas atteint le taux d'escompte, il y a bien offre sans demande. L'amenuisement du volume des échanges ou la baisse de prix qui en résulte entraînent diminution des « encaisses nécessaires » et, par là, libèrent les suppléments de monnaie désirés. La parabole du dîner donne une description exacte de la réalité.

Mais dès que le taux du marché a buté contre le taux d'escompte — et, en fait, comme l'un est toujours proche de l'autre, il en est rapidement ainsi — le mécanisme devient très différent.

Les débiteurs d'effets échus antérieurement escomptés sur le marché hors-banque sont conduits à escompter « en banque » les effets de renouvellement.

Or l'escompte en banque est une offre hors-marché. L'achat d'effet auquel elle donne lieu s'opère non contre monnaie préexistante, mais contre monnaie nouvellement créée.

Quant à l'effet escompté, il est — sauf lorsqu'il est un

bon du Trésor émis pour financement d'un déficit — représentatif de valeurs localisées dans le patrimoine des débiteurs, en quelque point des circuits économiques.

Tout se passe comme si la décision de ne pas dîner aujourd'hui avait fait mettre en réserve hors marché, dans les actifs du système bancaire, des richesses équivalentes à celles dont le refus de dîner diffère la consommation.

En échange de ces richesses, la Banque escompteuse a remis un reçu de dépôt, qui constitue la monnaie. Par là, elle a majoré la quantité de monnaie existante et fourni les suppléments d'encaisse désirés par le sujet économique qui a renoncé à dîner.

Ainsi, l'acte d'épargne n'aura pas été générateur de dépression. En majorant le montant des encaisses désirées, il aura véritablement ouvert, dans les actifs des institutions créatrices de monnaie, des débouchés d'égal montant. Ceux-ci auront pour contrepartie une augmentation équivalente des richesses stockées ou de celles qui sont retenues dans des processus productifs en vue de consommation ultérieure.

Inversement, au moment où l'épargnant décidera de dîner, il diminuera, du prix de son repas, le montant de son encaisse désirée. Par le mécanisme de régulation analysé plus haut, la quantité de monnaie en circulation tendra à diminuer d'un égal montant. Cette diminution résultera du remboursement d'un escompte en banque venu à échéance, soit par son remplacement par un escompte hors-banque, soit par la substitution d'une vente au comptant à une vente à terme.

Dans le premier cas, l'effet renouvelant l'effet échu aura été vendu sur le marché, alors que celui qu'il remplace était conservé hors-marché dans l'actif de la banque créatrice de monnaie. L'offre globale de richesses non monétaires — qui comprend les créances représentatives de vraies richesses aussi bien que les richesses proprement dites — sera majorée à due concurrence.

Dans le second cas, la substitution d'une transaction au comptant à une transaction à terme obligera l'acheteur à rembourser l'effet échu, donc à vendre sur le marché les richesses qui en étaient la contrepartie dans son patri-

moine. Le remboursement de l'effet escompté en banque réduit à due concurrence la quantité de monnaie en circulation.

Tout se passe comme si, en prenant la décision de dîner, l'épargnant avait incité l'un quelconque des usagers de la monnaie à retirer du vestiaire de la banque, pour les offrir sur le marché, les richesses qu'en différant son repas il y avait fait garer. Pour les obtenir, il rapporte le reçu de dépôt que constitue la monnaie créée au moment où l'épargne avait été constituée.

Ainsi, la décision de dîner n'entraîne pas plus de perturbation que la décision de ne pas dîner n'en avait entraînée. Elle ramène seulement sur le marché les richesses qu'elle avait fait mettre en réserve pour y parer, cependant qu'elle détruit les signes monétaires par lesquels celles-ci avaient été représentées.

La même analyse vaut, *mutatis mutandis*, pour l'acte d'épargne que constitue la conservation du produit d'un emprunt non dépensé et pour l'acte d'investissement ou de consommation qu'entraîne son utilisation.

Dans le cas particulier où la richesse empruntée est de l'or antérieurement thésaurisé, le jeu du mécanisme apparaît plus directement encore. Si c'est l'État qui emprunte, il remet au prêteur un titre d'emprunt et verse l'or à sa banque d'émission. Celle-ci lui ouvre, en contrepartie, un crédit d'égal montant (1).

Tant que l'emprunt n'est pas dépensé, l'État majore, à due concurrence, l'encaisse qu'il détient. Aucune conséquence donc, sur la demande globale.

Lorsque l'État utilise les ressources tirées de l'emprunt pour demander, la majoration de demande qui en résulte tend à entraîner, par le mécanisme qui vient d'être décrit, résorption de monnaie, c'est-à-dire offre sur le marché des richesses qui étaient, dans le portefeuille des banques émettrices, la contrepartie de la monnaie résorbée.

(1) Si l'or était payé en monnaie à celui qui le détenait, l'option serait la même : conservation d'une encaisse majorée tant que le produit de la vente de l'or ne serait pas dépensé, augmentation de demande tendant à réduire la quantité de monnaie en circulation après.

VI. — L'équilibre de la balance des paiements.

L'analyse précédente permet de préciser le mécanisme qui tend à assurer l'équilibre des engagements internationaux. En en montrant les limites, elle rectifie l'image trop simple qui en est généralement présentée.

Pour faciliter l'exposé, je suppose qu'or et devises sont concentrés dans les actifs du système bancaire et ne peuvent en être sortis — comme actuellement aux États-Unis — que pour règlements à l'étranger. J'imagine en outre, comme dans les paragraphes précédents, que pour chacun des intervenants au marché l'encaisse effective est au niveau de l'encaisse désirée.

Si en une certaine séance du marché, la balance des paiements est en déficit, c'est que le montant des règlements à opérer à l'étranger l'emporte sur celui des règlements qui en sont attendus.

L'achat des moyens de transfert nécessaires au règlement du déficit s'opère auprès des banques, donc hors-marché. Il entraîne une double conséquence :

— en ce qui concerne l'équilibre global du marché, il suscite une offre sans demande, puisque l'individu qui recherche de l'or ou des devises doit offrir sur le marché, pour se les procurer, des richesses proprement dites ou des créances, mais formule hors-marché la demande qui est la contrepartie de cette offre ;

— en ce qui concerne la monnaie, il suscite résorption de la quantité de monnaie apportée à la banque en échange de l'or ou des devises demandées.

L'offre sans demande provoque baisse de prix si elle porte sur des richesses proprement dites, hausse de taux si elle porte sur des créances.

Si nous admettons, comme dans les paragraphes précédents, que les deux mouvements sont indissolublement associés, ils peuvent provoquer tout ou partie des trois réactions suivantes :

— augmentation des exportations du fait de la baisse des prix intérieurs relativement aux prix étrangers. Or l'acheteur étranger, pour régler son achat, offre sur son propre marché. Son intervention est donc génératrice d'une demande sans offre, qui rétablit l'équilibre global du marché, cependant que le règlement de ses achats tend à ramener la circulation effective au niveau du montant global des encaisses désirées ;

— augmentation de la production interne d'or, du fait de la baisse du coût de production d'un article, le métal jaune, qui, seul sur le marché, se vend à prix fixe à la banque centrale. Or la vente d'or à la banque centrale est une vente hors marché, alors que l'achat des services qui ont produit l'or se fait sur le marché. La demande sans offre qui en est la conséquence tend, elle aussi, à rétablir l'équilibre global du marché et à ramener la circulation effective au niveau global des encaisses désirées ;

— augmentation des escomptes en banque, dès que le taux du marché atteint le taux d'escompte. Cette augmentation des escomptes en banque vaut à l'escompteur remise des unités monétaires nouvelles dont l'escompte en banque a entraîné la création. Comme son encaisse désirée est supposée au niveau de son encaisse effective, il majore sa demande sur le marché à due concurrence. La demande sans offre qui en résulte rétablit l'équilibre global du marché, cependant que la création de monnaie nouvelle ramène la circulation effective au niveau global des encaisses désirées.

Cette troisième procédure a pour effet de remplacer, dans le bilan du système bancaire, de l'or ou des devises par des effets à court terme en monnaie nationale. Elle réduit à due concurrence le pourcentage de couverture de la monnaie.

En fait, c'est par l'une des trois procédures décrites ci-dessus que le mécanisme de régulation rétablira l'équilibre de la balance des paiements. Les deux premières établiront

un état de régime, donc susceptible de durer indéfiniment ; la troisième appauvrira progressivement la réserve du système bancaire.

Or l'aiguillage entre les trois voies possibles dépendra de l'élasticité des exportations, du coût de la production interne de l'or et de la place du taux d'escompte relativement au taux hors-banque.

Tout se passe comme si les moyens nécessaires au rétablissement de l'équilibre pouvaient être puisés dans trois gisements distincts : le commerce extérieur, l'or enfoui dans le sol, l'or et les devises enfouis dans les réserves du système bancaire. L'accès de chacun d'eux se trouve commandé par un seuil placé à un certain niveau. C'est le premier atteint qui fournit, en fait, les ressources qui rétabliront l'équilibre.

Si l'on suppose le coût de l'or élevé, le choix entre rétablissement de l'équilibre par augmentation des exportations ou diminution des importations d'une part, par prélèvement sur les réserves de convertibilité d'autre part, dépendra, toutes conditions égales quant à l'élasticité des échanges internationaux, du niveau du taux d'escompte relativement au taux hors-banque à l'instant considéré.

On voit ainsi l'importance du niveau du taux d'escompte. En l'éloignant du taux hors-banque, on élève le seuil qui permet le recours aux réserves de la banque d'émission. On augmente, en conséquence, les chances d'un rétablissement de l'équilibre des échanges internationaux.

On voit, en même temps, que le déficit, créateur d'encaisses indésirées, en collant le taux du marché au taux d'escompte, donne accès immédiat aux réserves du système bancaire pour le rétablissement de l'équilibre des échanges internationaux. Par là, il exclut pratiquement toute possibilité de rétablissement de cet équilibre par augmentation des exportations ou réduction des importations.

VII. — Le nouveau commandement d'austérité.

On aurait beaucoup étonné nos pères si on leur avait dit que leur devoir pourrait être, un jour, non de réduire leurs dépenses au niveau de leurs ressources, mais de ne pas dépenser l'argent qu'ils avaient péniblement gagné.

Pareil commandement était pour eux inconcevable.

En général, leurs ressources en monnaie provenaient de la vente de richesses d'égale valeur. La demande qu'ils formulaient en utilisant ces ressources était économiquement, autant que moralement, justifiée par un égal apport sur le marché et ne pouvait, de ce fait, y susciter aucune perturbation d'aucune sorte.

Si les ressources avec lesquelles ils demandaient provenaient, non d'une vente de richesses proprement dites ou de créances sur le marché, mais d'un escompte que les conditions de taux avaient conduit « en banque » plutôt que sur le marché hors-banque, autrement dit si leur achat était financé avec de la monnaie nouvellement créée, c'est que quelque usager de la monnaie avait majoré l'encaisse qu'il désirait détenir, donc entendait différer la faculté de remploi qu'elle lui ouvrait.

Il est vrai que l'équivalent des richesses que celui-ci renonçait temporairement à demander était « garé » en banque, prêt à être reversé sur le marché lorsque, par suite d'une réduction des encaisses désirées, le sursis de remploi prendrait fin.

Si c'était par prélèvement sur sa propre encaisse que le demandeur entendait régler son achat — par exemple en dépensant le produit d'une épargne ou d'un emprunt antérieurs — alors sa demande sans offre provoquait retour sur le marché des richesses contre lesquelles les encaisses devenues indésirées avaient été créées. Là encore, l'équilibre global du marché était préservé.

Ainsi, dans tous les cas, les perturbations ne pouvaient être que limitées, puisque réduites à celles que produiraient les délais séparant les ajustements monétaires des impulsions qui tendaient à les provoquer.

Dans de pareilles conditions, il était impensable qu'une politique d'austérité pût être nécessaire.

Mais la situation s'est trouvée entièrement transformée dès qu'une part importante de la monnaie existante a été émise contre des créances qui n'avaient pas pour contrepartie, dans l'actif du débiteur, des richesses d'égale valeur.

Il suffisait alors que, dans le portefeuille des banques créatrices de monnaie, la croûte de vraies valeurs — c'est-à-dire de valeurs susceptibles d'être vendues au prix auquel elles avaient été monétisées — fût épuisée, pour que la moindre réduction dans le montant des encaisses désirées, consécutive par exemple à l'utilisation d'un emprunt non encore dépensé, à la survenance d'un déficit dans les échanges internationaux ou au recours à un escompte en banque sans majoration correspondante du montant des encaisses désirées, provoquât — si elle ne suscitait pas augmentation équivalente des échanges — une hausse du niveau général des prix, donc un phénomène d'inflation.

Alors il n'était d'autre moyen pour éviter ou atténuer les désordres inflationnistes que d'empêcher, par adjuration ou par contrainte, les demandes sans contrepartie, c'est-à-dire l'équivalent de celles qui cherchaient leur financement, non dans des offres d'égale valeur, mais dans l'utilisation d'encaisses préexistantes.

Ainsi, c'est seulement lorsque le portefeuille des banques créatrices de monnaie ne comprend pas un matelas de vraies créances, susceptible de parer à toutes les variations prévisibles de la quantité de monnaie en circulation, qu'une politique d'austérité peut devenir nécessaire.

Mais c'est une grave erreur que d'y voir le produit d'une sorte de fatalité économique, ou le résultat d'une modification inévitable des structures économiques. Ce qui la rend nécessaire, c'est que la monnaie est véritablement devenue ce que KEYNES suppose, implicitement, qu'elle est : un signe purement nominal, dépourvu, dans l'actif des banques émettrices, de toute contrepartie de valeurs réalisables.

Pour que jamais le recours à une politique d'austérité ne soit nécessaire, il suffit que toute quantité de monnaie devenue indésirée puisse être résorbée par réalisation sur

le marché d'un montant équivalent d'actifs de la banque émettrice. Plus vite elle sera résorbée et moindres seront les perturbations transitoires auxquelles la modification des conditions monétaires aura donné lieu.

VIII. — Le problème institutionnel de la monnaie.

Contrairement à ce que croient les profanes, il n'est, en matière monétaire, aucune orthodoxie. On peut concevoir un grand nombre de systèmes, qui se distinguent par leurs vertus propres. C'est seulement en fonction des fins que l'on assigne à la société que l'un d'eux peut apparaître préférable aux autres.

Actuellement, la grande majorité de l'opinion exige, avant tout, d'un système monétaire, qu'il ne fasse pas obstacle au développement de la production, et par là assure le « plein emploi » des facultés productrices, mais elle souhaite en même temps que le système choisi donne au niveau général des prix toute la stabilité compatible avec la fin précédente.

On a vu que le développement de la production, en majorant les encaisses « nécessaires », majore du même montant les encaisses désirées. Pour réduire au minimum les variations du niveau général des prix afférentes à une variation du montant des encaisses désirées, il faut et il suffit que la quantité de monnaie en circulation soit ajustée le plus vite et le plus exactement possible aux variations du montant global des encaisses désirées.

Dans l'état actuel des exigences de la conscience sociale, c'est essentiellement cette qualité que le système monétaire doit porter au maximum.

Les types extrêmes de systèmes monétaires sont : le « réaliste », où chaque unité de monnaie a pour contrepartie dans le bilan de l'Institution émettrice un actif susceptible d'être vendu sur le marché pour une égale valeur, et le « nominaliste », où la monnaie n'est qu'un signe vide de substance. C'est entre ces deux modèles que s'échelonnent tous les systèmes qui ont été, sont ou seront en vigueur.

Le trait essentiel d'un système « réaliste », c'est qu'au

prix d'une administration appropriée, il permet de créer une situation tendant à parer à toute menace de déflation ou d'inflation.

Si, en effet, le montant des encaisses effectives vient à être inférieur au montant global des encaisses désirées, il suffit à une banque d'acheter sur le marché des richesses proprement dites, ou des créances, pour créer des encaisses nouvelles tendant à éviter l'état de déflation.

Inversement, si le montant des encaisses effectives est supérieur au montant global des encaisses désirées, la banque émettrice n'a qu'à vendre des actifs sur le marché — richesses proprement dites ou créances — pour résorber les encaisses indésirées.

Toutefois, dans le cas où elle vend des créances, une complication possible doit être envisagée. L'offre de créances tend à majorer le taux hors-banque. Si celui-ci bute contre le taux d'escompte, le supplément d'offre de créances ne réduit pas le montant global des créances escomptées en banque, mais remplace seulement par des escomptes en banque nouveaux les créances vendues par la banque. La vente de créances ne suffit pas à résorber les encaisses indésirées.

Pour les faire disparaître, si le taux d'escompte n'est pas élevé à un niveau supérieur au taux d'équilibre du marché en banque, quel qu'il soit, la banque doit refuser l'escompte des créances qui lui sont offertes — ce qui revient à porter le taux d'escompte à un niveau infini. Alors elle oblige les offreurs de créances, qui ne trouveront pas à les vendre sur le marché, à substituer des ventes au comptant à des ventes à terme, pour employer les ressources qu'ils tirent des premières au remboursement des escomptes dont les dernières avaient été l'occasion.

Ainsi peuvent toujours être résorbées les encaisses indésirées, sous la condition que la monnaie soit effectivement une monnaie « réaliste » — autrement dit une vraie monnaie — pour laquelle existe, derrière tout effet escompté, de vraies valeurs susceptibles d'être vendues au comptant sur le marché. Lorsque pareille situation existe — et même, tant qu'il existe dans les actifs des institutions émettrices une croûte de vraies valeurs réalisables — une inflation

permanente ne peut résulter que d'une carence de ces institutions.

Toutefois, dans l'analyse précédente, les opérations évoquées pour parer à d'éventuelles tendances déflationnistes ou inflationnistes sont des opérations d'open-market ou de contrôle quantitatif d'escompte. Elles exigent des banques émettrices une intervention systématique. Or tous les praticiens savent la difficulté qu'il y a à déceler des tendances inflationnistes ou déflationnistes avant qu'elles aient produit leurs effets. Aussi, plus ou moins consciemment, les systèmes monétaires ont été organisés de telle façon que des réactions régulatrices tendent spontanément à s'y développer, leur donnant un caractère partiellement auto-régulateur.

Ces réactions régulatrices sont toujours fondées sur l'utilisation des déplacements que tout état de déflation ou d'inflation tend à entraîner, tant de l'échelle des prix que, pendant que celle-ci se déplace, du taux du marché monétaire.

Pour utiliser les déplacements de l'échelle des prix, on définit l'unité monétaire comme une quantité déterminée d'une richesse déterminée — en général le métal-or — et on donne mission à l'institution émettrice d'acheter à prix fixe toutes les quantités de métal offertes et non demandées et de vendre à prix fixe toutes les quantités de métal demandées et non offertes.

La baisse de l'échelle des prix tend à provoquer augmentation des offres de métal sur le marché, soit parce qu'elle met la balance des paiements en excédent, soit parce qu'elle augmente la production de l'or, seule richesse qui conserve, en période de déflation, des débouchés illimités à prix immuable. L'augmentation des achats d'or par la banque fournit les suppléments d'encaisse désirés.

Toutefois, ces variations dans l'offre de métal sont relativement peu sensibles — celles qui proviennent de variations de la balance des paiements l'étant cependant plus que celles qui proviennent de modifications du rythme d'extraction. Pour accroître la sensibilité des mécanismes autorégulateurs, on observe que le mouvement de prix, pendant qu'il se produit, tend à provoquer, toutes conditions égales,

une variation inverse du taux hors-banque. Aussi donne-t-on à la banque émettrice mission d'acheter, à partir d'un certain taux, toutes les quantités de créances à court terme, de valeur certaine, offertes et non demandées.

Cette disposition n'est pas analogue à celle qu'établirait un système bimétalliste, car le coût de production d'une créance en monnaie reste, toutes conditions égales, immuable dans l'échelle des prix. Elle tend seulement à limiter la hausse d'une grandeur qui varie non en raison inverse du niveau général des prix, mais en raison inverse de la dérivée des variations du niveau général des prix par rapport au temps.

L'obligation pour la banque d'acheter, à partir d'un certain taux, toutes les créances offertes et non demandées, n'a donc pas l'effet de la convertibilité métallique — qui est de faire obstacle à la baisse de l'échelle des prix au-dessous du niveau répondant à la parité monétaire — mais tend à freiner la baisse de l'échelle des prix à partir du moment où le taux hors-banque a buté contre le taux d'escompte, quel que soit le niveau des prix qui se trouve établi à ce moment.

Les deux mécanismes — convertibilité en or, convertibilité en créances — superposent leurs effets, le second tendant à freiner la baisse des prix, le premier à ramener l'échelle des prix au niveau qui résulte du taux de convertibilité.

Il va de soi que le second peut être mis en œuvre sans le premier. Nous montrerons plus loin avec quelles conséquences.

Dans un pareil système, l'inflation susciterait, *mutatis mutandis*, des réactions inverses.

Toutefois, le mécanisme est ici un peu plus compliqué, parce qu'il doit tendre non plus à faire entrer des valeurs dans le bilan des institutions émettrices, mais à les en faire sortir. Or un effet escompté dort normalement dans le portefeuille de la banque qui l'a escompté, jusqu'à son échéance, seul moment où il atteint, quelles que soient les variations du taux d'escompte depuis le moment où il a été escompté, sa valeur nominale. En outre, si à tout moment il peut être sorti du portefeuille de la banque par une opération d'open-market, c'est seulement au moment du renouvellement,

c'est-à-dire de l'échéance, qu'il donne obligatoirement lieu à option entre l'escompte en-banque ou l'escompte hors-banque de l'effet de renouvellement. C'est donc seulement à concurrence du montant quotidien des échéances d'escomptes antérieurs qu'un système monétaire présente quotidiennement un caractère autorégulateur dans le sens de la contraction. Plus ce montant est élevé, donc plus les effets escomptés sont courts, plus la circulation est flexible en baisse. C'est même pour assurer un minimum de flexibilité en baisse et non pour les raisons communément invoquées, telles que durée normale du cycle commercial, que les statuts des banques d'émission limitaient jadis à trois mois la durée du papier éligible à l'escompte.

Une circulation fondée sur l'escompte de papier à long terme resterait spontanément flexible dans le sens de l'expansion. Par contre, dans la voie de la contraction, tout en restant susceptible de régulation par voie d'open-market, elle ne serait plus auto-régulatrice que dans une faible mesure. Elle cesserait entièrement de l'être si le papier était perpétuel.

La monnaie « nominaliste » est faite d'un signe sans valeur propre, dépourvu, dans le bilan de l'institution qui l'a émise, de toute contrepartie réalisable.

Pareille monnaie peut être mise en circulation par le déficit, retirée par l'excédent. Elle ne sera donc jamais auto-régulatrice et ne pourra être régulée que par la mise en œuvre d'une politique fiscale appropriée.

A son égard, les règles de gestion de la pharmacopée keynésienne s'imposeront.

Toutefois, en notre époque, aucune monnaie n'a jamais présenté tous les caractères du nominalisme monétaire, mais seulement certains d'entre eux, par suite d'une perversion des systèmes convertibles, imposée par le déficit.

Le réalisme monétaire entraîne, en effet, une conséquence essentielle : il interdit la remise gratuite d'unités monétaires et, par là, prohibe la dépense qui n'est pas compensée par un abandon d'égale valeur. S'il permet d'anticiper la monétisation d'une valeur, il est exclusif du déficit.

Aussi les régimes qui ne peuvent ou ne veulent renoncer au déficit ont-ils suspendu, en leur faveur, la règle fonda-

mentale du réalisme monétaire, en imposant à leur banque d'émission d'accepter à l'escompte des créances en forme de bons du Trésor qu'ils n'avaient pas — faute de recettes prévisibles — le moyen de rembourser.

Ce régime n'était pas de pur nominalisme monétaire, car il conservait les formes du réalisme, en subordonnant la création d'unités monétaires à la cession d'une créance de même valeur. Mais il était dépourvu du caractère fondamental du réalisme monétaire : la réalité des créances éligibles à l'escompte.

Pareil régime ouvrait à la partie qui en était bénéficiaire — généralement l'État — la porte du déficit. Dans la mesure où elle en usait, elle offrait des bons du Trésor, semblables dans la forme à de vraies créances. Tous ceux qui n'étaient pas demandés par le marché étaient pris par le système bancaire. Leur escompte créait, à due concurrence, des suppléments d'encaisses, généralement indésirés. Mais les titulaires de ces encaisses indésirées n'étaient pas disposés à demander des bons du Trésor, car s'ils l'avaient été, les bons eussent été demandés sur le marché hors-banque et n'eussent pas été conduits « en-banque ». Les détenteurs d'encaisses indésirées demandaient donc des richesses proprement dites, provoquant, par le mécanisme analysé plus haut, la substitution de ventes au comptant à des ventes à terme. Mais dès que le portefeuille représentatif de vraies valeurs — généralement le portefeuille commercial à court terme — avait été réduit au minimum au-dessous duquel il ne pouvait descendre, le mécanisme jouait en vain. L'excès de demande ne provoquait pas l'offre sur le marché de richesses garées en banque, car il n'en existait plus, mais seulement la hausse des prix. On entrait en état d'inflation et rien — sauf un excédent fiscal — ne permettait d'y parer.

Ainsi, l'éligibilité des fausses créances à l'escompte crée un régime qui reste auto-régulateur dans le sens de l'expansion, mais cesse de l'être dans le sens de la contraction dès que le volume des portefeuilles de vraies créances dans l'actif du système bancaire a été réduit au minimum au-dessous duquel il ne peut descendre.

L'analyse précédente précise les conditions auxquelles un

système monétaire doit satisfaire pour qu'il soit susceptible de faire échec à l'inflation.

La condition fondamentale — sans laquelle la monnaie qu'il fournit est un corps mort, soumis seulement aux impulsions qui lui sont transmises de l'extérieur — est de n'admettre à la monétisation que de vraies valeurs, c'est-à-dire des valeurs susceptibles d'être vendues sur le marché pour la valeur à laquelle elles seront monétisées.

Encore faut-il marquer que cette condition peut être, sans inconvénient, atténuée, puisque, pour qu'un système monétaire permette de parer à toute inflation possible, il suffit qu'il existe dans le portefeuille de toutes les institutions émettrices une croûte de vraies valeurs suffisante pour résorber toute la partie de l'émission monétaire susceptible de devenir indésirée. Il n'y a donc pas d'inconvénient à ce que des crédits perpétuels ou à très long terme soient consentis pour tout le culot incompressible de la circulation monétaire.

On dira que limiter l'éligibilité à l'escompte à des effets de valeur certaine, c'est supposer le problème résolu, puisque, pour que la puissance publique puisse renoncer à l'escompte de fausses créances, il faut que son budget soit en équilibre et que, inversement, si son budget est en équilibre, elle ne présentera pas de fausses créances à l'escompte, même si celles-ci y sont éligibles.

Mais pareille objection oublie que le problème du déficit est autant psychologique que financier. Le refus du déficit, lorsqu'on sait qu'il peut être financé par émission de fausses créances, est un acte de raison, alors qu'il devient, lorsque les fausses créances sont inéligibles à l'escompte, le produit d'une impossibilité de fait.

Il est vrai que les fausses créances peuvent toujours être rendues éligibles à l'escompte. Mais c'est, alors, sous condition de renonciation à la convertibilité monétaire. Or l'opinion connaît, par expérience, les conséquences de la suspension de la convertibilité. Les gouvernements ne s'y résigneront que lorsque l'existence même du pays sera en jeu, c'est-à-dire en cas de guerre.

Par ailleurs, lorsque les fausses créances sont inéligibles à l'escompte, toutes les institutions bancaires sont obligées,

sous menace de compromettre leur propre solvabilité, de refuser l'escompte des créances dépourvues de valeur intrinsèque. Lorsque la monnaie est convertible, l'Institut d'émission est soumis à la même discipline, pour la même raison. Ainsi, ce ne sont pas des obligations juridiques, mais des nécessités de fait — singulièrement plus impérieuses — qui tendent à maintenir le régime de vraie monnaie.

Si l'on désire, en outre, donner au système monétaire un caractère auto-régulateur dans les deux sens, il suffit de limiter la durée des effets éligibles à l'escompte. L'Institut d'émission, en fixant le caractère du papier qu'il acceptera de réescompter, imposera à toutes les banques émettrices la discipline requise.

Enfin, par son taux d'escompte, l'Institut d'émission fixera, en régime de convertibilité, la composition des réserves qu'il détiendra en contrepartie de la monnaie en circulation. Il déterminera, notamment, le montant de sa réserve d'or ou de devises et, par là, le volume du crédit qu'il aura consenti à l'économie, en sus de celui qui résulte de l'épargne.

Ainsi apparaît, en conclusion de la présente étude, le problème du contrôle monétaire.

Une monnaie nominaliste, aussi bien qu'une monnaie qui n'a pour contrepartie, dans le bilan des institutions émettrices, que de fausses créances, doit être contrôlée dans son montant si l'on veut éviter les désordres de l'inflation. Le contrôle « quantitatif » du crédit sera pour elle une nécessité.

Au contraire, une monnaie réaliste peut toujours être contrôlée par des opérations d'open-market. Celles-ci mêmes seront inutiles si son caractère auto-régulateur est rendu suffisant par la limitation de la durée des effets admis à l'escompte. En tout cas, pour elle, aucun contrôle quantitatif ne sera nécessaire. Le seul devoir des autorités émettrices, c'est-à-dire des banques, sera de veiller à la réalité des créances qu'elles acceptent à l'escompte, donc à la solvabilité de leurs débiteurs. Encore les banques privées seront-elles conduites à cette précaution si la banque centrale se l'impose. Ainsi, le contrôle pourra n'être que « quali-

tatif », le système bancaire pouvant et devant escompter toute signature solvable.

Mais la différence entre contrôle quantitatif et qualitatif n'est pas purement financière : elle est essentiellement économique. Le contrôle quantitatif, s'il veut mettre la stabilité des prix à l'abri de tout aléa, est nécessairement restrictif. Faute de pouvoir suivre le montant des encaisses désirées avec assez de précision, il tend à l'austérité plus qu'à l'expansion. Au contraire, le contrôle qualitatif accueille tout effet dont le remboursement est assuré. Il ouvre donc toute grande la porte de l'expansion économique et du plein emploi.

Qui veut réellement libérer l'économie des contraintes monétaires doit vouloir, aujourd'hui, le remplacement du contrôle quantitatif par le contrôle qualitatif, donc le retour, aussi proche que possible, à une vraie monnaie.

Chapitre VII

ÉLÉMENTS POUR UNE THÉORIE DU TAUX D'ESCOMPTE ET DE LA BALANCE DES PAIEMENTS (1)

I. — *La monnaie vivante.*

II. — *Quelques enseignements de l'expérience sur le prétendu pouvoir des autorités monétaires.*

III. — *La souveraineté des utilisateurs de monnaie.*

IV. — *Les effets joints d'une augmentation de l'offre ou d'une diminution de la demande sur le marché.*

V. — *L'approvisionnement des encaisses dans les divers systèmes monétaires.*

a) L'approvisionnement des encaisses dans les systèmes monétaires totalement inélastiques.

b) L'approvisionnement des encaisses dans les systèmes monétaires exclusivement métalliques.

c) L'approvisionnement des encaisses dans les systèmes monétaires fondés exclusivement sur la monétisation des créances libellées en monnaie.
Introduction du taux d'escompte.

d) L'approvisionnement des encaisses dans les systèmes fondés exclusivement sur la monétisation à taux fixe, des devises étrangères (gold-exchange-standard).

VI. — *Confrontation avec les réalités.*

VII. — *Nature du taux d'escompte.*

VIII. — *Suggestions pour une théorie des échanges internationaux.*

IX. — *Principes d'une politique d'escompte.*

X. — *Pour finir, quelques considérations de philosophie économique.*

(1) Extraits d'un article publié par la *Revue Économique*, nº 4 de juillet 1957 (Librairie Armand Colin).

I. — La monnaie vivante.

La monnaie, dans nos sociétés complexes, n'est jamais la masse inerte qu'envisagent les théories mécanistes des phénomènes monétaires. Elle est la représentation, sous forme de billets ou de crédits en banque, d'actifs divers : or, devises étrangères, créances à court, moyen ou long terme, dont le montant varie constamment, sous des influences qui ne sont que très partiellement monétaires.

En particulier, toute la monnaie émise en contrepartie de créances est liée à l'existence des dites créances. Lorsque celles-ci viennent à échéance, la monnaie que leur escompte en banque a créée est remboursée à la banque émettrice, donc détruite par elle.

Ainsi tout stock monétaire, issu en tout ou en partie de l'escompte, est un ensemble constamment renouvelé. Si le montant des renouvellements était inférieur au montant des remboursements, le stock s'épuiserait rapidement.

Or il n'y a pas de lien direct entre les remboursements et les renouvellements d'escompte. Les influences qui concourent au renouvellement de la masse monétaire sont nombreuses et dispersées. Elles comprennent notamment les besoins d'escompte des particuliers, des institutions et de l'État, les opérations des courtiers de banque, les interventions d'open-market, les réglementations bancaires et toute la masse des opérations de change.

C'est cependant un dogme de l'économie contemporaine que d'attribuer aux « autorités monétaires » une influence dominante dans la détermination de la quantité de monnaie en circulation. Certains auteurs leur prêtent même l'entière maîtrise de son montant (1).

(1) Cf. Lord KEYNES : « Si nous devons gouverner l'activité du système économique en faisant varier la quantité de monnaie... » (p. 187 de la traduction Largentaye de la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot). Et plus loin : « La quantité de monnaie n'est pas déterminée par le public. Tout ce que la propension du public à thésau-

Cette attribution entraîne des conséquences essentielles, tant sur le plan de la théorie économique (1), que sur celui de la politique monétaire.

C'est d'elle que je veux en premier lieu discuter.

II. — Quelques enseignements de l'expérience sur le prétendu pouvoir des autorités monétaires.

Comme membre du Conseil général de la Banque de France, puis comme sous-gouverneur, j'ai souvent vu l'Institut d'émission s'inquiéter des variations de la circulation et essayer de les contrarier. J'ai constaté que celles-ci n'obéissaient que dans une faible mesure à ses désirs. A aucun moment, je n'ai eu le sentiment que la banque d'émission « faisait varier » la quantité de monnaie.

Même les opérations d'open-market n'ont qu'une influence très indirecte. Sauf dans les cas où les variations qu'elles tendent à promouvoir se seraient produites spontanément — tel l'effet des interventions tendant seulement à devancer les variations saisonnières de la circulation — des compensations imprévues viennent presque toujours déjouer les intentions des opérateurs.

De la même façon, les contrôles directs, fixation de planchers aux souscriptions par les banques de bons du Trésor ou de plafonds aux ouvertures de crédit, n'affectent la quantité de monnaie que dans la mesure, très variable, où elles ne suscitent pas des réactions de sens inverse dans les autres procédures génératrices de signes monétaires. En tout cas, elles ne fixent pas directement le montant de l'émission.

riser peut faire, c'est déterminer le taux de l'intérêt auquel son désir global de thésauriser est compatible avec la quantité de monnaie mise à sa disposition » (p. 189).

(1) En permettant d'imaginer une situation ou une modification de la « préférence pour la liquidité », n'entraînerait aucune variation de la quantité de monnaie en circulation.

Comme directeur du Mouvement général des Fonds, de 1936 à 1939, j'ai eu l'impression que la situation du Trésor exerçait une influence profonde sur la quantité de monnaie en circulation. Mais cette influence était indirecte et toujours imprévisible. C'est le jeudi de chaque semaine que la Banque de France me notifiait le solde du compte du Trésor. Il était la résultante d'opérations innombrables, intervenues en tous les points du territoire et connues seulement *a posteriori*. Les éléments objectifs, déficit du Trésor, charges de trésorerie, n'avaient sur l'émission monétaire qu'une faible influence si on la comparait à celle qu'exerçaient des influences d'origine psychologique, telles que souscriptions de bons du Trésor ou mouvements de caisses d'épargne. J'ai connu, sur la base d'une même situation technique, des périodes d'inflation galopante aussi bien que de stabilité, ou même de déflation.

Pas plus que les autorités monétaires, le Trésor public ne m'a paru commander la quantité de monnaie en circulation.

Je ne prétends certes pas qu'autorités monétaires ou fiscales n'influencent pas le stock de monnaie — rien ne serait plus inexact — mais seulement qu'elles ne déterminent pas son montant et sont souvent impuissantes à le « faire varier » à leur gré (1).

III. — La souveraineté des utilisateurs de monnaie.

La recherche des influences déterminant la quantité de monnaie en circulation est dominée par un fait essentiel : la liberté des utilisateurs d'encaisses de fixer à leur gré le montant de celles-ci. A ma connaissance, il n'est jamais arrivé que l'un quelconque d'entre eux fût empêché d'augmenter ou de diminuer son encaisse lorsque, pour quelque raison que ce fût, il désirait ou se trouvait obligé de le faire.

(1) Voir *post-scriptum*, p. 225.

Or la quantité globale de monnaie en circulation n'est que la somme des encaisses que les utilisateurs de monnaie conservent dans leurs portefeuilles ou dans leurs tiroirs-caisses.

Le fait, indiscutable, qu'ils trouvent toujours la quantité de monnaie répondant à leurs besoins ou à leurs désirs, prouve avec certitude qu'en fixant le montant de leurs encaisses, ils agissent sur les sources où celles-ci s'approvisionnent.

Si chacun de nous est, dans la limite de ses avoirs, maître absolu du montant de son encaisse, c'est en achetant moins ou en vendant plus qu'il peut l'augmenter, en achetant plus ou en vendant moins, la diminuer.

Cette constatation montre que c'est par l'intermédiaire de ses demandes ou offres sur le marché que chacun de nous affecte la quantité de monnaie disponible pour servir ses besoins.

C'est le mécanisme par lequel cette influence s'exerce que toute théorie monétaire, soucieuse d'expliquer les réalités, doit en premier lieu dégager.

IV. — Les effets joints d'une augmentation de l'offre ou d'une diminution de la demande sur le marché.

Les suppléments d'offre ou les diminutions de demande peuvent porter sur des richesses proprement dites ou sur des créances. Lorsqu'ils interviennent dans une économie tournant en « état de régime » (1), ils provoquent, dans le premier cas, baisse de prix, dans le second, hausse de taux sur le marché (2).

(1) Le sens de l'état de régime est précisé à la page 199 ci-après.

(2) Il va de soi qu'un supplément d'offre ou une diminution de demande affectent en premier lieu le prix de la richesse sur laquelle ils portent.

Mais tout déplacement d'un prix particulier dans l'échelle des prix tend à produire des déplacements de facultés de production. Ceux-ci tendent à « étaler » l'effet de la perturbation initiale sur toute l'échelle des prix (suite de la note à la page suivante).

Pour faire apercevoir les liens qui existent entre ces deux mouvements, admettons, pour un instant, que les augmentations d'offre ou les diminutions de demande portent sur un assortiment d'articles ayant même composition que l'ensemble des articles échangés sur le marché. Pareil assortiment comprendrait richesses proprement dites et créances dans des proportions définies.

Dans cette hypothèse, tout supplément d'offres et toute restriction de demandes provoqueraient *simultanément* et dans des proportions également définies, baisse des prix et hausse des taux. Les deux mouvements seraient ainsi indissolublement liés sur le marché.

Dans la réalité, l'excès d'offres et la restriction de demandes porteront en premier lieu sur des actifs particuliers, richesses proprement dites ou créances, dont la nature, imprévisible, dépendra des actifs détenus par le sujet économique désireux d'augmenter son encaisse. Le plus souvent, en fait, ils porteront sur des créances à court terme et affecteront directement le marché monétaire.

Mais j'ai exposé ailleurs (1) que les deux mouvements, mouvement de prix et mouvement de taux, étaient indissolublement liés et que si l'un d'eux survenait isolément, il tendait à susciter l'autre.

Pour ne pas trop alourdir cet exposé, je présente en note (2) le mécanisme qui assure cette liaison. Je sais que

Ce sont des effets d'entraînement de ce genre qui tendent à maintenir une certaine permanence dans la hiérarchie des prix. Naturellement, en fait, des distorsions se produiront, variables avec la localisation de la perturbation initiale et d'autant plus amples et plus prolongées que les prix seront moins sensibles sur le marché envisagé.

Si certains prix sont immobilisés par voie d'autorité, les effets de la perturbation initiale sont concentrés sur les prix libres du marché.

Si aucun prix n'est libre, la perturbation produit les effets caractéristiques de l'« inflation réprimée ».

Une théorie plus rigoureuse impliquerait le recours à la notion de « point de production », telle qu'elle a été présentée dans *L'ordre social*, 2e édition, p. 52 (Librairie de Médicis, 1949).

(1) *La régulation monétaire et le problème institutionnel de la monnaie*, p. 164 ci-dessus, et *L'ordre social*, p. 211.

(2) La thèse est que si l'un des mouvements — de taux ou de prix — se produit isolément, il entraînera l'autre.

plusieurs collègues mettent en doute sa réalité. Je leur demande de réfléchir aux considérations qui, pour moi, en démontrent l'existence, car je n'aperçois pas — à la lumière des observations développées dans la section V (*c*) ci-après — comment la fourniture des encaisses désirées pourrait être efficacement assurée si pareille liaison n'existait pas.

Au surplus, l'hypothèse de l'assortiment-type — unité d'offre et de demande comprenant tous les articles échangés sur le marché — fait bien percevoir, directement, l'existence d'un lien entre baisse de prix et hausse de taux. A elle seule, elle constitue une présomption très forte en faveur de la liaison démontrée dans la note précédente.

La hausse du taux à court terme, par exemple, si elle se produit toutes conditions égales quant à la demande des richesses proprement dites, rendra avantageuse l'opération de vente au comptant pour rachat à terme, avec placement sur le marché monétaire des fonds tirés de la vente jusqu'au règlement de l'achat. Par là, elle entraînera une baisse des prix au comptant.

Inversement, la baisse des prix au comptant, si elle se produit toutes conditions égales quant à la demande des effets à court terme, rendra avantageuse l'opération consistant à acheter au comptant pour vendre à terme, avec escompte sur le marché monétaire des effets tirés de la vente, pour règlement de l'achat. Par là, elle entraînera une hausse du taux du marché monétaire.

Si, dans le régime existant, il n'y avait pas assez d'effets à court terme pour fournir, par voie d'escompte, les suppléments d'encaisse désirés, les prix du terme, relativement aux prix du comptant, augmenteraient. Des offres se trouveraient de ce fait détournées des marchés au comptant vers les marchés à terme. Elles engendreraient le supplément d'effets nécessaire à la fourniture des suppléments d'encaisse désirés.

Ainsi, dans tous les cas, le désir de suppléments d'encaisses tendra à provoquer baisse de prix et hausse du taux à court terme.

A cette démonstration, on a opposé la coexistence, dans les périodes d'inflation non réprimée, de taux élevés et de prix croissants. Il est vrai que tout déficit important entraîne généralement un excédent marqué de l'offre sur la demande de bons du Trésor. Pareil excédent tend à porter le taux du marché monétaire à un niveau fort élevé. C'est précisément le fait que cette hausse de taux est arrêtée et rendue impossible, dès que le taux du marché a buté contre le taux d'escompte, qui entraîne l'inflation. Lorsqu'on élève le taux d'escompte, le taux du marché le suit, tant que celui-là reste au-dessous du niveau auquel celui-ci se serait spontanément établi. Ainsi, en pareille situation, le taux du marché monétaire peut paraître élevé relativement à ce qu'il était avant le déficit, il reste toujours inférieur, et généralement très grandement inférieur, à ce qu'il devrait être pour que, sans escompte, le marché fût équilibré.

La solidarité entre l'effet-prix et l'effet-taux est assurée par un mécanisme d'entraînement, analogue à celui qui donne une certaine permanence à la hiérarchie des prix. De ce fait des distorsions se produiront, variables suivant la nature de l'impulsion initiale et selon la sensibilité des divers marchés. Elles pourront notamment se traduire par des divergences marquées entre le marché des créances à court terme — généralement qualifié de marché monétaire — et le marché des créances à long terme, ou marché financier.

Il va de soi qu'une étude économétrique approfondie devrait soumettre mon analyse au contrôle des faits. J'ai pu seulement réunir, dans la section VI ci-après, quelques présomptions expérimentales. J'espère que les économètres accepteront d'explorer le problème des liens entre terme et comptant, donc entre taux et prix, essentiel, en tout cas, à l'analyse des mécanismes monétaires.

V. — L'approvisionnement des encaisses dans les divers systèmes monétaires.

Rien n'est plus contingent que les systèmes monétaires. La monnaie de nos sociétés complexes est une création purement institutionnelle, dont les modalités peuvent varier à l'infini.

Ce qui fait une monnaie, c'est son acceptation généralisée dans les échanges. Dans ses formes extrêmes, l'unité monétaire peut être un simple signe dépourvu de valeur intrinsèque — tel un morceau de papier frappé d'une empreinte par un émetteur privilégié — ou une richesse véritable, dotée, par sa nature, d'un certain pouvoir d'échange, et revêtue du caractère monétaire par le consentement tacite de tous les échangeurs du marché.

Dans le premier cas, la quantité de monnaie en circulation peut être augmentée au gré des autorités qui l'impriment et diminuée par elles, à proportion de leurs disponibilités. Elle est maintenue à un niveau immuable, si

l'autorité émettrice décide de ne créer ni détruire aucun signe monétaire.

Dans le second cas, au contraire, la monnaie se fait et se défait au gré de ceux qui l'utilisent. Sa quantité est celle de la richesse monétaire qu'il plaît aux sujets économiques d'utiliser comme monnaie.

Les monnaies du premier type sont entièrement inélastiques. Celles du second, au contraire, seraient, si les impulsions économiques se transmettaient sans retard, pourvues d'une élasticité totale.

C'est entre ces deux extrêmes que s'étagent les systèmes monétaires existants.

a) *L'approvisionnement des encaisses dans les systèmes monétaires totalement inélastiques.*

Pour fixer les idées, nous supposerons la monnaie faite exclusivement de billets de banque, dépourvus de toute contrepartie, mais imprimés, par un émetteur doté d'un privilège légal, en quantité rigoureusement immuable. Nous supposerons en outre que la création, autant que la destruction de monnaie sont sanctionnées par des peines rigoureuses.

Imaginons que, dans le cadre d'un pareil système, les usagers de la monnaie désirent, par exemple à l'approche des vacances, augmenter leurs encaisses.

Pour mettre en lumière les effets de leur décision, il faut envisager une économie tournant en « état de régime ».

Le sens de cette hypothèse apparaît si l'on considère que toute économie est une collectivité de sujets économiques, producteurs, commerçants, fonctionnaires, qui demandent et offrent sur le marché.

Un commerçant détaillant, par exemple, « tournera » en état de régime si, achetant des fruits et des légumes le matin, il les vend dans la journée, afin de pouvoir, avec une encaisse ainsi reconstituée, renouveler indéfiniment le cycle économique caractéristique de son activité.

Un fonctionnaire « tournera » en état de régime s'il

dépense pendant le mois, en biens de consommation ou d'investissement, le salaire encaissé au début du mois et peut ainsi, lui aussi, renouveler indéfiniment les interventions que son comportement entraîne sur le marché.

Chaque « cycle » individuel exige à chaque instant une encaisse d'un certain montant, faute de laquelle il ne pourrait être parcouru.

Ainsi le commerçant détaillant envisagé ci-dessus, s'il règle ses achats au comptant, devra disposer chaque matin d'une encaisse égale à la valeur de ses achats. Cette encaisse passera, à la suite de ses achats, dans l'avoir de divers producteurs et lui reviendra au fur et à mesure de ses ventes.

De la même façon un fonctionnaire disposera au début du mois d'une encaisse égale à son traitement. Il la dépensera au cours du mois, pour en retrouver le montant au début du mois suivant.

Il va de soi qu'une modification du rythme des règlements ou le remboursement temporaire de dettes bancaires modifieraient le montant de l'encaisse afférent à un certain « cycle » de production-consommation. Mais dans un état déterminé des mœurs monétaires, le montant de l'encaisse propre à chaque cycle est, à chaque instant, rigoureusement fixé et strictement indispensable au financement dudit cycle.

Il constitue pour nous l'*encaisse nécessaire* du sujet envisagé.

Tant que les habitudes en matière de paiement ne changent pas, le montant de l'encaisse nécessaire ne dépend que du volume en nature des transactions caractéristiques du cycle et du prix auquel elles s'accomplissent.

Toutes conditions égales quant au volume en nature des transactions, il ne dépend que des prix.

Cependant aucun sujet économique ne limite l'encaisse qu'il détient au montant de son « encaisse nécessaire ». Pour parer à des besoins éventuels, il conserve des suppléments de monnaie, fixés par des considérations purement psychologiques et qui constituent son *encaisse thésaurisée.*

La somme de l'encaisse nécessaire et de l'encaisse thésau-

risée constitue pour nous l'*encaisse désirée* du sujet économique considéré (1).

Cette analyse permet de prévoir les conséquences, en système monétaire entièrement inélastique, d'une augmentation d'encaisse désirée, provoquée par augmentation, par exemple en fin de mois ou à l'approche des vacances, du montant des encaisses thésaurisées en vue de règlements prévus (2).

L'augmentation d'offre ou la diminution de demande, destinées à servir les suppléments d'encaisses désirés provoquent, dans l'économie tournant en état de régime que nous envisageons ici, une diminution de prix. Cette diminution de prix diminue le montant des encaisses nécessaires au règlement des transactions. La diminution des encaisses nécessaires libère et, par là, fournit, sans variation de la quantité de monnaie en circulation, les suppléments d'encaisse désirés.

Une diminution des encaisses thésaurisées entraînerait, *mutatis mutandis*, des effets inverses.

Ainsi, dans un système monétaire inélastique, toute variation d'encaisse désirée serait servie par variation inverse du niveau général des prix. Tout se passerait comme si la partie de la circulation consacrée à la fourniture des encaisses nécessaires était le seul réservoir où puissent se

(1) Les notions d' « encaisse nécessaire » et d' « encaisse thésaurisée » se substituent à la notion de « vitesse de circulation » de la monnaie et la rendent inutile. On pourrait dire cependant que la vitesse de circulation de l'encaisse nécessaire est objectivement définie par les caractéristiques du cycle économique dont elle assure le financement, alors que celle de l'encaisse thésaurisée est nulle. (Voir à ce sujet le chapitre XIV de *L'ordre social* sur « Encaisse nécessaire et encaisse désirée ».) Après avoir fait un large usage de la notion de vitesse de circulation et avoir même cherché à la mesurer dans ma *Théorie des phénomènes monétaires*, chapitre IV, pp. 135 et suiv. (Payot, 1927), j'ai renoncé à l'utiliser, car elle m'est apparue comme une expression purement mathématique, vide de toute réalité psychologique et humaine. Nul d'entre nous ne connaît ni ne se propose jamais de modifier la vitesse de circulation de sa monnaie. Au contraire, l'encaisse nécessaire est une réalité économique, nettement définie en fonction des habitudes monétaires, et l'encaisse thésaurisée, une réalité psychologique, dont le montant peut être à chaque instant précisé.

(2) Une augmentation d'encaisse désirée résultant de la majoration d'encaisse nécessaire consécutive à une augmentation de l'emploi aurait exactement les mêmes effets.

prélever les suppléments d'encaisse désirés ou se résorber les éléments d'encaisse indésirés.

Or, en fait, le montant global des encaisses désirées varie constamment, non seulement pour des raisons psychologiques affectant les encaisses thésaurisées, mais aussi en fonction des variations d'encaisses nécessaires résultant du rythme mensuel ou saisonnier des transactions ainsi que des mouvements de la conjoncture et spécialement de l'expansion de la production.

Le défaut de toute faculté d'expansion ou de contraction de la masse monétaire en fonction des besoins créerait une instabilité constante du niveau général des prix.

C'est pour parer à cette instabilité que tous les États modernes ont adopté des systèmes monétaires rendant possible l'adaptation de la quantité de monnaie en circulation au montant global des encaisses désirées.

b) *L'approvisionnement des encaisses dans les systèmes monétaires exclusivement métalliques.*

L'exemple le plus simple des systèmes élastiques est fourni par les régimes de monnaie exclusivement métallique. Ils sont caractérisés par la liberté de la frappe à un taux fixe, ainsi que par la liberté de la fonte. En vertu de la liberté de la frappe, l'institution émettrice de monnaie prend, pour les monétiser, et à un prix immuable, toutes les quantités de métal offertes et non demandées sur le marché.

Lorsque ce système existe, toute augmentation des encaisses désirées provoque, toutes conditions égales, une baisse du niveau général des prix. Celle-ci tend à détourner certaines facultés de production de la production de richesses non monétaires, dont le prix a baissé, vers celle de l'or, seule richesse dont le prix n'a pas varié, donc à augmenter la production de métal jaune. Or, toutes conditions égales, le supplément de métal offert et non demandé est monétisé. Par là il fournit, sans variation du niveau général des prix, les suppléments d'encaisses désirés.

Qu'on ne dise pas ici que ce mécanisme est purement théorique. Toutes les statistiques prouvent que la produc-

tion de l'or est sensible aux variations du niveau général des prix. Mais elles prouvent aussi que les variations de production n'interviennent qu'avec une grande lenteur et seulement lorsque les variations qui tendent à les provoquer ont atteint une ampleur suffisante. Cette insensibilité de la production de l'or est, elle-même, très augmentée par les restrictions apportées aux transactions portant sur le métal. Un système purement métallique entraînerait donc une grande instabilité du niveau général des prix.

C'est pour parer à l'insuffisante sensibilité des systèmes purement métalliques que tous les États modernes ont prévu l'émission de monnaie contre une autre richesse, plus sensible que le métal aux influences qui tendent à affecter sa production et sa monétisation.

c) *L'approvisionnement des encaisses dans les systèmes monétaires fondés exclusivement sur la monétisation des créances libellées en monnaie. Introduction du taux d'escompte.*

Pour qu'une richesse autre que l'or puisse être, sans risque pour l'institution émettrice, transformée en monnaie, il faut que, comme l'or en régime de convertibilité métallique à taux fixe, cette richesse ait une valeur fixe en monnaie. Or seules les créances libellées en monnaie présentent, *au moment de l'échéance*, ce caractère. Seules donc, hors, en régime de monnaie convertible, la richesse de conversion, elles pouvaient fournir la matière première de la monnaie, à la condition qu'elles fussent, en moyenne, assez courtes pour que le montant des échéances quotidiennes fût toujours supérieur au montant des encaisses qu'il pourrait y avoir lieu, en une même journée, de résorber.

Dans pareil système, la monétisation s'accomplit par entrée d'une créance dans l'actif d'une banque, contre inscription, à son passif, de la dette que représentent, soit les billets de banque mis en circulation, soit, plus généralement, le crédit en compte attribué au cédant.

L'achat de la créance par la banque intervient à un certain prix, qui constitue la valeur actuelle de l'effet cédé, et d'où résulte le taux auquel cet effet a été escompté par la banque.

En fait, les modalités de la monétisation sont compliquées par des dispositions qui confèrent à une ou plusieurs banques le monopole d'émission de la monnaie légale. Pour éviter ces complications, je supposerai qu'il n'est qu'une seule banque dans la collectivité envisagée, toute la monnaie émise par elle, tant sous forme de billets de banque que sous forme de crédits en banque, ayant le caractère de monnaie légale. Cette banque, soit en vertu d'une obligation réglementaire ou légale, soit par une décision libre des autorités qui la dirigent, prend à chaque instant, au taux qu'il lui plaît de fixer et que nous appellerons *taux d'escompte*, les effets qui lui sont présentés parmi ceux qui satisfont aux conditions « d'éligibilité à l'escompte » fixées par elle (1).

Je vais rechercher les effets, dans pareil système, d'une augmentation des encaisses thésaurisées, provoquée, par exemple, par l'approche des vacances.

L'individu qui, dans le cadre d'une activité tournant en état de régime, désire majorer son encaisse, doit offrir plus ou demander moins.

L'augmentation d'offre ou la diminution de demande qui en résultent — qu'elles portent directement sur l'assortiment composé à l'image des échanges du marché (tel qu'envisagé à la page 196) ou que, par suite des phénomènes d'entraînement visés dans la note de la même page, tout se passe comme s'il en était ainsi — provoquent simultanément et dans des proportions déterminées, offre sans demande de richesses proprement dites et de créances.

L'offre sans demande de richesses proprement dites provoque une baisse du niveau général des prix. Par les diminutions d'encaisses nécessaires que celle-ci entraîne, elle libère les quantités de monnaie qui fournissent les suppléments d'encaisse désirés.

Mais, en même temps, des créances sont offertes et non demandées sur le marché où s'échangent les créances à court terme éligibles à l'escompte. Je suppose ici que pareil

(1) Les autres procédures de monétisation, notamment l'open-market, sont envisagées dans la section VI ci-après.

marché existe. J'envisagerai à la page 212 ci-après les circonstances où il peut cesser d'exister.

Sur ce marché — qui constitue le marché « hors-banque » — le taux est évidemment inférieur au taux d'escompte, puisque aucun effet n'y serait offert s'il pouvait se vendre « en banque » à un taux plus faible, donc à un prix plus élevé.

L'excédent d'offres sur les demandes de créances tend à en déprimer le prix, donc à faire augmenter le taux qui le traduit sur le marché monétaire.

Cette hausse, comme la baisse des prix, est progressive et ne dépend, en chaque séance de marché, que de la différence entre l'offre et la demande de créances contre monnaie.

On voit ainsi que baisse de prix et hausse de taux ne sont qu'un seul et même phénomène, qui traduit fondamentalement la baisse de prix résultant d'un excédent d'offres sur le marché.

Cette baisse de prix, qu'elle porte sur des richesses proprement dites ou sur des créances, libère, sans variation de la quantité de monnaie en circulation, par variation des encaisses nécessaires, les quantités de monnaie requises par l'augmentation des encaisses thésaurisées.

Mais la baisse de prix et la hausse de taux se poursuivent tant que la cause qui les fait naître n'a pas disparu, c'est-à-dire tant que la diminution d'encaisse nécessaire résultant de la baisse des prix reste inférieure à l'augmentation d'encaisses thésaurisées.

La hausse de taux a pour effet de rapprocher le taux du marché monétaire du taux d'escompte.

Si celui-ci n'est pas trop élevé, il arrive nécessairement un moment où celui-là le rejoint, autrement dit où le taux du marché vient buter contre le taux d'escompte.

A partir de ce moment, toutes les créances éligibles à l'escompte, offertes et non demandées par le marché, sont prises « en banque » contre monnaie nouvellement créée. L'offre qu'elles représentent cesse donc de peser sur le marché. La hausse des taux et la baisse des prix prennent fin. Les suppléments d'encaisse qui restent désirés sont fournis, non plus par contraction des encaisses nécessaires,

mais par les créations de monnaie qui résultent de l'escompte (1).

Ainsi apparaît le mécanisme par lequel les désirs des utilisateurs de monnaie gouvernent l'émission monétaire dans un système approvisionné par escompte de créances.

d) *L'approvisionnement des encaisses dans les systèmes fondés exclusivement sur la monétisation, à taux fixe, des devises étrangères* (gold-exchange-standard).

Comme dans les cas précédents, une insuffisance d'encaisse se traduit par augmentation d'offre ou diminution de demande de richesses proprement dites et de créances.

Le déséquilibre qui en résulte entraîne — toutes conditions égales quant au volume des offres (quant à l'emploi) — baisse de l'échelle des prix, laquelle stimule les exportations et décourage les importations. Par là, elle tend à provoquer un excédent de la balance des paiements, donc des offres de devises contre monnaie nationale.

Or la banque prend à taux fixe, contre monnaie créée par elle, les devises offertes et non demandées. Comme le mouvement se prolonge et s'amplifie tant que la cause qui

(1) Ici une étude approfondie devrait être présentée de la différence entre les caractères et les conséquences économiques de la vente d'un actif « hors banque » contre monnaie préexistante et « en banque » contre monnaie nouvelle. J'ai tenté cette étude dans « La régulation monétaire et le problème institutionnel de la monnaie », pp. 153 à 160 ci-dessus Je la tiens pour indispensable à la compréhension des phénomènes monétaires. Mais plusieurs amis m'ont dit qu'elle leur avait paru difficile à suivre. C'est la raison pour laquelle, au détriment de la rigueur, je ne la reproduis pas ici. Qu'il me soit permis seulement de marquer qu'un escompte hors banque est un escompte qui se fait, soit contre vente, au cours de la même séance de marché, de richesses proprement dites ou d'autres créances, donc sans rupture d'équilibre entre la demande et l'offre globales au cours de la séance de marché considérée, soit contre réduction d'encaisse désirée, avec les conséquences qu'entraîne, sur la demande globale, la réduction des encaisses désirées. Au contraire, l'escompte « en banque » se fait par la vente hors marché de l'effet cédé, donc contre création de monnaie. Cette création de monnaie entraîne, à due concurrence, majoration de la demande globale, à moins que la quantité de monnaie nouvellement créée ne soit « désirée » en raison d'une augmentation des encaisses nécessaires ou des encaisses thésaurisées.

Il faudrait préciser aussi, en évoquant les liens quantitatifs entre monnaie de banque et monnaie légale, les exigences qui limitent le pouvoir d'émission d'un appareil bancaire déterminé.

l'a suscité n'a pas disparu, il ne peut pas ne pas fournir les suppléments d'encaisse désirés.

Il va de soi qu'un déficit de la balance des paiements issu de causes non monétaires aurait le même effet, alors qu'un excès d'encaisses effectives ou un excédent de la balance des paiements aurait des effets inverses.

Je sais qu'on ironisera sur le caractère irréel de cette analyse, qu'on invoquera, pour la critiquer, le volume des échanges internationaux soustraits par leur nature à l'influence des différences de prix. Il n'est pas douteux qu'une fraction importante des transactions internationales est fixée par des considérations non économiques, politiques, militaires, même charitables. Mais une fois accomplies, elles laissent, avec l'ensemble des opérations proprement commerciales, un solde qui doit être réglé.

C'est ce solde, quel qu'il soit, qui déclenche et ne peut pas ne pas déclencher le mécanisme d'ajustement ci-dessus évoqué.

L'expérience confirme d'ailleurs que, malgré la rigidité de certains postes des balances des paiements, une part importante des transactions internationales reste, en fait, dans tous les pays de l'Occident, sensible aux disparités de prix.

Au surplus, la monétisation des devises n'est jamais qu'une des sources de monnaie. L'analyse qui sera présentée dans la section VIII ci-après montrera comment, dans le cas où la balance des paiements serait peu élastique, les autres sources de monnaie se substitueraient à celle que constitue la monétisation des devises.

VI. — Confrontation avec les réalités.

Certains praticiens tiendront l'analyse précédente pour éloignée des réalités. Ils ne reconnaîtront pas celles qui leur sont familières, dans l'hypothèse d'un marché où s'échangeraient des effets à court terme ou des devises, sous l'œil indifférent de banques se bornant à « prendre » certains actifs offerts et non demandés, que des courtiers, avides de différences, viendraient leur apporter.

Je considérerai ici plus spécialement le marché monétaire.

Il est de fait que depuis plusieurs décennies les banques d'émission jouent, sur le marché monétaire, dans le cadre de leur politique d'open-market, un rôle actif et non passif, en prenant l'initiative d'acheter et de vendre sur le marché, à des taux inférieurs au taux d'escompte et sans qu'on les en sollicite, des effets de diverses durées.

Pareilles interventions modifient la forme, mais non la réalité des processus monétaires. Pour une banque d'émission, acheter des effets différents de ceux qui sont, par ses statuts, éligibles à l'escompte, c'est seulement les rendre, pendant la période d'achat, temporairement éligibles à l'escompte. Acheter des effets normalement éligibles à l'escompte à un taux inférieur au taux d'escompte, c'est seulement abaisser le taux d'escompte, pendant la période des achats, au niveau répondant au prix auquel ils sont opérés.

Le Federal Reserve System a porté cette procédure à l'extrême en s'assignant la tâche, pendant une période prolongée, terminée, je crois, depuis 1952, de stabiliser, par des achats opérés contre création de monnaie, le cours des titres d'État. Cette politique avait simplement pour effet de rendre les titres dont le cours était stabilisé, éligibles à l'escompte au taux répondant aux cours d'achat.

Les praticiens des banques d'émission voient aussi dans les réglementations imposées aux banques privées — notamment en France par les décisions du Conseil du Crédit et aux États-Unis par la réglementation variable des pourcentages de réserve — des obstacles au fonctionnement du marché tel qu'il a été décrit.

Il n'est pas douteux que la réglementation des activités bancaires affecte le comportement des banques et peut leur imposer des achats ou des ventes qu'elles n'opéreraient pas sous la seule considération des taux. Par là, ces réglementations affectent les demandes d'encaisses ou de créances, non la procédure par laquelle elles sont servies.

On peut parfaitement imaginer une situation où la banque d'émission, devançant les demandes ou les offres du marché, maintienne, par ses opérations d'open-market, une entière stabilité des taux et évite ainsi toute venue du marché à la banque. On prêtait jadis à la Banque d'Angle-

terre le désir d'établir, autant que possible, pareille situation. C'est aussi un état analogue que créait le Federal Reserve System sur le marché des fonds d'État, au temps de l'immobilisation de leurs taux.

L'ensemble des interventions actives des Banques, notamment par voie d'open-market, et les réglementations en vigueur concourent, par leur résultante, à former la situation du marché et à déterminer les taux qui y sont pratiqués, notamment pour les effets éligibles à l'escompte.

Toutes ces interventions affectent la quantité de monnaie en circulation. Mais le point essentiel est que si, en un moment quelconque, elle est inférieure au montant global des encaisses désirées, le mécanisme antérieurement décrit commence à jouer. Le niveau général des prix, quel qu'il soit à ce moment, tendra à baisser et les taux du marché à augmenter. A partir du moment où le taux des effets éligibles à l'escompte atteindra le taux d'escompte, la fraction de ces effets, offerte et non demandée, sera, par l'intervention automatique des courtiers, portée « en banque » pour y être monétisée.

Il se peut que les distorsions dans l'échelle des prix ou des taux, résultant d'interventions autoritaires ou de retards de transmission, variables avec le point où l'impulsion initiale s'est produite, affectent le déroulement des phénomènes. Mais la cause qui tend à les provoquer, c'est-à-dire la différence entre les montants globaux des encaisses désirées et de la circulation effective, exercera son influence jusqu'au moment où ils auront produit leur effet.

Toutes les observations que j'ai pu faire, tous les témoignages que j'ai recueillis confirment cette conclusion. Je n'en donnerai qu'un exemple tiré de l'expérience américaine.

Aucun système n'est plus compliqué, plus réglementé, plus éloigné de l'automatisme, en un mot plus « actif » que le Federal Reserve System.

Or dans une brochure publiée par les soins de la Federal Reserve Bank de New York en 1952 (*Money Market Essays*), elle a apporté à l'analyse précédente d'indiscutables confirmations.

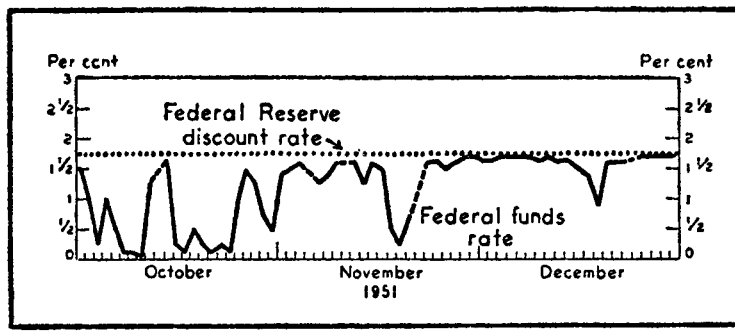
D'abord l'analyse du mécanisme par lequel les taux du marché sont fixés :

« Après avoir déterminé la situation de leurs réserves ... quelques banques téléphonent au courtier dans la matinée pour lui dire si elles ont besoin de fonds ou si elles peuvent en céder ; quelquefois elles indiquent des montants approximatifs. Acheteurs et vendeurs sont alors mis en présence par le courtier et des taux sont convenus. L'enregistrement de ces taux et des changements intervenant au cours de la journée sont assurés par le courtier... » (p. 16).

« Une banque qui désire emprunter peut le faire de deux façons : elle peut réescompter à la banque d'émission du papier éligible à l'escompte ou obtenir une avance directe contre un effet signé par elle, garanti par un collatéral » (p. 9).

« Vers la fin de 1951, lorsque les banques de réserve ont commencé à montrer une plus grande hésitation à fournir des fonds au marché... le recours à l'emprunt est devenu beaucoup plus général » (p. 8).

Mais c'est un diagramme contenu dans cette brochure (p. 14) qui apporte la confirmation la plus décisive. Il



montre que toutes les interventions stabilisatrices du Federal Reserve System n'empêchent pas la pulsation des taux du marché et leur butée contre le taux d'escompte lorsque, après toutes les interventions stabilisatrices, le

marché reste demandeur d'encaisses nouvelles. Ce diagramme rapproche le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New York du taux auquel s'échangent les « Federal Funds », qui sont des soldes disponibles dans les « Banques de réserve fédérales », c'est-à-dire des fonds à vue.

Le marché de Londres et celui de Paris apporteraient, *mutatis mutandis*, les mêmes enseignements. Témoin ce bulletin du marché monétaire dans l'*Economist* du 26 mai 1956 :

« Le crédit est resté insuffisant sur le marché monétaire cette semaine. Avant le week-end la banque a fait des achats spéciaux et mardi, après les vacances (de Pentecôte), trois ou quatre maisons ont été obligées de prendre un très petit montant au taux de la banque, malgré quelques petits achats complémentaires ».

Ainsi, en « allant au marché », la banque ne réussit pas toujours à empêcher le marché de « venir à elle » — et lorsqu'il en est ainsi, c'est le mécanisme des taux qui assure l'ajustement final de la quantité de monnaie effectivement émise au montant global des encaisses désirées.

Je tiens, avant d'abandonner la confrontation de la théorie et des réalités, à répondre à une objection qui m'a été adressée, il y a quelques années, par deux collègues anglais, à l'opinion desquels j'attache une grande importance Pour eux, les transformations « structurelles », intervenues depuis la guerre, avaient entièrement supprimé les marchés monétaires. Ils considéraient que l'approvisionnement en monnaie se faisait uniquement par les interventions volontaires de la banque, résultant d'opérations d'open-market, le mécanisme des taux étant devenu sans effet.

Il est vrai que des opérations d'open-market mettant à la disposition du marché, à chaque instant, la quantité de monnaie qu'il eût lui-même demandée à la banque, par la voie de l'escompte si les autorités d'émission étaient restées passives, supprimeraient tout mouvement de taux et tout recours à l'escompte en banque. Mais ce résultat serait un effet de remplacement dans des structures demeurées inchangées, bien plus qu'une modification de structure. Les citations et le diagramme précédents montrent au surplus

qu'il n'a jamais été entièrement atteint. Or tant qu'il ne l'est pas, le besoin résiduel d'encaisse est couvert par le mécanisme des taux antérieurement décrit.

Il peut arriver cependant que, durant une période prolongée, sinon en permanence, le taux d'escompte soit fixé à un niveau inférieur à celui du taux qui assurerait l'équilibre des offres et demandes de monnaie contre effets éligibles à l'escompte sur le marché monétaire. Telle est en particulier la situation lorsque le déficit des finances publiques conduit le Trésor à offrir de si grandes quantités de bons du Trésor que le marché sur lequel ils sont offerts ne pourrait s'équilibrer qu'à un taux très élevé, hors de toute proportion avec les taux usuels. En pareil cas, le taux des bons offerts est fixé au niveau du taux d'escompte ou assez près de ce taux afin que des souscripteurs soient incités à acheter les bons offerts pour les faire, au terme d'un court délai, escompter en banque.

Lorsque pareille situation existe — et, sous des formes diverses, elle a existé pendant toutes les périodes d'inflation — il n'y a pratiquement plus de marché, car pour qu'il y ait marché il faut qu'il y ait offre et demande. Mais dès que l'offre de bons diminue, le marché réapparaît, d'abord timidement au milieu du mois, lorsque les disponibilités sont relativement abondantes, pour ensuite se rétablir en permanence. On ne saurait tenir pour structurelle une modification résultant de circonstances exceptionnelles et temporaires.

Une complication est introduite dans les apparences monétaires du fait de l'existence d'une monnaie légale, dont la banque centrale assure seule l'émission. Le monopole d'émission ainsi établi oblige les banques émettrices de monnaie-crédit à conserver une fraction de leurs avoirs en monnaie proprement dite ou en dépôts à la banque centrale.

La nécessité de maintenir ces avoirs à un niveau approprié affecte la demande de monnaie sur le marché, mais ne modifie pas substantiellement le mécanisme décrit ci-dessus, par lequel elle est fournie.

VII. — Nature du taux d'escompte.

La stabilité du niveau général des prix peut être compromise par un excès de la demande globale sur la valeur globale des offres ou par un excès du montant global des encaisses désirées sur la quantité globale de monnaie en circulation.

L'impulsion perturbatrice peut donc trouver son origine du côté de la demande ou du côté de la monnaie. Mais il est essentiel de ne jamais omettre que toute insuffisance de demande globale relativement à la valeur globale des offres implique demande d'un supplément de monnaie (1) et qu'inversement toute insuffisance de monnaie relativement au montant global des encaisses désirées implique insuffisance de la demande globale relativement à la valeur globale des offres (2).

On ne saurait donc opposer, comme on le fait trop souvent, l'effet-pouvoir d'achat et l'effet-monnaie ; ils sont liés indissolublement, par une sorte de complémentarité fondamentale, comme les deux faces d'une même réalité, qui est la perturbation envisagée.

Considérons, pour fixer les idées, une insuffisance d'encaisse effective, qui suscite offre sans demande sur le marché.

Cette offre sans demande tendra à produire une baisse de prix sur un certain compartiment du marché.

J'ai montré plus haut (note 2 de la page 195) que les mouvements de prix particuliers tendaient à produire, avec plus ou moins de décalage suivant la localisation de la perturbation initiale et les structures concrètes de l'économie envisagée, des mouvements d'ensemble de l'échelle des prix.

(1) Car les offreurs qui ne demandent pas des richesses non monétaires, richesses proprement dites ou créances, à concurrence de la valeur de leur offre pendant la séance de marché au cours duquel elle a été formulée, ne peuvent demander que de la monnaie. S'ils ne demandaient rien, c'est qu'ils auraient l'intention d'offrir, mais n'auraient pas véritablement formulé une offre sur le marché.

(2) Car les sujets économiques qui désirent augmenter leurs encaisses doivent, pour y réussir, offrir sans demander des richesses non monétaires, richesses proprement dites ou créances.

Dans l'éventualité considérée, la baisse résulte du fait qu'une certaine fraction des richesses produites n'est pas demandée sous la forme dans laquelle elle est offerte au marché, alors que la richesse en forme de monnaie, qui est demandée, n'est pas produite.

Tous les systèmes monétaires à vertu régulatrice tendent à parer à cette cause de déplacement des prix par une procédure qui, à un certain niveau de l'échelle des prix, retire du marché l'équivalent des richesses non monétaires offertes et non demandées, pour le restituer sous la forme de monnaie, dans laquelle il est demandé et non offert.

La convertibilité métallique, par exemple, en obligeant l'Institut d'émission à acheter (ou à vendre) à un certain prix toutes les quantités d'or offertes et non demandées, maintient le prix de l'or, et lui seul, à un niveau immuable (1). Cette situation privilégiée du métal jaune tend à provoquer, en période de prix décroissants, des transferts de facultés de production, de la production de richesses non monétaires vers celle de l'or. Par là, elle tend à diminuer la production, donc l'offre de celles-là, et à augmenter la production, donc l'offre de celui-ci. Mais l'Institut d'émission prend, pour les transformer en monnaie, toutes les quantités d'or offertes et non demandées. Ce faisant il détourne du marché la fraction de la production qui est offerte sans être demandée, pour la restituer sous la forme dans laquelle elle est demandée et non offerte.

Ainsi la convertibilité de l'or à taux fixe crée, au niveau de la parité métallique, un *seuil* par lequel une fraction de l'offre globale, équivalente à l'excès d'offre qui a suscité la baisse, s'écoule hors marché, dans les réserves de l'Institut d'émission, pour y servir à la fabrication des suppléments de monnaie demandés.

Par là elle fait purement et simplement disparaître la cause qui tendait à provoquer la baisse des prix.

J'ai montré cependant que ce mécanisme ne fonctionnait que lorsque la perturbation initiale avait provoqué les déplacements de production sur lesquels il repose. Il est

(1) La liberté de la frappe et de la fonte auraient, *mutatis mutandis*, les mêmes conséquences.

donc, en général, peu sensible. C'est pour parer à la lenteur de son fonctionnement qu'un mécanisme analogue, mais beaucoup plus sensible, a été institué, à l'égard de certains types de créances, généralement à court terme.

Lorsque, par suite d'un excès de l'offre sur la demande globale ou d'une insuffisance d'encaisse effective, le taux auquel s'échangent ces créances sur le marché atteint le taux d'escompte, celles-ci se déversent hors marché dans les actifs du système bancaire, qui les transforme en monnaie. Ce détournement, diminuant l'offre globale formulée sur le marché de l'équivalent, en valeur, des richesses non demandées, pour le restituer sous la forme de monnaie demandée, met un terme à la hausse des taux et à la baisse du niveau général des prix.

Le taux d'escompte peut donc être lui aussi considéré comme un *seuil* ouvrant l'accès des réserves bancaires où vient se garer provisoirement, contre un reçu en forme de monnaie, l'équivalent des richesses offertes et non demandées sur le marché. C'est par ce caractère qu'il met un terme, dès que le taux du marché l'atteint, à l'excès d'offre et à l'insuffisance d'encaisse qui ont engendré la variation du niveau général des prix sur le marché (1).

Il va de soi que la perturbation initiale pourra mettre plus ou moins de temps à affecter le taux du marché monétaire. En général cependant les besoins monétaires affectant en premier lieu les réserves bancaires, ils se répercuteront immédiatement sur le marché monétaire. Si à ce moment le taux d'escompte est au niveau du taux du mar-

(1) Une étude complète devrait montrer que le taux des créances ne varie pas en fonction du niveau général des prix, mais de ses variations, c'est-à-dire de la dérivée des variations du niveau général des prix par rapport au temps. C'est de cette dérivée que le mécanisme de l'escompte limite les variations et c'est par son immobilisation qu'il tend à « freiner » les variations du niveau général des prix au niveau où il se trouve, quel qu'il soit, non à le ramener, comme fait la convertibilité métallique, au niveau répondant à la parité légale de la monnaie. Les deux mécanismes peuvent coexister. Mais la convertibilité des créances à taux fixe sans convertibilité du métal à prix fixe se borne à freiner les mouvements du niveau général des prix, avec une efficacité variable suivant les circonstances de fait où elle fonctionne (localisation de la perturbation initiale, plus ou moins grande rigidité des systèmes économiques). Elle est en tout cas indifférente au niveau général des prix qu'elle établit.

ché, ou très près de lui, les suppléments d'encaisse désirés seront presque immédiatement fournis par monétisation de l'offre indésirée : le niveau général des prix restera sensiblement inchangé.

Si, au contraire, le taux d'escompte est sensiblement plus élevé que le taux du marché, le niveau général des prix commencera à baisser et le taux du marché monétaire à augmenter. Les suppléments d'encaisse désirés seront fournis par la contraction du montant des encaisses nécessaires consécutive à ce double mouvement, qui se poursuivra jusqu'au moment où le taux du marché monétaire atteindra le niveau du taux d'escompte.

A partir de ce moment, mais à partir de ce moment seulement, le niveau général des prix et le taux du marché monétaire cesseront de varier.

Ainsi c'est la place du taux d'escompte par rapport au taux du marché qui fixe, toutes conditions égales, la marge d'instabilité possible du niveau général des prix et du niveau du taux du marché.

Plus le taux d'escompte sera près du taux du marché, plus seront limitées les variations possibles du niveau général des prix résultant d'un même déséquilibre entre offre et demande globales ou d'une même variation d'encaisses désirées, mais plus sera instable, en revanche, la quantité de monnaie en circulation.

Inversement, plus le taux d'escompte sera éloigné du taux du marché, plus sera stable, en période de variation d'encaisses désirées, la quantité de monnaie en circulation et plus instable le niveau général des prix (1).

(1) Cette analyse montre que si la liaison énoncée entre mouvements de prix et mouvements de taux n'existait pas, les systèmes monétaires fondés sur la monétisation des créances ne sauraient fonctionner. Pour qu'ils fonctionnent, il faut, en effet, que l'excès d'offre de richesses proprement dites qu'a pu engendrer une demande de supplément d'encaisse se répercute sur le marché monétaire pour y provoquer l'augmentation d'offre d'effets à court terme génératrice de suppléments de monnaie. Le fait que les systèmes fondés sur la monétisation des créances fonctionnent et fonctionnent bien est, à lui seul, une preuve de l'existence de la liaison en question.

VIII. — Suggestions pour une théorie des échanges internationaux.

L'analyse précédente permet de poser le problème des échanges internationaux dans le cadre des réalités.

Les théories classiques s'en éloignent dans la mesure où elles considèrent qu'un déficit de la balance des paiements doit nécessairement entraîner une contraction du pouvoir d'achat global, tendant à parer directement, c'est-à-dire par action sur les échanges internationaux, au déséquilibre qui l'a fait naître.

Je vais montrer qu'il n'en est ainsi que dans certaines circonstances bien déterminées et que la théorie qui prétend qu'il en est toujours ainsi est fausse.

Pour faciliter l'analyse, je suppose qu'or et devises sont concentrés dans les actifs du système bancaire et ne peuvent en être sortis — comme actuellement aux États-Unis — que pour règlements à l'étranger. J'imagine, en outre, pour ne pas mélanger les problèmes, que pour chacun des intervenants au marché l'encaisse effective est au niveau de l'encaisse désirée.

Si, en une certaine séance du marché, la balance des paiements internationaux est en déficit, le montant des règlements à opérer à l'étranger l'emporte sur celui des règlements qui en sont attendus.

Les devises nécessaires au règlement du solde non compensé doivent être obtenues des banques.

Puisque nous supposons les encaisses effectives au niveau des encaisses désirées, les ressources nécessaires à l'achat de ces devises ne peuvent être prélevées sur les encaisses. Les demandeurs de devises doivent donc se les procurer par offre sur le marché de richesses non monétaires. Ils versent les ressources tirées de ces offres aux banques qui leur fournissent les devises dont ils ont besoin. Ils ne formulent donc aucune demande sur le marché et les encaisses qu'ils versent en banque sont résorbées.

Ainsi le déficit de la balance des paiements entraîne, au cours de la séance de marché pendant laquelle il est réglé, une double conséquence :

— en ce qui concerne l'équilibre global du marché, des offres sans demandes à concurrence du déficit ;

— en ce qui concerne la monnaie, une insuffisance d'encaisse effective du même montant.

L'offre sans demande provoque baisse de prix si elle porte sur des richesses proprement dites, hausse de taux si elle porte sur des créances (la hausse du taux n'étant qu'une expression de la baisse du prix des créances).

Si nous admettons, comme dans les paragraphes précédents, que les deux mouvements sont indissolublement associés, ils entraînent tout ou partie des conséquences suivantes :

— diminution, du fait de la baisse des prix, des encaisses nécessaires au règlement des transactions. Cette diminution libère les encaisses qui ramèneront au niveau désiré les encaisses individuelles ;

— augmentation des exportations du fait de la contraction de la demande globale interne ou de la baisse des prix intérieurs relativement aux prix étrangers, le second phénomène survenant dans la mesure où le premier n'a pas produit directement et immédiatement ses effets. Or l'acheteur étranger, pour régler son achat, offre sur son propre marché. Son intervention est donc génératrice d'une demande sans offre, qui rétablit l'équilibre global du marché, cependant que le règlement de ses achats ramène, par monétisation de devises, la circulation effective au niveau du montant global des encaisses désirées (1) ;

— augmentation de la production interne d'or, du fait que la baisse de l'échelle des prix laisse un seul prix de vente inchangé, celui auquel la banque centrale achète le métal jaune. Or la vente d'or à la banque centrale est une vente hors marché, alors que l'achat des services qui ont produit l'or se fait sur le marché. L'augmentation de la production d'or engendre donc une demande sans offre qui rétablit l'équilibre global du marché, cependant que la monétisa-

(1) On pourrait envisager aussi l'afflux de capitaux étrangers attirés par la hausse du taux des créances comme une procédure de règlement. Mais la vente de créances qui en résulte n'est qu'une forme particulière d'exportation. Elle est donc partie seulement de l'effet envisagé dans l'alinéa précédent et n'a pas besoin d'un examen distinct.

tion de l'or nouvellement produit ramène la circulation effective au niveau du montant global des encaisses désirées ;

— augmentation des escomptes en banque, dès que le taux du marché atteint le taux d'escompte. Cette augmentation des escomptes en banque vaut à l'escompteur remise des unités monétaires nouvelles dont l'escompte en banque a entraîné la création. Comme son encaisse désirée est supposée au niveau de son encaisse effective, il majore sa demande sur le marché à due concurrence. La demande sans offre qui en résulte rétablit l'équilibre global du marché, cependant que la création de monnaie nouvelle ramène la circulation effective au niveau du montant global des encaisses désirées. Cette dernière procédure a pour effet de remplacer, dans le bilan du système bancaire, de l'or ou des devises par des effets à court terme en monnaie nationale. Elle réduit, à due concurrence, le pourcentage de couverture de la monnaie.

En fait, c'est par l'une des quatre procédures décrites ci-dessus que le mécanisme de régulation rétablira l'équilibre de la balance des paiements. Les trois premières créeront un état de régime, donc susceptible de durer indéfiniment ; la quatrième appauvrira progressivement la réserve du système bancaire.

Or l'aiguillage entre les quatre voies possibles dépendra de l'élasticité des prix et des exportations, du coût de la production interne de l'or et de la place du taux d'escompte relativement au taux hors-banque.

Tout se passe comme si les moyens nécessaires au rétablissement de l'équilibre pouvaient être puisés dans quatre gisements distincts : la circulation effective, le commerce extérieur, l'or enfoui dans le sol, l'or et les devises enfouis dans les réserves du système bancaire. L'accès de chacun d'eux se trouve commandé par un seuil placé à un certain niveau. C'est le premier atteint qui fournit, en fait, les ressources qui rétabliront l'équilibre.

Si l'on suppose le coût de l'or élevé, comme il l'est dans la plupart des pays de l'Occident relativement au prix auquel les banques d'émission l'achètent, la troisième solution se trouve écartée. La première n'évite pas le recours aux

réserves de devises du système bancaire. C'est donc seulement par augmentation des exportations ou diminution des importations d'une part, par prélèvement sur les réserves de convertibilité d'autre part, que l'équilibre de la balance des paiements peut être rétabli. L'option entre les deux solutions ne dépendra, toutes conditions égales quant à l'élasticité des échanges internationaux, que de la place du taux d'escompte relativement au taux hors-banque à l'instant considéré.

Si le taux d'escompte est très supérieur au taux du marché monétaire, la marge d'abaissement des prix est considérable. Les chances sont grandes d'un rétablissement d'équilibre par diminution des importations et augmentation des exportations.

Si, au contraire, le taux d'escompte est au niveau du taux du marché, c'est par recours à l'escompte et prélèvement sur les réserves de devises que se trouve accompli le règlement du déficit.

On voit l'importance du niveau du taux d'escompte. En l'éloignant du taux hors-banque, on élève le seuil qui permet le recours aux réserves de la banque d'émission. On augmente, en conséquence, les chances d'un rétablissement de l'équilibre des échanges internationaux.

Si, lorsque cet équilibre existe, on élève le taux d'escompte, on provoque la substitution d'escomptes sur le marché à des escomptes en banque venant à échéance et par là, toutes conditions égales, et par le double effet des revenus ou des prix, augmentation des exportations ou diminution des importations. La modification du solde des échanges internationaux qui en est la conséquence augmente, à due concurrence, la réserve d'or ou de devises du système bancaire.

La fixation du taux d'escompte donne donc aux autorités bancaires le moyen de faire varier à leur gré le montant de l'or et des devises dans les actifs des banques.

Cette analyse ne vaut cependant qu'autant que le taux d'escompte est supérieur au taux d'équilibre du marché monétaire. Or le déficit, générateur d'une offre d'effets sur le marché dépassant en permanence la demande, colle le taux du marché au taux en banque. Il donne donc

accès immédiat aux réserves du système bancaire pour le rétablissement de l'équilibre des échanges internationaux. Par là, il exclut, pratiquement, toute possibilité de rétablissement de cet équilibre par augmentation des exportations ou réduction des importations, ainsi que toute augmentation des réserves d'or ou de devises.

Avant d'abandonner cette section et en sachant que je me répète, je tiens à marquer, pour éviter des polémiques inutiles, que je n'ignore pas qu'il y a dans les balances des paiements des éléments extra-économiques, que certains d'entre eux résultent de décisions gouvernementales et peuvent même ne répondre qu'à des fins politiques ou à des inspirations généreuses. Mais l'ensemble des échanges, quels que soient les motifs qui les ont inspirés, laissera un solde qui devra être réglé. Et le règlement ne pourra pas ne pas déclencher sur les marchés qui ne sont pas entièrement régis par voie d'autorité, les phénomènes qui viennent d'être évoqués, puisque l'influence qui les suscite s'amplifie jusqu'au moment où l'un des résultats qu'elle tend à promouvoir a été obtenu. Au surplus, l'expérience récente de nombreux pays apporte à cette analyse la confirmation des faits.

IX. — Principes d'une politique d'escompte.

Les systèmes monétaires contemporains sont fondés sur la monétisation de l'or, de certaines devises étrangères et de créances libellées en monnaie nationale. Le stock monétaire est donc le produit d'influences innombrables et, dans une large mesure, indépendantes les unes des autres. Les actifs qui en sont la contrepartie sont l'objet, du fait de l'échéance des créances escomptées, d'un perpétuel renouvellement.

De la masse de monnaie issue de toutes ces opérations, nous ne savons qu'une chose : c'est qu'elle sera à chaque instant ce qu'il faut qu'elle soit pour que les usagers de la monnaie puissent détenir les encaisses qu'ils désirent détenir. Mais la façon dont elle le sera, autrement dit les processus de monétisation d'où elle sera issue et les actifs

qui en seront la contrepartie, dépendent essentiellement de la volonté des autorités monétaires.

En fixant, en effet, le niveau du taux d'escompte, ou du taux auquel s'accomplissent les achats et les ventes des opérations d'open-market, relativement au niveau du taux du marché, les autorités monétaires orientent les processus créateurs de monnaie entre les diverses sources auxquelles ils peuvent s'approvisionner.

Si le taux d'escompte est très proche du taux du marché, tout remboursement d'escompte antérieur provoque insuffisance d'encaisse effective et, par la tension de taux qu'il suscite, conduit « en banque » les effets de renouvellement offerts sur le marché.

Si, au contraire, le taux d'escompte est sensiblement supérieur au taux du marché, le taux du marché pourra augmenter pendant une période prolongée sans que sa hausse suscite aucune création de monnaie. La monnaie de remplacement sera fournie, soit par la diminution d'encaisses nécessaires résultant de la baisse des prix, soit par les monétisations résultant des versements étrangers qu'entraîne l'amélioration de la balance des paiements consécutive à la baisse des prix ou à la hausse des taux.

Si la place du taux d'escompte ou du taux auquel s'opèrent les interventions d'open-market relativement au taux du marché détermine l'aiguillage des escomptes de renouvellement en état de régime, elle détermine, de la même façon, la voie par laquelle seront servies les demandes consécutives à toute perturbation de l'équilibre antérieur, qu'elle résulte d'une modification de la balance des paiements ou d'une variation du montant global des encaisses désirées.

Il va de soi que la généralité de ces résultats laisse subsister une marge d'incertitude, qui est fonction, notamment du fait de l'inégale sensibilité des diverses réactions économiques, de la localisation de la perturbation initiale.

Sous cette réserve on peut affirmer qu'en fixant la place du taux d'escompte relativement au taux du marché les autorités monétaires déterminent la composition des actifs qui constituent la contrepartie de l'émission monétaire, ainsi que la nature des répercussions qu'entraîne, notam-

ment sur le niveau général des prix, toute perturbation survenant sur le marché. Le maintien du taux d'escompte au niveau du taux du marché entraînera stabilité du niveau général des prix et instabilité de la quantité de monnaie en circulation. Inversement, le maintien du taux d'escompte à un niveau sensiblement supérieur au taux du marché entraînera instabilité du niveau général des prix et stabilité de la quantité de monnaie en circulation.

La manœuvre du taux d'escompte ou du taux auquel les opérations d'open-market s'accomplissent met donc un instrument extrêmement puissant entre les mains des autorités monétaires.

Toutefois une réserve essentielle s'impose. Pour que le taux d'escompte vaille aux autorités monétaires pouvoir d'orienter les demandes de monnaie sur le marché, il faut qu'à leur gré elles puissent le placer au niveau ou au-dessus du taux du marché.

Or il est des circonstances où le taux qui assurerait l'équilibre du marché monétaire serait si élevé qu'aucune autorité monétaire n'accepterait, en fait, de placer le taux d'escompte à un niveau qui lui soit égal ou supérieur. C'est le cas notamment lorsque l'offre de créances éligibles à l'escompte l'emporte sensiblement sur la demande du marché. En pareil cas le taux d'escompte est sensiblement inférieur au taux qui assurerait l'équilibre du marché. Tant qu'il en est ainsi, le taux effectif du marché reste immuablement collé au taux d'escompte.

Lorsque cette situation existe, les besoins du marché sont pourvus, pour toute la partie de l'offre d'effets qui, au taux d'escompte, dépasse la demande, par escompte en banque. Il n'est plus de politique monétaire ; seule une action sur les causes qui suscitent l'offre d'effets, c'est-à-dire une action fiscale ou une action sur les revenus, peut modifier les conditions du marché.

Ainsi le taux d'escompte est efficace, tant qu'il peut être en fait placé au-dessus du taux du marché. Dès que le taux d'escompte est sensiblement inférieur au taux auquel le marché s'équilibrerait, les autorités monétaires sont pratiquement dessaisies ; la maîtrise passe aux mains des autorités fiscales.

X. — Pour finir, quelques considérations de philosophie économique.

Les conclusions précédentes ne sont que l'expression, en matière monétaire, de certaines vérités économiques, générales parce que conséquences directes des modalités d'action sur les comportements individuels.

Les encaisses sont offertes par les acheteurs et demandées par les vendeurs du marché. Si la monnaie était une richesse comme les autres, l'équilibre entre demande et offre serait assuré par variation de son prix. Mais le prix de la monnaie, du fait qu'elle est étalon de valeur, est invariablement égal à l'unité et, pour cette raison, ne saurait varier.

Cependant cette circonstance, particulière à la monnaie, n'empêche pas le phénomène d'ajustement de jouer. Il en modifie seulement l'apparence.

J'ai démontré, en effet, que l'inégalité entre offre et demande de monnaie entraînait inégalité inverse entre demande et offre globales de richesses proprement dites. Cette liaison, en provoquant déplacement du niveau général des prix, provoque en réalité variation du prix de la monnaie par rapport à l'ensemble des prix des autres richesses et affecte, par variation des encaisses nécessaires au règlement des transactions, la demande et l'offre de monnaie. Ainsi est restituée la réalité du mécanisme d'ajustement propre à tous les phénomènes de marché.

Cependant, si l'on veut éviter que la différence entre l'offre et la demande de monnaie entraîne ses répercussions naturelles par déplacement du niveau général des prix, il n'est qu'un mode d'intervention : agir directement sur la quantité de monnaie existante, en fournissant les suppléments désirés ou en résorbant les excédents indésirés. C'est cette modalité d'ajustement quantitatif direct qui intervient dès que le taux du marché est au niveau du taux d'escompte. Par là s'explique l'efficacité de l'instrument

que le maniement du taux d'escompte met entre les mains des autorités monétaires, mais aussi ses limites.

Seuil de l'accès aux réserves du système d'émission, il les retient tant qu'il est plus élevé que le taux du marché, mais les livre passivement aux exigences de celui-ci dès qu'il est atteint ou dépassé par le taux qui assurerait — s'il n'était pas de possibilité d'escompte — l'équilibre du marché.

Ainsi les autorités monétaires ne fixent pas le montant des encaisses individuelles, mais décident de la manière dont elles sont fournies, au moins tant que ces autorités ne sont pas pratiquement hors d'état d'élever le seuil ouvrant l'accès de leurs réserves à un niveau suffisant pour les défendre contre les demandes dont elles sont l'objet.

P. S. — Après rédaction de cette étude, j'ai pris connaissance d'un mémoire décisif de M. Pierre BERGER, inspecteur de la Banque de France, en date du 18 janvier 1957. L'auteur montre, avec une extrême précision que

« la diminution ou l'augmentation des avoirs en or ou en devises, dans les actifs de la Banque centrale, ne se répercute pas sur le montant global de la masse monétaire mais entraîne des variations en sens inverse des concours bancaires. Autrement dit, lorsque les réserves de devises ou l'encaisse-or fléchissent, on ne constate pas une contraction de la masse monétaire mais une augmentation des crédits, et — inversement — lorsque les réserves en or ou en devises s'accroissent, on constate une diminution des crédits, et non pas une augmentation de la masse monétaire. Cette observation se vérifie non seulement sous le régime de l'étalon-or (XIX^e^ siècle et début du XX^e^ siècle), mais aussi sous le régime de cours forcé des billets de banque, assorti ou non d'un contrôle des changes (expérience de l'entre-deux-guerres et expérience récente) ».

Son analyse le conduit à la conclusion que

« les disponibilités absorbées par les achats de devises étrangères ou créées par les ventes de devises tendent à se reconstituer ou à se résorber — parfois même immédiatement — dans la mesure où l'attitude des détenteurs de monnaie demeure inchangée ».

Tout le mémoire peut être considéré comme une vérification de la thèse qui voit dans la quantité de monnaie en circulation non l'effet du volume des actifs en contrepartie desquels elle est émise, mais la conséquence du montant global des encaisses désirées.

Chapitre VIII

OBSERVATIONS GÉNÉRALES SUR LA RÉGULATION MONÉTAIRE

Ce serait tromper le lecteur que de lui laisser croire que la théorie de la régulation monétaire exposée dans les deux chapitres précédents est l'objet d'un large assentiment. Si elle a été contestée dans le détail par quelques spécialistes, elle a surtout été ignorée par la majorité des économistes, qui n'en sentaient en aucune façon la nécessité.

C'est sur ce point de la nécessité, non pas de ma théorie, mais d'une théorie de la régulation monétaire que ma position est solide et que je voudrais les convaincre.

Les faits d'équilibre et de déséquilibre rapportés dans la première partie de cet ouvrage sont incontestables. Les plus simples, mais les plus décisifs, sont ceux qui enregistrent l'excédent commercial de tous les pays qui accomplissent à l'étranger d'importants règlements financiers et le déficit commercial de tous les pays qui sont largement créanciers de l'étranger.

Cependant l'efficacité de la politique d'escompte n'est plus contestée. Nul ne peut douter qu'un pays peut, en maintenant son taux d'escompte assez bas, perdre de l'or ou des devises autant qu'il le souhaite.

Toute théorie qui n'explique pas à la fois cette double série de faits est fausse ou insuffisante.

Mais en ce domaine une explication approximative n'est pas suffisante. Les faits montrent que le mécanisme de la balance des paiements — quel qu'il soit — est puissant, sensible et efficace. Seule une théorie « fine » peut en fournir l'explication.

Ainsi le problème ne peut être éludé. La théorie classique

ne le résout pas. La mienne fournit le principe d'une explication adéquate.

Elle permet de comprendre, notamment, les faits d'équilibre antérieurement signalés, si peu vraisemblables que dans leur rigueur et leur généralité ils puissent paraître, parce que, en général, sauf déficit budgétaire caractérisé, le taux d'escompte (ou d'intervention d'open-market) de la Banque d'émission est maintenu, pendant la plus grande partie du mois, à un niveau supérieur au taux d'équilibre du marché monétaire. De ce fait les adaptations se font pour leur plus grande part par variations de la balance commerciale, plutôt que par prélèvements sur les réserves d'or ou de devises.

La théorie explique aussi que la contingence des politiques d'open-market ne trouble pas le mécanisme tendant à assurer l'équilibre des balances de paiements. En effet si la création d'encaisses supplémentaires ne répond pas à des variations « d'encaisses désirées » — c'est-à-dire à la demande du marché — la régulation monétaire défait, par résorption d'escomptes antérieurs, les créations de liquidités indésirées par le marché. Assurément les opérations d'open-market affectent les taux du marché monétaire, mais ne l'empêchent pas de tendre à assurer, par la régulation dont il est le théâtre, l'égalité de l'offre et de la demande globales.

C'est seulement dans le cas où les actifs de la Banque d'émission sont comptabilisés pour une valeur supérieure à celle que leur donne le marché — c'est-à-dire lorsqu'ils sont de « fausses créances » — que la régulation est en défaut et qu'on entre en état d'inflation.

Cependant, si la théorie de la régulation monétaire explique des faits que la théorie classique est inapte à interpréter, je reconnais qu'elle n'a pas encore subi l'épreuve de la discussion, ni le processus d'élaboration collective indispensables à sa mise au point. Elle devra surtout être soumise à de minutieuses vérifications économétriques.

Ces vérifications, je n'ai pu qu'en indiquer le principe, sans pouvoir, faute de moyens d'investigation appropriés, les accomplir.

J'espère que la théorie des échanges internationaux dont

j'ai présenté ici l'ébauche ne sera pas considérée comme vaine ratiocination libérale. Rien n'est plus interventionniste qu'une politique monétaire consciente, puisqu'elle investit la Banque d'émission du pouvoir de décider si le solde des transactions internationales sera réglé par ajustement de la balance commerciale ou variation des réserves d'or ou de devises.

Ce qui est en cause ici, ce n'est pas l'intervention ou le laisser-faire, mais le choix entre une politique consciente et efficace d'action sur les causes — ou la poursuite des vains efforts que les Gouvernements et les administrations ont consacrés, au cours des siècles, à la manipulation des effets.

Si le présent ouvrage suscite les recherches et les confrontations indispensables, il aura pleinement atteint son objet et, peut-être, apporté une contribution à la solution, plus que jamais nécessaire, du lancinant problème des balances de paiements.

Puisse-t-elle intervenir avant qu'une nouvelle crise économique, provoquée par l'effondrement du gold-exchange-standard, démontre aux hommes, une fois de plus, que les questions monétaires sont des questions sérieuses.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION. — L'ÉTERNEL PROBLÈME DE L'ŒUF ET DE LA POULE..... 7

PREMIÈRE PARTIE :

CONTENANT SURTOUT DES FAITS

CHAPITRE PREMIER. — LE PROBLÈME DES ANNÉES 60, AVEC GROS PLANS SUR LE DÉFICIT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DES ÉTATS-UNIS..... 13

I. L'importance, pour le monde, de la balance des paiements des États-Unis, 14. — II. La position du Gouvernement des États-Unis, 16. — III. Les Économistes, Keynes et moi, 19. — IV. Les faits d'équilibre, 23. — V. Les faits de déséquilibre : 1° La rareté du dollar, 32 ; 2° L'effet du « Gold-exchange-standard », 34. — VI. Ébauche d'une théorie des balances des paiements, 36. — VII. Conclusion politique, 44. — VIII. Pour finir, quelques observations générales, 46.

CHAPITRE II. — LE PROBLÈME DE 1949 AVEC GROS PLANS SUR LA RARETÉ DU DOLLAR..... 49

I. Improbabilité d'une balance des paiements équilibrée, 49. — II. L'enseignement des faits, 50. — III. Ébauche d'une théorie, 55. — IV. L'efficacité et la sensibilité des mécanismes stabilisateurs, 56. — V. La perversion des systèmes monétaires, 57. — VI. L'alternative : planification efficace des échanges internationaux

ou reconstitution des mécanismes monétaires, 62. — VII. En manière de conclusion, quelques réflexions de psychologie politique et une suggestion de politique économique, 66.

CHAPITRE III. — LES ÉCHANGES INTERNATIONAUX EN 1948. APPARENCES ET RÉALITÉS..... 71

CHAPITRE IV. — LE PROBLÈME DE 1928 AVEC GROS PLANS SUR LES RÉPARATIONS ALLEMANDES.... 95

A) *Une erreur économique : l'organisation des transferts*..... 95

I. L'équilibre de la balance des paiements, 95. — II. Les prix et l'équilibre des paiements internationaux, 103. — III. La capacité de paiement de l'Allemagne n'est limitée que par ses facultés budgétaires, 110.

B) *Les idées de M. Keynes sur le problème des transferts*..... 115

CHAPITRE V. — UNE ERREUR DE TOUS LES TEMPS : L'ARGUMENT DE LA BALANCE COMMERCIALE.... 131

DEUXIÈME PARTIE :

ÉLÉMENTS POUR UNE THÉORIE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

CHAPITRE VI. — LA RÉGULATION MONÉTAIRE ET LE PROBLÈME INSTITUTIONNEL DE LA MONNAIE... 149

I. Mesure de la demande globale, 150. — II. Le crédit et l'escompte, 153. — III. La régulation monétaire, 160. — IV. L'inflation, 168. — V. La parabole du dîner, 173. — VI. L'équilibre de la balance des paiements, 176. — VII. Le nouveau commandement d'austérité, 179. — VIII. Le problème institutionnel de la monnaie, 181.

CHAPITRE VII. — ÉLÉMENTS POUR UNE THÉORIE DU TAUX D'ESCOMPTE ET DE LA BALANCE DES PAIEMENTS..... 191

I. La monnaie vivante, 192. — II. Quelques enseignements de l'expérience sur le prétendu pouvoir des autorités monétaires, 193. — III. La souveraineté des utilisateurs de monnaie, 194. — IV. Les effets joints d'une augmentation de l'offre ou d'une diminution de la demande sur le marché, 195. — V. L'approvisionnement des encaisses dans les divers systèmes monétaires, 198. — VI. Confrontation avec les réalités, 207. — VII. Nature du taux d'escompte, 213. — VIII. Suggestions pour une théorie des échanges internationaux, 217. — IX. Principes d'une politique d'escompte, 221. — X. Pour finir, quelques considérations de philosophie économique, 224.

CHAPITRE VIII. — OBSERVATIONS GÉNÉRALES SUR LA RÉGULATION MONÉTAIRE..... 227

Imprimé en France

Poitiers.— S.F.I.L. et Imp. Marc TEXIER réunies.

L'OUVRAGE ET LA PRESSE

« Pour M. Rueff, la balance des paiements est automatiquement en équilibre quand la monnaie est bien tenue... Il demande une étude économétrique approfondie de sa théorie, déjà confirmée par beaucoup d'expériences, selon laquelle le taux d'escompte apparaît, quand le budget est raisonnable, comme le régulateur de la monnaie et, en quelque sorte, comme le fléau de la balance des paiements. »

Le Figaro.

« Il y a longtemps que Jacques Rueff, lucide observateur des phénomènes économiques, s'efforce d'en souligner l'importance quotidienne, autant que la fatalité... La théorie de Jacques Rueff met en lumière qu'il n'y a pas, à notre époque, de vie possible pour une grande nation sans échanges internationaux chaque jour plus développés. »

Paris-Normandie.

« Par-delà une théorie pénétrante des échanges internationaux, l'ouvrage de M. J. Rueff est un vigoureux plaidoyer pour que les problèmes d'organisation et de régulation monétaires soient suffisamment pris au sérieux. Experts et néophytes trouveront ainsi dans ce livre ample matière à réflexion. »

Direction.

« La théorie de la régulation monétaire, que présente Jacques Rueff, explique des faits que la théorie classique était inapte à interpréter. Elle mérite donc de subir l'épreuve de la discussion et, de plus, d'être soumise à de minutieuses vérifications économétriques. Cette théorie conduit non point au laisser-faire, mais à une politique monétaire consciente... Puissent les gouvernements responsables tenir compte de la contribution apportée par Jacques Rueff à la solution du problème, « lancinant », en effet, des balances de paiements. »

Louis VALLON,
Notre République.

« L'ouvrage de M. Jacques Rueff a l'immense mérite de poser en toute clarté les principaux problèmes dont la solution commande le développement de l'économie mondiale. Remettant en cause un certain nombre d'idées que l'on pouvait, un peu vite, croire définitivement acquises, il propose aux Gouvernements et aux autorités monétaires des grandes puissances financières une méthode de remise en ordre du système des paiements internationaux. »

Revue du Marché Commun.

Les Éditions Payot, Paris ont également publié de Jacques RUEFF :

L'AGE DE L'INFLATION

Un vol. de la collection « Études et Documents Payot », 152 pages.

« Que cet ouvrage d'une lecture aisée soit médité. Il contient un grave avertissement que nul ne saurait négliger en raison de la qualité de son auteur. »

Revue d'Économie Politique.

«Un cri d'alarme devenu d'une brûlante actualité... Lucide et passionné. »

Les Échos.

« Ce livre, remarquablement écrit, passionnera le grand public et le convaincra que le très bel instrument que constituait l'étalon-or n'a pas été remplacé et que, faute d'une politique monétaire saine, de très graves dommages sont à craindre... »

Le Figaro.

« Il faut lire et relire attentivement cet ouvrage qui dissèque et explique avec virtuosité le processus et les dangers des hausses perpétuelles du coût de la vie, sources de déceptions, de revendications et d'irritations généralisées. »

Revue Politique et Parlementaire.

« Cet ouvrage constitue une solennelle mise en garde contre les dangers de l'inflation. Non seulement l'expérience monétaire et la théorie économique montrent les déséquilibres qu'elle implique, mais encore, au point de vue de l'éthique sociale, l'inflation, « processus satanique », pervertit producteurs et consommateurs, engendre des monstres et compromet l'avenir de l'humanité. »

Direction.

« Chacun lira avec intérêt et profit ces analyses, qui devraient préluder à un redressement devenu indispensable, si l'on veut éviter demain la catastrophe. »

Opinion Économique et Financière.

« Des avertissements que la réalité confirme impitoyablement. »

Bulletin de Paris.

« M. Jacques Rueff est, on le sait, un partisan convaincu et même passionné de l'étalon-or... A son sens, la cause essentielle de l'inflation et des autres maux dont souffre le monde dans le domaine monétaire, avec de graves conséquences économiques et politiques, se trouve dans l'abandon de ce système régulateur automatique et l'adoption du *gold exchange standard*. Il le démontre avec une logique inattaquable et l'autorité d'un expert de renommée mondiale. »

Le Monde Diplomatique.

Si vous êtes intéressé par les volumes de cette collection et si vous désirez être tenu au courant des publications des Éditions Payot, Paris, envoyez vos nom et adresse (et vos suggestions éventuelles) à :

ÉDITIONS PAYOT, PARIS
106, boulevard St-Germain, Paris (6e)

LE LANCINANT PROBLÈME DES BALANCES DE PAIEMENTS

Depuis de nombreuses années, Jacques Rueff n'a cessé d'inviter les gouvernements à reconsidérer de manière fondamentale le problème des échanges internationaux.

La question qu'il tente de résoudre dans cet ouvrage est simple : dans les conditions présentes, les balances de paiements sont-elles le produit des comportements discrétionnaires de toutes les parties qui concourent à les former, ou sont-elles commandées par des influences monétaires efficaces ?

Le problème ainsi posé n'est pas seulement de théorie économique. La réponse qui y sera faite exercera une influence déterminante sur la politique économique, en affectant directement les modalités (donc l'ampleur) des échanges internationaux, et même les relations humaines entre ressortissants de domaines monétaires différents : elle est donc au premier rang de toutes les questions sociales.

La théorie proposée par Jacques Rueff représente une contribution capitale à la solution du problème des balances de paiements. On souhaite qu'elle soit écoutée et mise en œuvre avant qu'une nouvelle crise économique (provoquée par l'effondrement du gold-exchange-standard) démontre aux hommes, une fois de plus, que les questions monétaires sont des questions sérieuses.

PAYOT, 106 Bd Saint-Germain, PARIS

IMP. GROU-RADENEZ, PARIS

14,00 F (+ T. L.)