

Monnaie et mécanismes monétaires en France de 1878 à 1939

Jean-Marcel Jeanneney

Pendant les années 1878 à 1938 la France a expérimenté les principaux systèmes monétaires possibles. Cela permet d'apprécier le degré d'efficacité des mécanismes régulateurs qu'ils mettent en jeu, ainsi que leurs effets perturbateurs.

De 1878 à 1914 le franc a fondé sa valeur sur des pièces d'or, qui circulaient en même temps que des billets convertibles, d'un montant plus élevé. Grâce à ce système une parfaite fixité des cours du change du franc en les autres monnaie-or fut assurée et, grâce aussi à quelques facteurs fortuits, une remarquable stabilité du coût de la vie fut obtenue. Les liquidités furent toujours adaptées aux exigences des affaires. Certes les excédents de la balance des paiements courants furent excessifs, aux dépens de la croissance, mais la responsabilité en incombe à des facteurs sociologiques.

De 1914 à 1928 le franc fut une monnaie de papier, abstraite. De 1919 à 1926 son pouvoir d'achat s'amenuisa, davantage à cause de dépréciations spéculatives du cours du change que d'émissions excessives de monnaie. De décembre 1926 à juin 1928 une spéculation à la hausse du franc, qui était stabilisé en fait, provoqua d'amples entrées de capitaux, dont les effets furent inflationnistes.

De 1928 à 1936 la convertibilité des billets, à un taux fixe, en lingots d'or, sans circulation de pièces d'or, n'évita pas que la balance des paiements courants soit d'abord largement excédentaire, puis fortement déficitaire. Elle n'empêcha pas une ample modification du cours du franc en livre sterling en 1931 et en dollar en 1933. Elle n'assura pas une stabilité des prix, qui furent d'abord en hausse, puis en baisse, à l'inverse de ce qui advenait dans le même temps à l'étranger.

De 1936 à 1938 le franc fut à nouveau un papier monnaie, dont le pouvoir d'achat interne se détériora rapidement et le taux de change bien plus encore.

La restauration de mécanismes régulateurs résultant de la circulation de pièces d'or étant aujourd'hui irréalisable, on doit se résigner à l'usage de monnaies abstraites, en dépit de mécomptes récents comme anciens. Pour tenter de doter néanmoins les économies de bonnes monnaies on ne peut plus espérer qu'en l'institution de banques centrales indépendantes des pouvoirs politiques et coopérant étroitement entre elles.

L'actuelle instabilité des cours des changes dans le monde perturbe et entrave le commerce international. Le manque de confiance dans le pouvoir d'achat futur des monnaies maintient les taux d'intérêt à des niveaux élevés, ce qui freine l'investissement. La croissance s'en trouve gravement compromise. Aussi de bonnes monnaies apparaissent-elles aujourd'hui, après qu'on en ait trop longtemps méconnu l'utilité, indispensables à un fonctionnement satisfaisant des économies.

L'étude des mécanismes capables de conserver à une monnaie sa valeur et de ceux qui risquent de l'amputer ne doit pas se limiter à des analyses théoriques. Elles risquent d'être trop simplistes pour bien rendre compte d'une réalité où données matérielles, règles juridiques et attitudes psychologiques s'entremêlent. Seule l'histoire, où des expériences multiples s'inscrivent, voulues ou subies par les contemporains, permet de prendre la mesure de cette complexité.

Le passé de la monnaie française est fécond en aventures contrastées. J'ai choisi de retracer ici ce qui lui advint de 1878 à 1938. Le 1^{er} janvier 1878 est le jour où sept ans après la guerre franco-allemande la convertibilité en pièces d'or ou d'argent des billets de la Banque de France fut officiellement rétablie. Le 5 mai 1938 est celui où le franc papier reçut son ultime définition avant la seconde guerre mondiale. Soixante années que les économistes d'aujourd'hui connaissent peu, au long desquelles la monnaie fut d'or, puis de papier selon des modalités assez diverses pour que presque tous les systèmes possibles aient été pratiqués. Bien qu'aujourd'hui le monde soit à beaucoup d'égards très différent d'alors, des enseignements peuvent être glanés dans le récit de ces temps déjà relativement lointains.

Les origines du franc

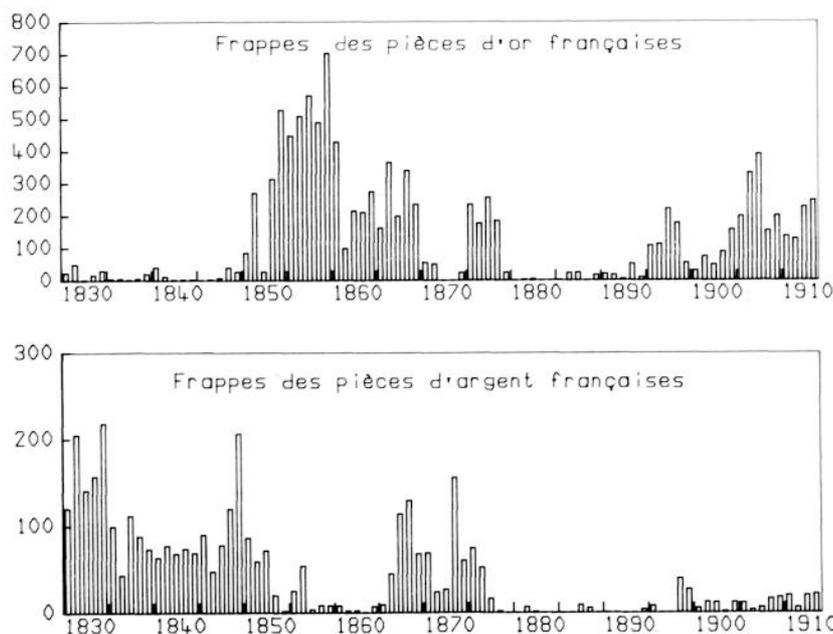
Un décret du 28 thermidor an III (15 août 1795) créant le franc l'avait défini comme constitué d'une pièce d'argent de cinq grammes au titre de neuf cent millièmes de fin ⁽¹⁾. Une loi du 25 germinal an IV (14 avril 1796) avait édicté que la pièce d'argent de cinq francs devait être « reçue pour cinq livres un sou trois deniers tournois » ⁽²⁾, établissant par là une correspondance légale entre la monnaie de compte de l'ancien régime et la nouvelle unité monétaire. Une loi du 7 germinal an XI (28 mars 1803) l'avait conjointement défini par un poids d'or, établissant ainsi entre la valeur monétaire de l'or et celle de l'argent un rapport légal tel qu'un gramme d'or valait 15,5 fois plus de francs qu'un gramme d'argent ⁽³⁾. Quiconque pouvait, à volonté, faire frapper des pièces d'argent et des pièces d'or du poids fixé par la loi.

(1) J.-M. Jeanneney et M. Perrot, textes de *Droit économique et social français*, p. 73, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques 1957, Paris, 712 p.

(2) *Ibid.*, p. 83

(3) *Ibid.*, p. 99

Ce bimétallisme n'était pas sans avantages. Lorsqu'une monnaie n'est faite que d'un seul métal précieux, il est à craindre que, pour des raisons géologiques ou techniques, sa production ne suffise pas à accroître la masse monétaire à proportion du développement des affaires, ce qui freinerait la croissance économique, ou qu'au contraire elle soit excessive, ce qui élèverait le coût de la vie. Le bimétallisme réduit un peu ce risque, l'insuffisance de la production d'un métal pouvant, par chance, se trouver compensée par une relative abondance de l'autre. De fait jusqu'en 1850 ce fut l'argent qui fournit la plus grande part de l'accroissement de monnaie manuelle nécessaire à l'économie française [1]*. Ensuite jusqu'en 1870 ce fut l'or, dont la production s'était considérablement accrue à partir de 1845. Mais lorsque entre 1860 et 1870 la production mondiale d'argent, se développant à son tour, notamment aux Etats-Unis, eut presque doublé, tandis que celle de l'or demeurait stationnaire, la valeur marchande de l'argent tendit à baisser par rapport à celle de l'or, si bien qu'il allait devenir très avantageux pour quiconque de faire frapper des pièces d'argent [2]. La circulation monétaire métallique aurait été bientôt envahie de ces pièces, que leur poids rendait incommodes et dont la prolifération aurait menacé la stabilité des prix. C'est pourquoi une loi ratifiant une convention internationale avait en 1874 limité la frappe libre de l'argent ⁽⁴⁾. Elle fut définitivement supprimée en 1876 ⁽⁵⁾.



1. Frappes d'or et d'argent

Source : planche V4.

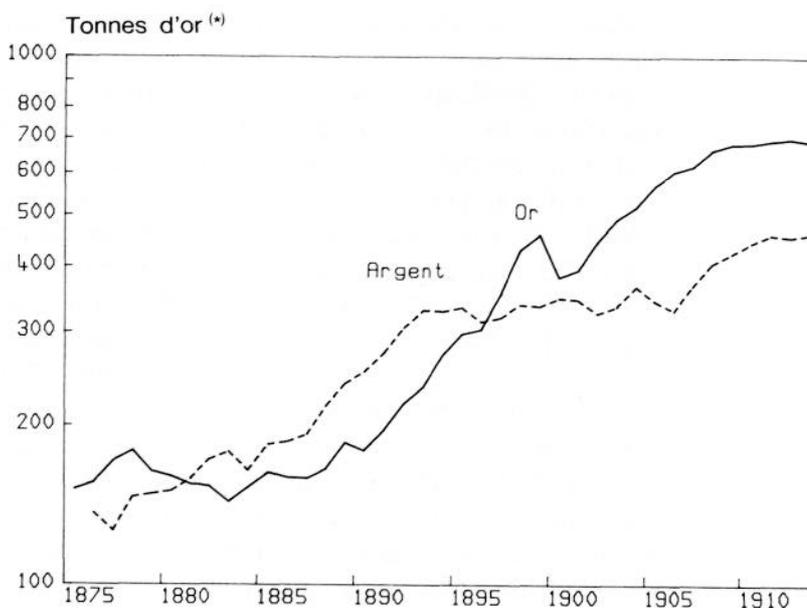
Note : Les sources de tous les graphiques sont celles des diagrammes publiés dans J.-M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney, *Les économies occidentales du XIX^e siècle à nos jours*, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, 1985, et qui sont indiquées au tome 2 aux pages 265 à 267 et 275 à 311. Au-dessous de chacun des graphiques figure le numéro de planche correspondante de cet ouvrage.

* Les graphiques auxquels il est renvoyé (numérotés de 1 à 31) sont indiqués par un chiffre entre crochets. Une table des graphiques est donnée en annexe.

(4) *Ibid.*, p. 242

(5) *Ibid.*, p. 243

2. Production d'or et d'argent dans le monde



Source : planche V3.

(*) L'échelle pour l'argent est celle de l'or multipliée par 15 ½.

Ainsi au début de la période étudiée ici le système monétaire français n'était-il plus qu'un « bimétallisme boiteux », la valeur marchande de l'argent constitutif des pièces étant devenue inférieure au nombre de francs inscrit sur leur avers. Désormais seul l'or servait de fondement à la valeur du franc.

Dès sa création le 28 pluviôse An VIII (18 janvier 1800) la Banque de France avait eu l'obligation de payer en espèces ses billets « au moment où ils lui seraient présentés »⁽⁶⁾. Cette convertibilité avait été suspendue, pour cause de Révolution, du 15 mars 1848 au 6 août 1850, en même temps que les billets devenaient monnaie légale⁽⁷⁾. Elle l'avait été à nouveau le 12 août 1870 en raison de la guerre franco-allemande⁽⁸⁾. En fait dès 1873 la Banque de France avait repris le remboursement de ses billets en or ou en argent ; mais c'est seulement le 1^{er} janvier 1878 qu'obligation lui en fut faite⁽⁹⁾.

(6) *Ibid.*, p. 94

(7) *Ibid.*, p. 174

(8) *Ibid.*, p. 229

(9) *Ibid.*, p. 230

De 1878 à 1913 des pièces d'or comme étalon

Les monnaies en circulation

En 1878 des pièces d'or de 100 F, de 50 F, de 20 F et de 10 F étaient en usage, et aussi quelques-unes de 40 F et de 5 F, anciennes, mais ayant toujours cours. La pièce d'or la plus couramment utilisée était celle de 20 F, qui mesurait 21 mm de diamètre et pesait 6,4561 grammes au titre de 900 millièmes de fin. On l'appelait un « Louis ». Les pièces d'argent étaient de 5 F, 1,50 F et 20 centimes. Celle de 5 F, dite écu, ou encore « pièce de cent sous », avait 37 mm de diamètre et pesait 25 g à 900 millièmes de fin. Le poids des autres était de 5 g pour un franc, mais seulement à 835 millièmes de fin. Les pièces de bronze étaient de 10, 5, 2 et 1 centimes, avec des diamètres de 30, 25, 20 et 15 mm ; elles pesaient 1 gramme par centime. Seules les pièces d'or et les écus d'argent avaient un pouvoir libératoire illimité, c'est-à-dire qu'elles devaient être obligatoirement acceptées par tout créancier, si élevé que soit le montant du paiement. Celui des autres pièces d'argent et de celles de bronze était limité ⁽¹⁰⁾. La valeur totale des pièces de monnaie en circulation atteignait environ 10 milliards de francs, dont plus de la moitié de pièces d'argent.

Les billets de la Banque de France avaient cours légal depuis 1870 et devaient donc être acceptés comme des pièces d'or. Ils étaient de 500 F, 200 F, 100 F et 50 F ⁽¹¹⁾. En 1878 le montant des billets en circulation était de 2,3 milliards. Le pouvoir d'achat d'un billet de 50 F était d'environ 1 000 F actuels ; il ne pouvait donc guère servir aux paiements quotidiens, qui devaient être faits en pièces.

Les dépôts à vue dans les banques donnaient lieu à des paiements par chèque ⁽¹²⁾ ou virement ou à des domiciliations d'effets de commerce. Mais cette monnaie scripturale était d'usage restreint. Alors que quiconque pouvait utiliser des billets, peu de personnes étaient titulaires d'un compte en banque permettant de tirer des chèques, car les banques n'avaient de guichets que dans les villes et en petit nombre. Seules des entreprises et des citoyens fortunés utilisaient des chèques. On évalue à 2 milliards les dépôts bancaires en 1880.

Des effets de commerce, billets à ordre ou lettre de change, qui étaient des instruments de crédit à court terme, constituaient, en même temps, des moyens de paiement alors très utilisés dans les affaires. Substitut de la monnaie légale, chacun d'eux naissait d'une décision

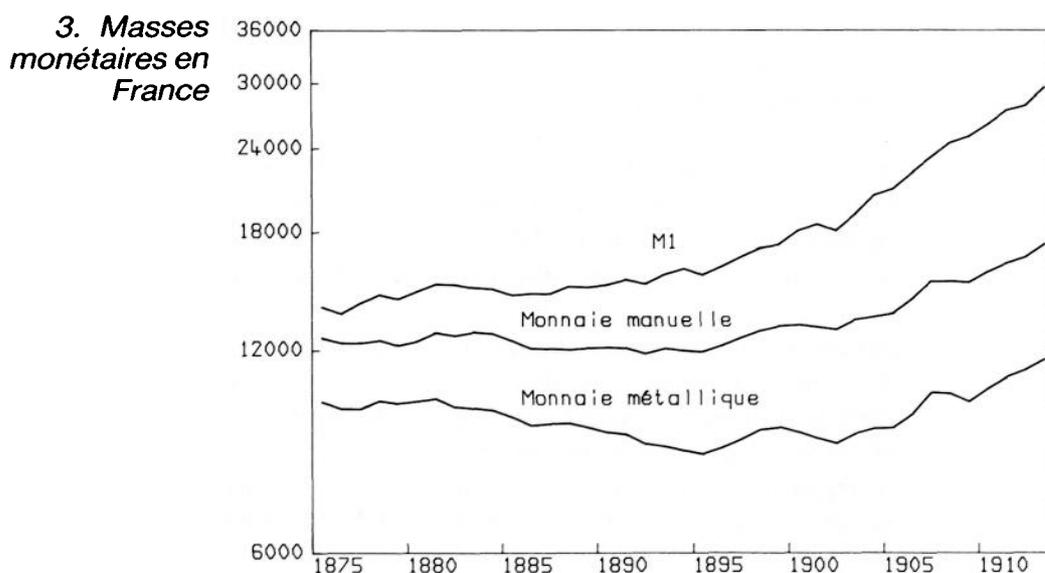
(10) Convention monétaire du 5 novembre 1878, art. 5, *Ibid.*, p. 244.

(11) G. Ramon, *Histoire de la Banque de France d'après des sources originales*, Grasset 1922, Paris, 503 p., cf. p. 318, note 4.

(12) L'usage du chèque avait été pour la première fois réglementé en France par une loi du 14 juin 1865. J.-M. Jeanneney et M. Perrot, *Op. cit.* p. 218.

privée et disparaissait au jour de son échéance. Monnaie éphémère, sans cesse renouvelée, échappant à tout contrôle, sa quantité n'était pas mesurable.

Entre 1878 et 1913 l'importance relative de ces diverses sortes de monnaies s'est modifiée [3]. Les pièces d'or et les écus d'argent de 5 F constituaient 68 % de la masse monétaire totale en 1880, seulement 38 % en 1913. Dans le même temps la part des billets et aussi celle de la monnaie scripturale se sont élevées progressivement de 15 à 30 % chacune. Celle des monnaies divisionnaires demeura entre 1 et 2 %.



Source : planches V1 et V2.

L'or est le fondement de la valeur de toutes les monnaies françaises

La frappe libre de l'argent ayant été abolie, la valeur de toutes les monnaies alors en usage, si diverses qu'elles fussent, avait l'or pour même fondement, ce métal que ni la chaleur, ni l'eau, ni l'air ne peuvent détériorer. Sa beauté et sa rareté font que, depuis des temps immémoriaux, les hommes ont été désireux d'en posséder, confiants que partout et toujours ils pourraient l'échanger contre les biens ou services qu'ils désireraient, tant il est vrai qu'il est « tenu éternellement et universellement comme la valeur inaltérable et fiduciaire par excellence »⁽¹³⁾.

Les particuliers qui désiraient faire donner à l'or possédé par eux la forme de monnaies françaises en avaient la liberté. Depuis le 1^{er} janvier 1880 ils ne pouvaient plus, il est vrai, le confier pour cela à une entreprise privée, fut-elle placée, sous la surveillance des pouvoirs

(13) Ch. de Gaulle. Conférence de presse du 4 février 1965 in : *Discours et messages*, Plon, Paris, tome 4 p. 337.

publics ⁽¹⁴⁾. Ils devaient l'apporter à l'Hôtel des Monnaies de Paris, administration publique ; mais cela importait peu. Un « bon de monnaie » était délivré à l'apporteur, après « essai » du métal, à raison de 3 437 F par kilo d'or fin, alors que, selon la définition du franc résultant de la loi de germinal, la valeur d'un kilo d'or fin aurait dû être de 3 444,44 F. La différence correspondait au tarif des frais de fabrication ⁽¹⁵⁾. Le bon de monnaie était payable à son détenteur dans les dix jours ; mais toute monnaie légale — pièces d'argent de cinq francs ou billets de la Banque de France — pouvait servir aussi bien que des pièces d'or à l'acquitter. Si le déposant du bon de monnaie demandait à recevoir des pièces d'or neuves, l'administration devait lui en donner ; mais elle était alors en droit de lui imposer un délai supérieur à dix jours, ce qui, par le jeu des intérêts, alourdissait quelque peu les frais de l'opération.

Dès que le prix de 0,32258 grammes d'or s'abaissait sur le marché des métaux précieux un peu au-dessous de 1 F des arbitrages étaient opérés, consistant à apporter de l'or à l'Administration des monnaies pour qu'il soit frappé en pièces ou payé en monnaie légale. Le débouché ainsi assuré à l'or par sa transformation en monnaie empêchait que son prix baissât en France au-dessous de celui rendant avantageux sa monétarisation. Le prix de l'or ne pouvait non plus s'élever sensiblement au-dessus, car on s'en serait procuré à son prix officiel en prélevant des pièces dans la circulation ou en demandant à la Banque de France le remboursement de billets en or. A vrai dire la Banque de France avait, par une anomalie d'origine historique, le choix de rembourser ses billets en écus d'argent ou en or. Mais bien que depuis la suppression de la frappe libre de l'argent ce métal se soit déprécié dès 1880 de 15 % par rapport à l'or et bien davantage ensuite, cela était sans importance, car même si la Banque usait de son droit d'imposer un remboursement en écus d'argent, ce qu'elle ne faisait d'ailleurs plus guère, il était possible d'échanger à peu de frais les écus ainsi reçus contre des pièces d'or auprès de banques ou de particuliers, puisqu'ils avaient encore un pouvoir libératoire illimité.

Le mécanisme de la frappe libre de l'or assurait, sur tous les marchés du monde, une quasi équivalence entre le pouvoir d'achat du franc et celui du poids d'or le définissant. Cette équivalence ne se limitait pas aux francs représentés par des pièces d'or, mais s'étendait aux pièces d'argent et aux billets, puisqu'ils étaient convertibles en pièces d'or, et aussi à la monnaie scripturale, puisque les détenteurs de dépôts à vue pouvaient en demander à tout moment le remboursement et que, si la banque choisissait de l'effectuer en billets, ceux-ci étaient convertibles en métal précieux à la Banque de France.

Comment et dans quelle mesure un tel système monétaire a-t-il été capable d'assurer, au fil des ans, une fixité des cours du franc sur les marchés des changes, de contribuer à une stabilité des prix, de concourir au maintien d'une bonne balance des paiements courants et de

(14) Loi du 31 juillet 1879, J.-M. Jeanneney et M. Perrot, Op. cit. p. 99.

(15) A. de Foville in : Y. Guyot et A. Raffalovitch, *Dictionnaire de l'industrie et de la banque*, Guillaumin 1900, Paris, tome 2, p. 941.

permettre une croissance économique aussi rapide que les progrès techniques la rendaient possible ?

Pour répondre à ces questions il faut recourir à des analyses de mécanismes économiques et à des observations historiques.

Les effets de l'étalon-or sur le cours du change

Les taux de change du franc en celles des monnaies étrangères qui étaient elles-mêmes constituées de pièces d'or et de billets convertibles en or résultaient des poids d'or respectifs définissant le franc et chacune de ces autres monnaies. Ces parités métalliques étaient de 25,221 F pour une livre sterling, de 5,183 F pour un dollar, de 1,235 F pour un mark.

Si, par suite de fortes demandes de francs sur le marché des changes, son cours s'élevait assez au-dessus de sa parité métallique avec l'une ou l'autre de ces monnaies pour qu'on puisse, en échangeant des francs contre cette monnaie, se procurer de l'or à l'étranger avec un nombre de francs quelque peu inférieur à 3 437 F le kilog d'or fin, il devenait avantageux d'importer de l'or en France afin d'y obtenir des pièces françaises ou des billets de banque, dont la valeur serait légèrement supérieure au prix d'achat de cet or à l'étranger majoré des frais de transport. Si, au contraire, le cours du change français s'abaissait suffisamment au-dessous de sa parité métallique, l'or était prélevé dans la circulation ou demandé à la Banque de France, en échange de billets, pour être exporté. Ces entrées ou sorties d'or spontanées, en soldant sans recourir au marché des changes l'excédent ou le déficit des paiements extérieurs qui avait commencé à provoquer une hausse ou une baisse du franc, empêchaient que cette hausse ou cette baisse s'accroût.

Ainsi les variations du cours du change du franc en des monnaies effectivement convertibles en or se trouvaient limitées étroitement. Ces limites, dites points d'entrée ou de sortie d'or, variaient selon la monnaie étrangère considérée en fonction du coût du transport du métal précieux d'un pays à l'autre et aussi de la durée de ce transport, qui faisait perdre des intérêts.

La convertibilité en or des billets libellés en franc, en dollar des Etats-Unis, en livre sterling, en mark, en florin, en franc belge ou suisse, n'ayant jamais été suspendue jusqu'en 1914, le change du franc français s'est trouvé toujours maintenu à moins de 1 % de part et d'autre des parités métalliques de ces monnaies. En livre sterling les écarts de la valeur du franc par rapport à la parité métallique n'excédaient jamais 0,6 %. Nul doute que c'est bien le système monétaire en vigueur qui a assuré cette stabilité, car des mouvements d'or ont constamment eu lieu aux frontières pour solder le déficit ou l'excédent des balances totales des paiements. Les importations nettes d'or en France ont souvent dépassé 200 millions l'an⁽¹⁶⁾.

(16) M. Saint-Marc, *Histoire monétaire de la France 1800-1890*, PUF, 1983, Paris, 441 p., cf. p. 22.

Avec les francs suisse et belge, la lire italienne et la drachme grecque le change du franc mettait en jeu un mécanisme supplémentaire institué par la Convention monétaire du 5 novembre 1878, dite de l'Union latine⁽¹⁷⁾. Chacun des Etats émetteurs de l'une de ces monnaies s'était engagé à admettre en paiement dans ses caisses publiques les pièces d'or et d'argent de l'un ou l'autre des cinq Etats. Grâce à quoi ces pièces avaient indistinctement cours dans tous les Etats membres de cette Union, les particuliers n'ayant aucune raison de les refuser puisqu'elles avaient un pouvoir libérateur auprès des Trésors de chaque Etat. Toutefois aux époques où la lire ou la drachme furent inconvertibles cela n'aurait pas suffi à limiter les variations des cours en franc des billets si un trop fort déficit des paiements extérieurs italiens ou grecs était survenu.

En d'autres pays⁽¹⁸⁾ dont la monnaie était définie par un poids d'or et où circulaient des pièces d'or les billets n'ont pas non plus été constamment convertibles en or. Ainsi en fut-il au Portugal, en Espagne, en Russie. Selon que leur émission y était plus ou moins strictement réglementée, leurs cours en francs fluctuaient. Mais leur dépréciation n'a généralement pas excédé 10 %, sans quoi les monnaies d'or auraient complètement disparu du pays, ce qui n'est pas advenu.

Les monnaies de certains Etats étaient à cette époque encore définies par un poids d'argent et les pièces d'argent y avaient seules pouvoir libérateur. C'était le cas notamment de la piastre indochinoise, du dollar de Hong-Kong, du rial iranien et jusqu'en 1893 de la roupie indienne, jusqu'en 1897 du sol péruvien, jusqu'en 1905 du dollar mexicain. Depuis qu'en 1873 la frappe libre de l'argent avait été abolie en France le cours du franc en ces monnaies variait à l'inverse du prix commercial de l'argent exprimé en monnaie d'or. Ainsi ces monnaies d'argent, qui s'étaient dépréciées déjà de 15 % entre 1873 et 1880, perdirent encore moitié de leur valeur jusqu'en 1903. Puis cette valeur oscilla fortement jusqu'en 1914 [4].

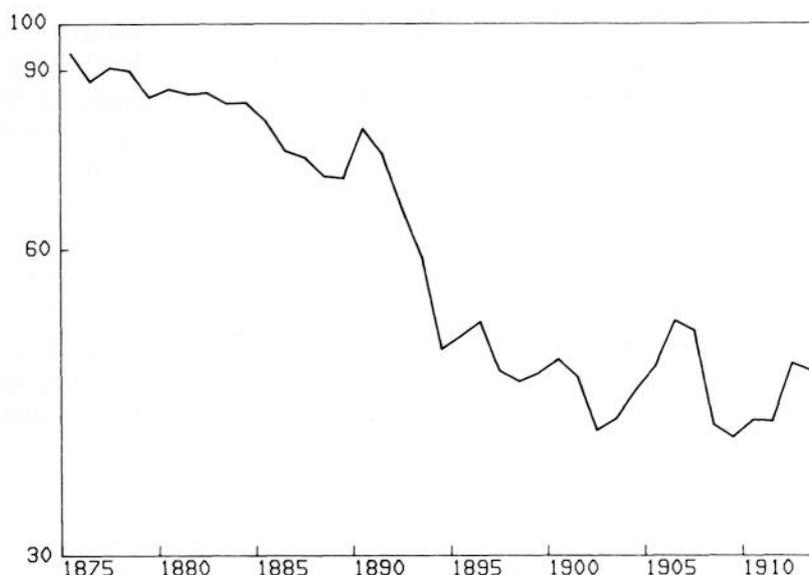
Enfin quelques pays avaient des monnaies de papier dont la définition en or ou en argent n'était que théorique. Il en était ainsi du peso argentin, du cruzeiro brésilien et de la livre turque. Leurs cours en franc dépendaient entièrement des offres et demandes qui en étaient faites sur les marchés mondiaux.

Les variations des cours en franc des monnaies d'argent et des monnaies de papier avaient relativement peu de conséquences pour l'économie française, le commerce extérieur de la France s'effectuant à raison de plus des trois-quarts avec des pays à étalon-or.

(17) J.-M. Jeanneney et M. Perrot, *Op. cit.*, p. 244.

(18) A. de Foville, in : Y. Guyot, *Op. cit.*, tome 2, p. 818 à 825 — R. Sédillot, *Le drame des monnaies*, Sirey éd., 1937, Paris, 243 p. — A. Arnauné, *La monnaie, le crédit et le change*, Alban 1913, Paris, 564 p.

4. Dépréciation de l'argent par rapport à l'or (*)



Source : planche V3.

(*) La valeur 100 de l'argent dans le système bimétalliste antérieur où la valeur de l'argent était 15 fois $\frac{1}{2}$ moindre que celle de l'or.

Les mécanismes d'action du système monétaire sur les prix, la balance des paiements et l'activité

Les besoins de monnaie qu'éprouvent les particuliers et les entreprises varient au cours du temps. Lorsque l'activité économique se développe et que le niveau de vie s'élève la valeur totale des paiements à effectuer chaque jour s'accroît, à moins que les prix ne baissent. Le passage des monnaies de main en main peut certes s'accélérer en cas de besoin, mais non pas indéfiniment, car chaque entreprise et chaque particulier doit disposer, en fonction de son chiffre d'affaires, d'une encaisse moyenne minimum, qui permette de faire face aux décalages, plus ou moins irréguliers, des recettes et des dépenses au cours du temps. Il est donc souhaitable que les quantités de monnaie disponibles dans un pays puissent augmenter suffisamment quand l'activité économique s'y intensifie, sans quoi une baisse des prix surviendrait, qui freinerait malencontreusement l'activité. Lorsque à l'inverse l'offre de biens produits vient à fléchir, il est sain que les quantités de monnaie diminuent, afin que les encaisses ne deviennent pas pléthoriques, ce qui risquerait, en permettant une demande de biens supérieure à l'offre de marchandises, d'engendrer des hausses de prix perturbatrices.

A défaut d'une telle élasticité monétaire, la stabilité des prix et la croissance des productions sont compromises.

Par quels mécanismes les quantités des diverses sortes de monnaie en usage de 1878 à 1913 étaient-elles susceptibles d'augmenter ou de diminuer comme il était souhaitable ?

L'absence d'élasticité des quantités de monnaies divisionnaires

Les pièces de bronze n'étaient jamais fabriquées que sur décision ministérielle. Depuis 1876 la quantité de pièces d'argent ne pouvait non plus augmenter que si les pouvoirs publics décidaient de faire frapper et mettre en circulation des pièces neuves. D'autre part ces pièces, qu'elles fussent de bronze ou d'argent, ne disparaissaient qu'accidentellement, car la valeur marchande du métal dont elles étaient faites étant inférieure à leur valeur faciale, personne n'avait avantage à les fondre ou à les exporter. Il n'y avait donc aucune adaptation automatique des quantités de ces monnaies divisionnaires aux besoins de petits moyens de paiement. C'est aux pouvoirs publics qu'il incombait de l'assurer selon les variations du coût de la vie et du volume des transactions. Le prix de revient de ces monnaies étant bien inférieur à leur valeur, l'Etat pouvait être tenté d'en émettre plus qu'il n'était nécessaire, afin d'en tirer une ressource budgétaire. En fait la quantité de ces monnaies est restée à peu près stable jusqu'en 1897, mais a ensuite augmenté sensiblement, au point d'avoir doublé en 1913, ce qui excédait sans doute un peu le nécessaire ⁽¹⁹⁾.

Une élasticité à long terme et incertaine des quantités de pièces d'or et de billets résultant de la production mondiale d'or

Lorsque, face à une demande croissante pour la bijouterie, l'industrie ou la thésaurisation, la production mondiale d'or stagnait, son prix s'élevait au-dessus de la valeur nominale de toutes les monnaies définies par un poids d'or. L'or produit cessait donc d'être apporté aux hôtels des monnaies ou aux banques d'émission. Parfois même des pièces étaient fondues ou des lingots retirés des caves de ces banques moyennant une ponction d'égale valeur sur les billets en circulation. Lorsque, au contraire, une production d'or plus abondante excédait les demandes privées, son prix s'abaissait au-dessous de la valeur nominale des monnaies d'or. Une partie des quantités produites était alors monétarisée dans les pays à étalon-or, sous forme de pièces frappées ou de billets émis en échange de lingots.

Rien ne garantissait que ce mécanisme de marché aboutisse à des destructions ou à des créations de monnaies dans le monde précisément lorsque les variations de l'activité économique les rendaient souhaitables. On pouvait même craindre des cercles vicieux. Une thésaurisation ou une utilisation industrielle d'or supérieure à sa production, en raréfiant la monnaie, risquait de provoquer un ralentissement de l'activité dans le monde et, par là, des baisses des prix, qui, en rendant toute thésaurisation avantageuse, l'encouragerait. Au contraire un excès de production d'or, en gonflant les masses monétaires au-delà des besoins résultant de l'activité, risquait de susciter, à plus ou moins brève échéance, des hausses néfastes des prix mondiaux, qui, en en faisant prévoir d'autres, inciterait à une déthésaurisation génératrice de hausses de prix plus fortes encore.

(19) M. Saint-Marc, *Op. cit.*, p. 22 et 23.

Cependant la production d'or pouvait avoir à plus ou moins longue échéance un effet régulateur sur les prix. Une baisse générale des prix des biens et services dans le monde, en réduisant le coût d'extraction des minerais, favorisait une augmentation de la production mondiale d'or et, par là, des masses monétaires, ce qui facilitait un redressement des prix ; mais une dizaine d'années au moins étaient nécessaires à cela. A l'inverse une hausse générale des prix et donc des coûts nominaux d'extraction avaient chance, en obligeant à fermer les mines les moins rentables, de diminuer la production d'or et de freiner ainsi la hausse des prix. Rien ne garantissait toutefois que cette régulation à long terme ne soit pas perturbée, car, indépendamment du mouvement général des prix, la production d'or pouvait se trouver réduite par l'épuisement de certaines mines, ou à l'inverse accrue par la mise en œuvre de progrès techniques ou la découverte de nouveaux gisements particulièrement riches.

Les effets des entrées ou sorties d'or

Que la baisse du prix de l'or au-dessous de la parité métallique du franc ait été provoquée par une abondante production mondiale d'or ou sa hausse par la stagnation de cette production, ou que cette baisse ou cette hausse soit due aux variations du cours du change du franc résultant d'un excédent ou d'un déficit de la balance des paiements, dans tous les cas les entrées ou sorties d'or en résultant avaient les mêmes effets monétaires en France.

L'or importé qui n'était pas utilisé en orfèvrerie ou par l'industrie était soit frappé en pièces, soit apporté à la Banque de France où il donnait lieu à une émission de billets ou un gonflement des comptes courants créditeurs. Inversement l'or exporté était principalement prélevé soit sur le stock de pièces en circulation soit sur l'encaisse de la Banque de France.

Lorsque les entrées d'or coïncidaient — comme ce fut constamment le cas de 1885 à 1913 — avec un excédent de la balance des paiements courants ayant pour cause un excédent d'épargne sur l'investissement en France, l'abondance monétaire ainsi provoquée était bienfaisante, parce qu'elle favorisait la croissance en stimulant la consommation et l'investissement. Inversement si des sorties d'or avaient été dues à un déficit de la balance des opérations courantes résultant d'un excès de consommation ou d'investissement, elles auraient, en réduisant les quantités de monnaies et en élevant ainsi les taux d'intérêt, freiné consommations et investissements, ce qui aurait contribué à rééquilibrer la balance des opérations courantes.

Mais des mouvements internationaux de capitaux étaient susceptibles de perturber ces mécanismes régulateurs, car les entrées ou sorties d'or dépendaient du solde non de la balance des paiements courants, mais de la balance totale des paiements, donc aussi des mouvements de capitaux. Alors même que la balance des paiements courants était en excédent, des exportations de capitaux pouvaient réduire les importations d'or — c'est ce qui advint presque constam-

ment en France à cette époque — ou même y substituer des exportations, bien qu'il eût été souhaitable qu'une expansion monétaire stimulât la consommation et l'investissement. Inversement des importations de capitaux auraient pu provoquer des entrées d'or, alors qu'il eût fallu freiner la demande intérieure pour combattre un déficit de la balance des paiements courants, déficit qui eût pu être justifié dans un pays neuf, mais non en France, pays déjà anciennement développé.

Cependant d'autres sources de création ou de destruction de monnaie existaient qui, en contrebalançant les entrées ou sorties d'or, étaient susceptibles d'en annuler les effets.

Une élasticité limitée de la monnaie scripturale

La quantité de monnaie scripturale dépendait du volume des crédits consentis par l'ensemble des banques dans la mesure où, utilisés pour effectuer des paiements de compte à compte, par virement ou par chèque, ils donnaient naissance à des dépôts bancaires. Les crédits créant ainsi des dépôts et les dépôts pouvant servir à financer de nouveaux crédits, les banques, sur lesquelles aucun contrôle ne s'exerçait alors, auraient été en mesure de créer de la monnaie scripturale indéfiniment si les détenteurs de dépôts avaient toujours conservé toutes leurs encaisses sous cette forme. Les bénéfices des banques étant d'autant plus grands qu'elles prêtent davantage, elles auraient été tentées de créer, par octroi de crédit, toutes les quantités de monnaie scripturale qui leur étaient demandées, sous la seule condition que leurs clients leur paraissent solvables. Mais comme à cette époque la plupart des paiements étaient en France opérés au moyen de pièces et billets, lorsqu'un accroissement des chiffres d'affaires gonflait la masse des salaires et des profits distribués les entreprises étaient obligées de demander des espèces à leur banque, soit en remboursement des sommes inscrites en dépôt à leur compte, soit au titre des crédits accordés.

Les banques, dès que leurs propres encaisses, toujours faibles, étaient près d'être épuisées, devaient, pour se procurer les billets ou les pièces d'or qui leur étaient demandées, s'adresser à la Banque de France. Opération coûteuse pour elles si le taux des avances de la Banque de France, fixé souverainement par celle-ci, venait à être supérieur à celui qu'elles avaient appliqué à leurs clients. Elles étaient alors contraintes de relever leurs propres taux. Ce renchérissement du crédit pouvait, selon les circonstances, faire malencontreusement obstacle à la poursuite d'une croissance de la production, ou au contraire freiner utilement une demande de biens et de services génératrice d'inflation. Il avait lieu ou non selon ce qu'était la volonté de la Banque de France, maîtresse de son taux d'escompte.

Le rôle de la Banque de France

C'était la Banque de France qui décidait librement par sa politique de l'escompte des quantités de billets mis en circulation en sus de ceux qui étaient représentatifs de son encaisse or et, par là, des crédits plus ou moins abondants que les banques étaient en mesure d'accorder.

La Banque n'était autorisée à émettre des billets — que ce soit en contrepartie d'escompte, d'achat d'or, d'avances sur titres ou d'avances à l'Etat — que dans une limite fixée par la loi, qui depuis 1872 était de 3,2 milliards de francs. Mais cette limite était susceptible d'être relevée par le législateur si besoin était. Elle le fut à 3,5 milliards en 1884, à 4 en 1893, à 5 en 1897, à 5,8 milliards en 1906, à 6,8 en 1911. En fait elle n'a jamais constitué un obstacle à l'augmentation des billets mis en circulation.

La Banque avait certes l'obligation, rétablie depuis le 1^{er} janvier 1878, de rembourser ses billets à vue en pièces d'or ou en pièces d'argent de 5 F, mais cette obligation n'aurait pas créé pour elle un risque réel si elle avait émis trop de billets non couverts par l'encaisse. Car, contrairement à ce qu'il en était dès cette époque pour les instituts d'émission d'autres pays, aucune relation n'avait été établie, ni par la loi, ni par ses statuts, entre la valeur de son encaisse et le montant des billets en circulation. Et aucun minimum d'encaisse n'avait été non plus fixé.

Si d'aventure le remboursement en espèces métalliques de ses billets lui avait été demandé en masse, il lui aurait donc été loisible de puiser sans restriction dans son encaisse. Elle aurait pu d'autre part cesser d'escompter de nouveaux effets et, pour autant qu'elle n'avait pas accepté des signatures d'insolvables, faire ainsi rentrer dans ses caisses en quatre-vingt-dix jours, durée maximum des échéances des effets de commerce escomptés par elle, la quasi totalité des billets correspondant à ses escomptes. Comme en raison du nombre limité de guichets où le remboursement de billets en espèces métalliques pouvait être opéré, il eut fallu plus de trois mois pour effectuer le remboursement de tous les billets, sa solvabilité aurait pu être sauvegardée quelle qu'ait été l'ampleur des escomptes antérieurement consentis. Mais cette brutale restriction des crédits aurait provoqué de grands dommages dans l'économie française.

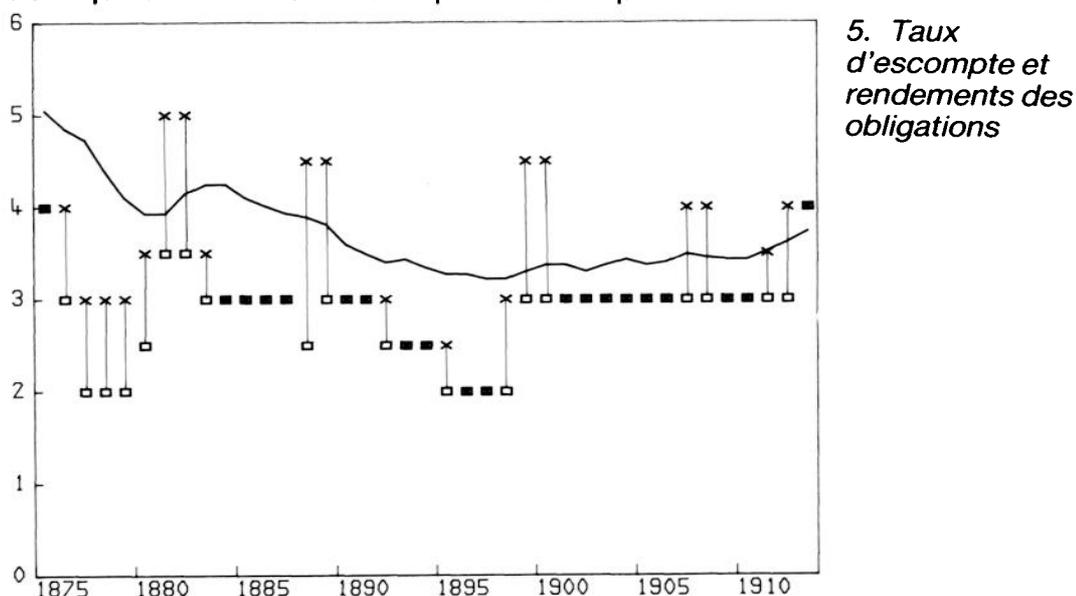
Jusqu'en 1914 la Banque de France ne s'est jamais laissée aller à consentir des escomptes et émettre des billets en excessive abondance parce que, du fait même du privilège d'émission des billets qui lui avait été conféré, elle s'estimait investie d'une responsabilité envers la nation. Son gouverneur et ses deux sous-gouverneurs, nommés par le gouvernement, et ses quinze régents élus par les deux cents actionnaires propriétaires du plus grand nombre d'actions considéraient qu'ils avaient le devoir d'éviter des emballements générateurs de ce qu'on désigne aujourd'hui du mot d'inflation, qui les eussent obligés tôt ou tard à donner un coup de frein dévastateur. En fait il n'y eut jamais de retrait massif. Les demandes de remboursement des billets en pièces d'or de 20 F et en pièces d'argent de 5 F intervenaient essentiellement

pour que puissent être effectués davantage de petits paiements ou des appoints pour lesquels ces pièces étaient nécessaires.

Ces demandes de pièces d'or de 20 F et de pièces d'argent de 5 F aux guichets de la Banque de France — qui n'auraient pas eu lieu si des billets de pareils montants avaient malencontreusement existé — constituaient un utile signal. Les dirigeants de la Banque devaient se demander si ces retraits résultant d'un développement sain de l'économie, il n'y avait pas lieu de s'en inquiéter, ou s'ils étaient la conséquence de consommations ou d'investissements excessifs, auquel cas il convenait, en rendant le recours au réescompte plus coûteux ou en se montrant plus exigeant sur la qualité des signatures, de modérer les crédits octroyés par les banques commerciales.

Quand des pièces d'or et d'argent faisaient, au contraire, retour à la Banque, ce qui manifestait une baisse des revenus due à un marasme des affaires, c'était pour la Banque une invitation à fournir du crédit à meilleur compte ou plus largement.

En fait la Banque de France, qui avait maintenu inchangé son taux d'escompte à 4 % de 1820 à 1847, puis l'avait jusqu'en 1882 amplement fait varier, et souvent plusieurs fois par an, eut ensuite une politique de maniement plus modérée. Elle le modifia d'un point et demi en 1881 et 1882, 1888 et 1889, 1899 et 1900, puis le maintint à 3 % pendant six ans et ne l'éleva très provisoirement que d'un point en 1906 et 1907, 1911 et 1912 [5]. Cette attitude relativement passive fit que la conjoncture économique extérieure et intérieure s'inscrivit dans son bilan. Dans la mesure où les excédents de la balance des paiements courants ne s'accompagnaient pas de prêts à l'étranger, ils vinrent gonfler l'encaisse or de la Banque, qui fit plus que doubler entre 1880 et 1910. Cela augmentant d'autant les billets en circulation, il n'y avait pas lieu d'en accroître les quantités par l'escompte. Aux rares époques où l'encaisse a sensiblement diminué — de 1875 à 1882, de 1895 à 1899, de 1909 à 1912 — le portefeuille d'escompte compensa, partiellement ou totalement, la réduction de ceux des billets en circulation qui avaient l'encaisse pour contrepartie.



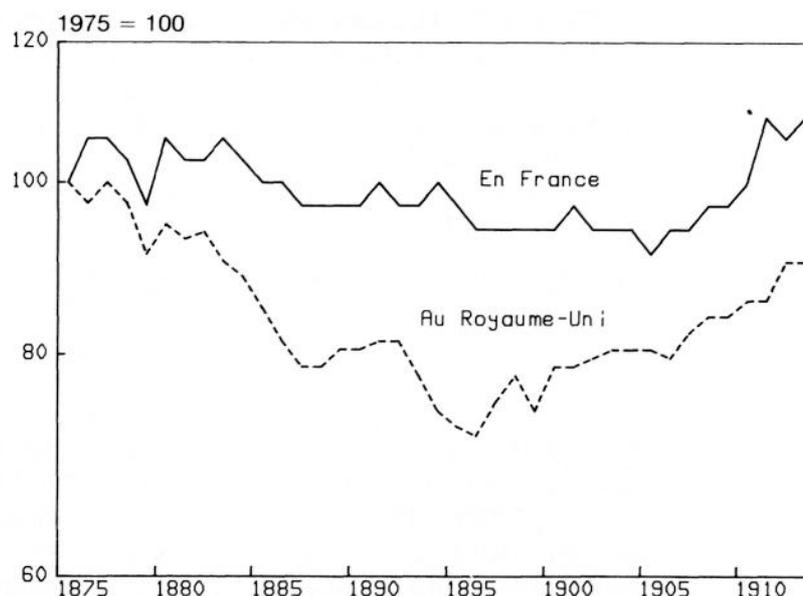
Source : planches V5 et V6.

Les résultats du système monétaire

Le coût de la vie

De 1878 à 1913 le coût de la vie varia remarquablement peu. Certes d'une année à l'autre il s'élevait ou s'abaissait au plus de 1 à 2 %, essentiellement à cause des prix des denrées alimentaires, tributaires des conditions atmosphériques ; mais le plus souvent ces faibles fluctuations eurent tôt fait de se compenser [6]. A peu près stable de 1873 à 1883, le coût de la vie fléchit d'environ 1 % l'an jusqu'en 1887, puis fut en très légère baisse pendant vingt ans et s'éleva de 3 % l'an de 1907 à 1913. Ainsi se retrouva-t-il en 1913 au même niveau qu'en 1878. Quel rôle a eu la monnaie en cela ?

6. Coût de la vie en France et au Royaume-Uni



Source : planche III1.

La baisse des prix des biens de consommation au cours des années 1883 à 1887 coïncide avec une stabilité de la masse monétaire. Ces prix sont presque étales de 1890 à 1907, alors que les quantités de monnaie augmentent un peu, et ils s'élèvent ensuite lorsque ces quantités s'accroissent fortement. La relation est évidente, mais est-ce les mouvements de la masse monétaire qui ont déterminé ceux des prix, ou l'inverse ?

Puisque les variations des quantités de monnaie manuelle ont résulté essentiellement de celles des importations d'or et que la monnaie scripturale ne pouvait croître qu'autant que la demande de monnaie manuelle était satisfaite, on pourrait penser que la masse monétaire française totale a été déterminée essentiellement, indépendamment du mouvement propre des prix, par ce qui venait en France de la production d'or mondiale. La monnaie aurait donc été cause et le mouvement des prix effet.

Mais d'autres données historiques invitent à une interprétation plus nuancée. Le mouvement des prix en France ne pouvait manquer d'être fortement influencé par la concurrence internationale. Elle s'exerçait à l'importation et à l'exportation sur les marchés de biens de consommation et plus fortement encore sur ceux des matières premières ⁽²⁰⁾, sans que le cours du change intervienne, puisqu'il était pratiquement stable avec nos principaux partenaires commerciaux. De 1883 à 1887 la baisse des prix des biens de consommation et de services observée en France a été contemporaine d'une baisse égale dans la plupart des pays à étalon-or et un peu plus forte en Belgique et au Royaume-Uni [6], qui étaient plus ouverts au commerce extérieur. Mais dans la plupart des pays à étalon-or les prix à l'importation continuèrent à baisser jusqu'en 1894, et même plus rapidement, comme aussi les prix à la consommation, tandis qu'en France le coût de la vie était stable. Il le demeura jusqu'en 1907, malgré un retournement à la hausse à partir de 1897 des prix à l'importation en France et du coût de la vie à l'étranger. Enfin de 1907 à 1913 la hausse de 3 % du coût de la vie observée correspond à des hausses équivalentes des biens importés en France et du coût de la vie en Allemagne et en Belgique, sinon au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, où il ne s'élève que de 1 à 2 % ⁽²¹⁾.

Ainsi la baisse du coût de la vie en début de période et sa hausse en fin de période peuvent être expliquées par une action des mouvements de prix extérieurs. Mais de 1887 à 1907 le coût de la vie française échappe à la baisse puis à la hausse des prix étrangers, ce qui implique une cause spécifiquement française. Etait-elle monétaire ? Pour qu'on puisse le penser il eut fallu qu'une expansion monétaire forte en France dans les années 1887 à 1894 contrebattre les effets de la baisse des prix mondiaux et qu'à l'inverse une restriction monétaire au cours des années 1897-1907 freine leur hausse. Il n'en est rien [7]. La croissance de la masse monétaire a été faible en France de 1890 à 1899 et s'est accélérée de 1899 à 1907 [3]. Ce n'est donc pas la monnaie qui a empêché d'abord la baisse des prix, puis leur hausse, bien au contraire ! L'explication de la déconnexion entre prix français et prix étrangers se trouve dans le renforcement du protectionnisme résultant des lois du 7 mai 1881 et du 29 mars 1887 ⁽²²⁾. Des droits spécifiques ayant remplacé les droits *ad valorem* leur montant ne diminuait plus en cas de baisse du prix des produits importés et ne s'élevait pas en cas de hausse de ces prix, ce qui en amortissait les mouvements. D'autre part le commerce extérieur, qui, en pourcent du PIB, avait triplé entre 1850 et 1880, s'est restreint de 1880 à 1907, ce qui réduisit la dépendance de l'économie française envers l'étranger.

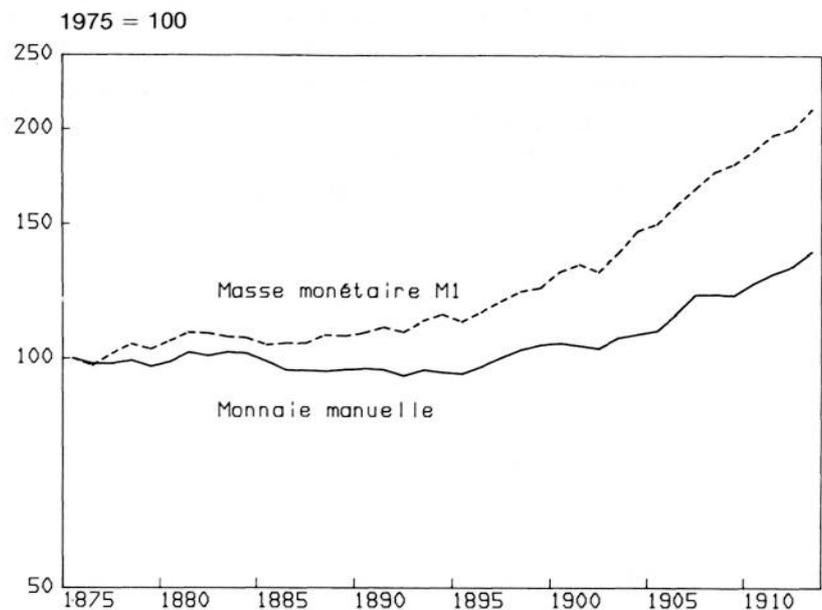
Cependant si la masse monétaire française ne paraît pas avoir eu une action majeure sur les prix français, les mouvements de ceux-ci n'en ont pas moins, par l'intermédiaire des prix mondiaux, dépendu de la production d'or dans le monde. Celle-ci, après avoir décliné quelque

(20) J.-M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney, *Les économies occidentales du XIX^e siècle à nos jours*, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, 1985, Paris, tome 1 diagrammes 328 p., tome 2 commentaires 314 p., planche III 6, tome 1 p. 97, tome 2 p. 100 à 102.

(21) *Ibid.*, planche III 4, tome 1 p. 95, tome 2 p. 97 à 100.

(22) J.-M. Jeanneney et M. Perrot, *Op. cit.*, p. 247 et 254.

7. Indices de liquidités en France



Sources : Calculs de l'auteur, source des données pour la masse monétaire V1 et V2, pour le PNB II11, II12, courbe T.

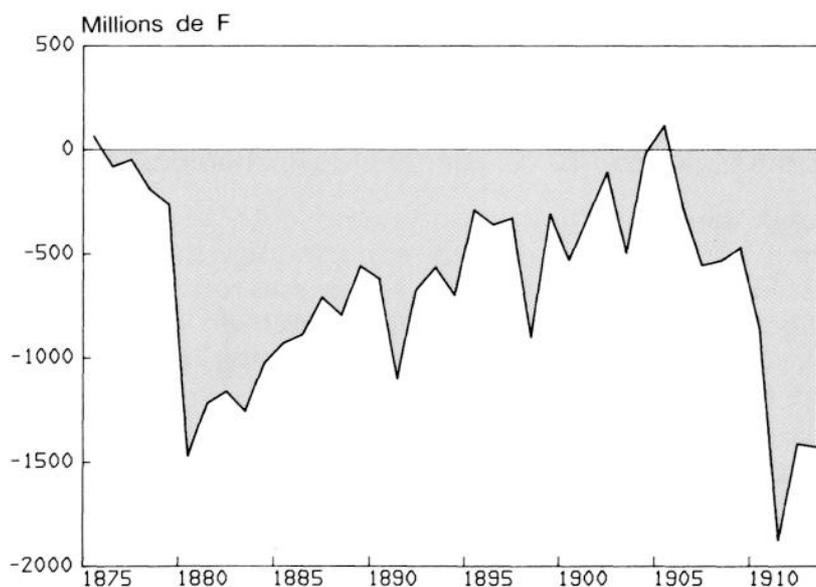
peu de 1873 à 1883, a repris un mouvement ascendant de 1887 à 1912, qui l'a porté de 159 tonnes annuellement à 705 [2]. Quand les quantités d'or produites se sont accrues, les demandes de biens et services adressées au reste du monde par les pays extracteurs d'or ont augmenté. D'autre part la frappe des pièces d'or et les billets émis en contrepartie d'or ont dans l'ensemble des pays à étalon-or grossi les quantités de monnaie manuelle et, par là, les possibilités de création de monnaie scripturale. Même si dans chaque pays considéré isolément l'action des prix étrangers sur les prix nationaux a été prédominante, il n'en reste pas moins que dans l'ensemble économique constitué par les pays à étalon-or le mouvement général des prix dépendait de la relation entre les quantités de monnaies disponibles et les quantités de biens mondialement offertes, la vitesse de circulation des monnaies n'y variant qu'assez peu.

Que les prix se soient retrouvés en 1913 à peu près à leur niveau de 1880 dans la plupart des pays à étalon-or est certes un fait épisodique. Mais que les mouvements de baisse ou de hausse de prix internationaux aient été contenus dans des limites de taux annuels n'excédant généralement pas 2 % est à mettre à l'actif du système monétaire, car la production annuelle d'or, physiquement limitée, ne pouvait jamais atteindre qu'un faible pourcentage du stock mondial de pièces d'or en circulation et détenu par les banques d'émission. De plus dans nombre de pays à étalon-or une relation beaucoup plus rigide qu'en France avait été établie par le législateur entre l'encaisse-or détenue par la Banque d'émission et les quantités de billets qu'elle était autorisée à émettre. En particulier la Banque d'Angleterre, régie par l'Act de Sir Robert Peel, datant du 19 juillet 1844, ne pouvait émettre des billets, au-delà d'un montant de 16,8 millions de livres, qu'à condition de détenir en contrepartie une somme égale en or, sous forme de lingots

ou d'espèces ⁽²³⁾. Une large part des paiements n'étant effectuée qu'au moyen de monnaies manuelles, pièces ou billets, et les pièces jouant presque partout un rôle essentiel, les encaisses nécessaires aux paiements quotidiens étaient strictement limitées dans la plupart des pays. Aussi, compte-tenu des quantités de bien offerts, le niveau général des prix dans l'ensemble des pays à étalon-or se trouvait plafonné.

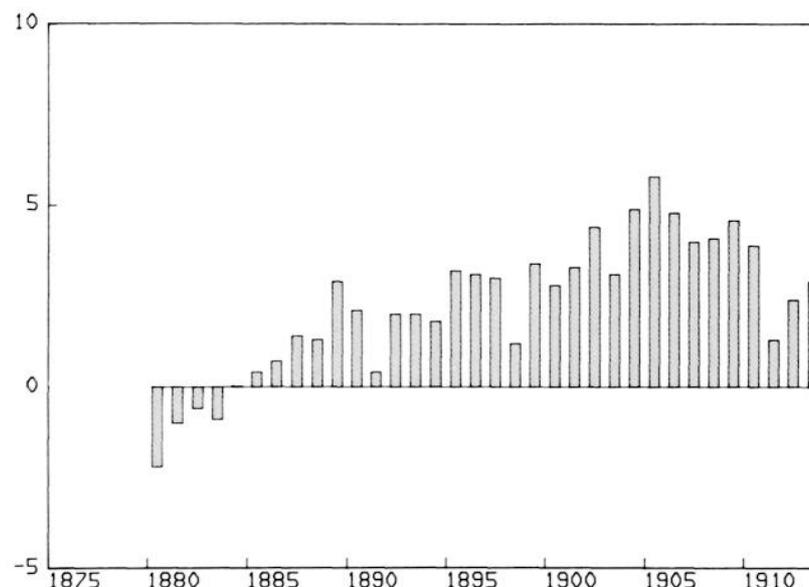
La balance des paiements

En 1880 la balance des paiements courants était déficitaire d'environ 1 % du PIB sous l'effet du commerce extérieur, les importations alimentaires s'étant accrues de 1876 à 1880, tandis que les exportations



8. Balance du commerce extérieur de la France

Source : planches VII1 et VII2.



9. Balance des paiements courants en % du PNB

Source : planche VII23.

(23) J.E. Mertens, *La naissance et le développement de l'étalon-or 1696-1922*, PUF 1944, Paris.

totales fléchissaient. Ce déficit des paiements courants a bientôt fait place à des excédents, qui ont été rapidement croissants jusqu'à 1905, où ils égalent 7 % du PIB, car le commerce extérieur avait tendu progressivement vers l'équilibre, atteint en 1905, alors que les revenus des capitaux placés à l'étranger s'accroissaient grandement. Un fort déficit commercial réapparut en 1910, à nouveau dû à des importations alimentaires, réduisit de près de moitié l'excédent courant de la balance des paiements en fin de période. Néanmoins de 1910 à 1913 il fut encore, en moyenne, de 1 milliard 300 millions pour un PIB de 36 milliards, soit 3 % [8 et 9].

Si les excédents de la balance des paiements avaient totalement été soldés par des importations d'or, un fort accroissement de la monnaie manuelle en aurait inévitablement résulté. En gonflant les encaisses, cela aurait pu faciliter des achats de biens de consommation et, en faisant au moins provisoirement baisser les taux d'intérêt, provoquer des investissements supplémentaires accélérant la croissance, et aurait aussi élevé peut-être les prix jusqu'à ce qu'une balance commerciale plus déficitaire ait résorbé l'excédent de la balance des paiements.

Mais bien plus que des importations d'or, si grandes fussent-elles en certaines années, ce sont des exportations de capitaux, principalement sous forme de souscriptions à des emprunts d'Etats étrangers ou à des obligations de compagnies de chemin de fer étrangères, qui ont équilibré la balance des paiements. Ce fut sans doute aux dépens de la croissance française.

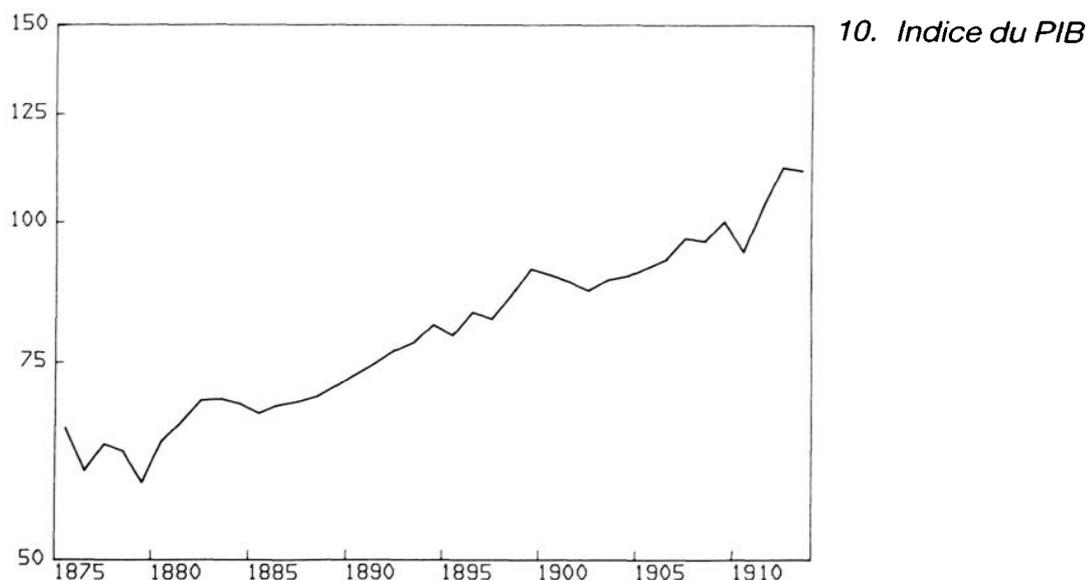
La croissance économique

Les historiens qui se sont efforcés d'évaluer rétrospectivement la croissance en volume du PIB [10] s'accordent pour l'estimer à un peu moins de 2 % l'an en moyenne de 1880 à 1913, celle de l'industrie et celle des services atteignant 2 % et celle de l'agriculture étant d'environ 1 %. Leurs calculs diffèrent quelque peu quant au cheminement qui, selon l'un ⁽²⁴⁾ aurait été un peu plus rapide (2 %) de 1880 à 1900, et plus lent ensuite (1 %) jusqu'en 1910, tandis que d'autres ⁽²⁵⁾ chiffrent la hausse à 1 % jusqu'en 1895 et à 2 % jusqu'en 1910. Ils s'accordent sur une hausse de 5 % l'an de 1910 à 1913.

Quoi qu'il en soit, le taux de croissance global français d'environ 2 % l'an sur l'ensemble de la période est analogue à celui observé à la même époque au Royaume-Uni et en Italie, mais moindre qu'en Allemagne (3 %) et aux Etats-Unis (4 %). Si toutefois l'on considère les croissances par habitant les comparaisons sont plus favorables à la France, la population française n'ayant augmenté que de moins de 2 millions d'habitants de 1881 à 1911, soit de 5 % en trente ans, alors que dans le même temps la population italienne s'accroissait de 22 %,

(24) J.C. Toutain, série inédite, communiquée à J.-M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney et représentée par eux dans Op. cit., planche II 11, tome 1 p. 42 et tome 2 p. 49.

(25) M. Lévy Leboyer et F. Bourguignon, *L'économie française au XIX^e siècle*, Analyse macroéconomique, Economica 1985, Paris, 362 p. — J.C. Asselin, *Histoire économique, De la révolution industrielle à la première guerre mondiale*, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, 1985, Paris, 382 p., cf. p. 104.



Source : planche II11, courbe T.

l'anglaise de 37 %, l'allemande de 44 % et celle des Etats-Unis de 82 %. Ainsi la croissance par habitant du PNB n'a été que de 1/2 % l'an en Italie, de 1 % au Royaume-Uni et, comme en France, de 2 % en Allemagne et aux Etats-Unis ⁽²⁶⁾.

Le système monétaire a-t-il secondé ou handicapé la croissance ? Il lui a été à coup sûr favorable par les certitudes qu'apportaient des taux de change parfaitement stables avec la grande majorité des pays où les entreprises achetaient ou vendaient. Il l'a été aussi par la possibilité offerte de trouver tous les crédits nécessaires aux investissements à des taux d'intérêt nominaux qui étaient généralement bas grâce à l'absence de toute anticipation inflationniste et de toute crainte que l'Etat réduise la teneur en or du franc aux dépens des créanciers en modifiant sa définition métallique, car pour ce faire il aurait dû démonétiser toutes les pièces d'or et en faire frapper d'autres, ce qui eut été compliqué, coûteux et eut perturbé les esprits.

Par contre lorsqu'on observe que le développement de l'activité a été périodiquement interrompu ⁽²⁷⁾ — ainsi que dans les autres pays et souvent au même moment — par une récession qui fit souvent suite, avec un décalage de quelques trimestres, à une réduction de l'encaisse de la Banque de France, à une hausse de son taux d'escompte [5] et à une contraction des quantités de billets en circulation [3], on se demande si une politique monétaire moins rigoureuse, procurant plus de liquidités [7], n'aurait pas permis, en évitant ces interruptions de la croissance, de la rendre plus ample à longueur de quelques décennies. Cela est douteux. Il n'est pas certain que ces cycles économiques eussent été évités grâce à une politique monétaire moins stricte ; peut-être même eussent-ils été plus amples, car les récessions paraissent avoir été provoquées par des hausses de coûts, dues à des producti-

(26) J.-M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney, Op. cit., planche II 11.

(27) *Ibid.*, planche II 9, tome 1 p. 40, tome 2 p. 46 à 48.

vités décroissantes lorsque la demande augmentait trop vite eu égard aux équipements productifs disponibles et aux progrès techniques de l'époque. Si une excessive abondance de crédits avait prolongé le mouvement, la chute aurait ensuite été plus brutale. Il semble d'autre part que les récessions, qui en ce temps-là furent toujours courtes et peu profondes, provoquaient une sélection parmi les entreprises. Survivaient celles qui étaient les plus capables d'utiliser au mieux les facteurs de production, disponibles en quantités limitées.

Cependant la croissance française aurait pu être plus forte si une plus grande part de l'épargne nationale avait été investie en France au lieu d'être exportée. Mais la politique monétaire était prise dans un dilemme. Si pour favoriser les investissements elle avait fait baisser les taux d'intérêt, elle aurait, en accentuant l'écart entre la rémunération des épargnes en France et celle plus élevée apportée par des placements à l'étranger, renforcé l'attrait des exportations de capitaux. Ce sont les banques françaises qu'il faut plutôt incriminer. En raison des fortes commissions que les emprunteurs étrangers — Etats, compagnies de chemins de fer, sociétés minières — leur octroyaient, elles ont fait miroiter les hauts rendements des titres qu'ils offraient aux souscripteurs, titres qui après la première guerre mondiale perdirent d'ailleurs pour la plupart toute valeur. Les gouvernements français, qui utilisèrent des prêts aventurés à des pays étrangers comme instruments d'action diplomatique, ont aussi une part de responsabilité.

D'autres facteurs que monétaires et financiers ont bien davantage déterminé les investissements et le taux de croissance en France.

Les inventions techniques propres à accroître la productivité du travail et inciter à investir y étaient bien connues et maîtrisées. Lors des expositions internationales organisées à Paris en 1878, en 1889 et 1900 la France avait montré que son industrie était parmi les meilleures. Elle avait de très bonnes infrastructures routières et ferroviaires. Elle était riche d'élites intellectuelles et ouvrières.

Mais les formations scientifiques et l'éducation populaire y étaient moins développées que chez certains de ses rivaux. Des dépenses militaires élevées, près de 4 % du PIB ⁽²⁸⁾, en métropole et au service d'aventures coloniales, étaient économiquement stériles. Enfin et surtout l'extrême lenteur avec laquelle la population augmentait ⁽²⁹⁾ limitait la croissance des besoins et affaiblissait la volonté de créer de nouvelles richesses. L'esprit d'épargne l'emportait sur l'esprit d'entreprise, car les ruraux, plus enclins en ce temps à perpétuer des traditions qu'à innover, y constituaient une grande part de la population ; d'autre part la bourgeoisie française était composée de propriétaires de maisons de rapport ou de terres agricoles, d'hommes de loi et de fonctionnaires plus que d'industriels et de marchands.

(28) *Ibid.*, planche VI 2, tome 1 p. 223, tome 2 p. 204. Les dépenses de l'Etat ont atteint 11 à 12 % du PIB de 1878 à 1902. Ce pourcentage a diminué ensuite jusqu'à 10 % en 1912. Et tandis que de 1878 à 1887 un déficit fut constant, de l'ordre de 1 à 2 % du PIB, les finances de l'Etat furent ensuite d'une année à l'autre équilibrées. En raison de la forte épargne disponible, peut-être le maintien du déficit à 1 ou 2 % du PIB en ces années eût-il accéléré un peu la croissance, tout en retenant davantage d'épargne sur le sol national.

(29) *Ibid.*, planche I 1 et 2, tome 1 p. 18 et 19, tome 2 p. 27.

De 1914 à 1928 un franc-papier

L'Allemagne ayant déclaré la guerre à la France le 3 août 1914, une loi du 5 août éleva de 6,8 à 12 milliards le maximum des émissions de billets, tout en autorisant le gouvernement à relever cette limite par décret. Elle dispensa la Banque de France de rembourser ses billets en espèces d'or ou d'argent. Simultanément la Banque de France s'engagea, par une convention passée avec le Trésor, à faire des avances à l'Etat ⁽³⁰⁾.

Désormais et jusqu'en juin 1928 le billet de la Banque de France, inconvertible, est un papier-monnaie, qui ne tire sa valeur légale que de son pouvoir libératoire faisant obligation aux créanciers privés et au Trésor public de l'accepter en règlement. Dépourvu d'équivalence officielle avec aucun bien matériel, le franc est devenu une monnaie abstraite. Sa valeur résulte de ce qu'il permet d'acheter, selon ce que sont les prix des biens et services. Les pièces d'or disparurent très vite de la circulation, parce que thésaurisées ou exportées ou bien encore versées, par patriotisme, à la Banque de France contre des billets afin d'accroître le trésor de guerre destiné à des achats de matières premières ou d'armements. Les pièces d'argent, dont la valeur marchande fut bientôt, elle aussi, supérieure à leur valeur faciale, se rarifièrent rapidement, si bien que la monnaie manuelle ne fut plus constituée que de billets et de pièces de bronze ou d'aluminium. Pour rendre possibles les petits paiements la Banque de France mit en circulation, dès le début de la guerre, des billets de 20 et de 5 F, dont des stocks avaient été constitués pour cette éventualité, et en 1916 des billets de 10 F ⁽³¹⁾.

Au lieu que les émissions de billets aient, comme antérieurement, pour principale contrepartie des apports d'or à la Banque de France, elles n'eurent plus lieu qu'à l'occasion d'opérations d'escompte ou d'avances de la Banque à l'Etat. Ainsi les mécanismes qui antérieurement assuraient la stabilité du change et étaient propres à limiter les créations de monnaie se trouvèrent détruits. Le cours du change ne résulta plus que de la confrontation des offres et des demandes de devises étrangères contre francs. Quant aux quantités de monnaie, elles dépendirent principalement de la volonté de l'Etat qui décidait de financer une plus ou moins grande part des dépenses publiques par la création de monnaie.

Ce système monétaire, dépourvu de base métallique, eut des effets différents selon les périodes.

Pendant la guerre, malgré les profonds déficits de la balance française des paiements courants, le cours du franc en livres sterling ou en

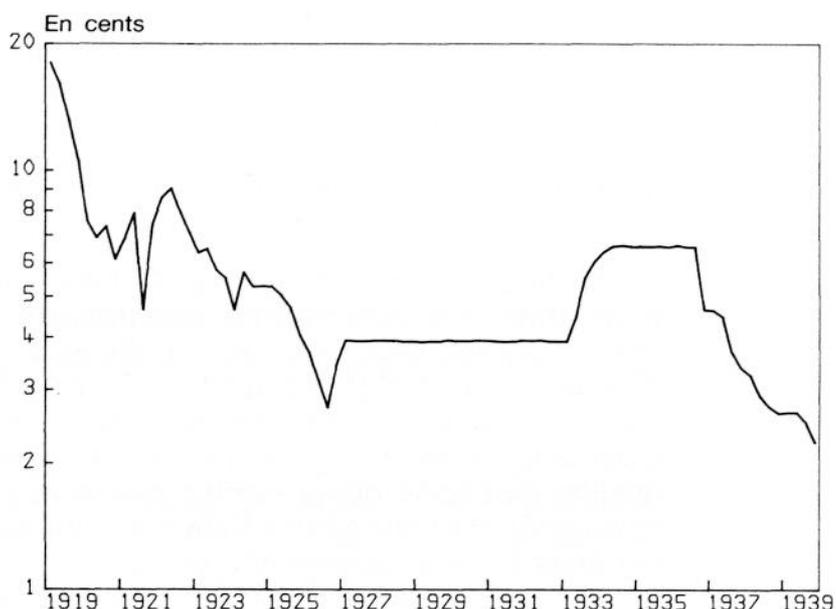
(30) J.-M. Jeanneney et M. Perrot, *Op. cit.*, p. 311.

(31) G. Ramon, *Op. cit.*, p. 428.

dollars ne varia presque pas, car une solidarité financière établie entre alliés permettait de couvrir les déficits par des emprunts extérieurs — assortis parfois de remises d'or en garantie — qui permirent de toujours satisfaire les demandes de dollars ou de livres contre francs à des cours correspondant à peu près aux parités métalliques devenues fictives.

Mais dès que la guerre eut pris fin cette solidarité fut rompue. Le commerce extérieur étant encore gravement déficitaire et les revenus des placements français à l'étranger se trouvant réduits des quatre cinquièmes par la défaillance des débiteurs ou des ventes d'actifs réalisées pendant et immédiatement après la guerre, le franc perdit pendant l'année 1919 la moitié de sa valeur en dollar et 40 pour cent en livre. Ensuite, tandis que la livre sterling se redressait et retrouvait en 1925 sa parité d'avant-guerre avec le dollar, le franc subit une dépréciation presque continue, interrompue seulement par d'éphémères remontées en 1922 et au printemps 1924 [11]. Le dollar, qui valait encore 5,45 F en janvier 1919 (au lieu de 5,18 F en 1917), cota 10 F en décembre 1919, 26 F en décembre 1925 et dépassa 40 F en juillet 1926, tandis que la livre s'élevait au-dessus de 200 F. Puis à cette dépréciation de plus en plus rapide du franc succéda une brusque appréciation, qui ramena le dollar à 25,50 F en décembre 1926 et la livre à 124 F. Ensuite, et jusqu'en juin 1928, bien que le système monétaire demeurât presque inchangé, la stabilité du cours du change fut parfaite.

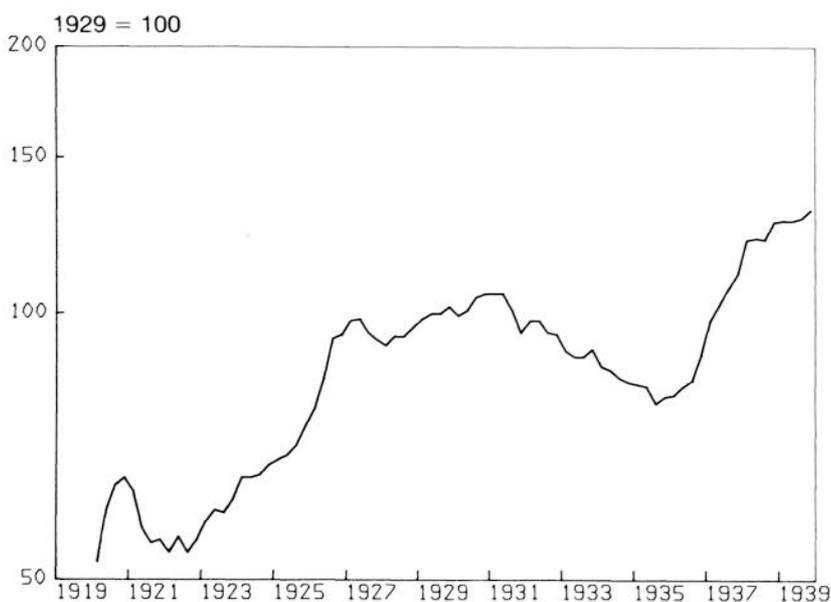
11. Cours du franc en dollar



Source : planche VII36.

Pourquoi cette dépréciation du franc jusqu'en juillet 1926 ?

La forte dépréciation du franc sur les marchés des changes intervenue de 1919 à juillet 1926 ne peut être expliquée en recourant à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, selon laquelle le cours du change tend à s'établir à un niveau tel que les pouvoirs d'achat interne et externe de la monnaie soient à peu près égaux.



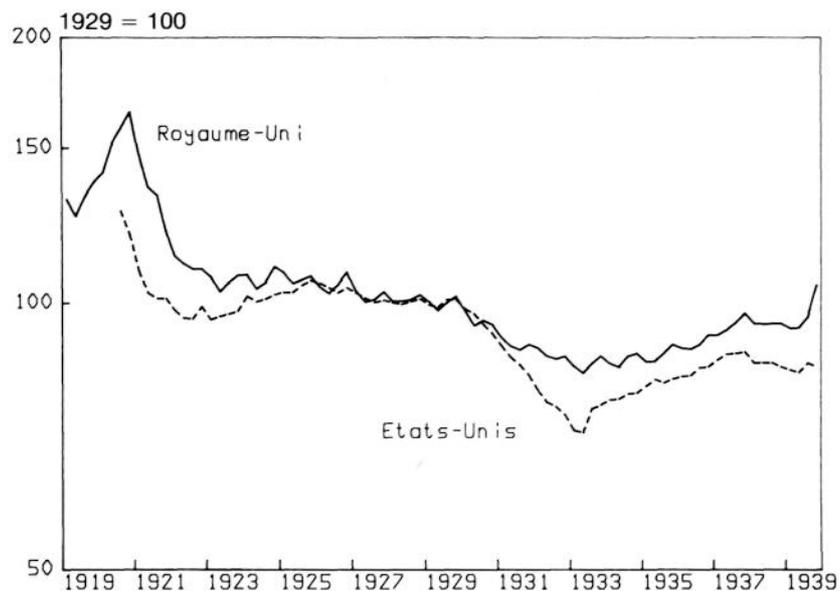
12. Coût de la vie en France

Source : planche III19.

Certes il y eut alors en France de fortes hausses de prix [12]. L'indice du coût de la vie de base 1913 s'y est élevé, en moyennes annuelles, de 289 en 1919 à 368 en 1920 et 535 en 1926. Dans le même temps aux Etats-Unis, après avoir atteint 202 en 1920, il s'abaissait à 169 en 1922 et se maintenait ensuite autour de 174 jusqu'en 1928 [13]. Au Royaume-Uni, après avoir atteint 242 en 1920, il n'était plus qu'à 169 en 1923 et continuait à diminuer encore un peu ensuite [13]. Mais la baisse du cours du franc a été beaucoup plus forte qu'il n'était nécessaire pour compenser les différentiels de prix. A preuve, si on calcule en dollars et en livres, selon les cours du change, l'évolution du coût de la vie en France et si on la compare à celles du coût de la vie aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, on voit que les prix français ont été constamment, et de plus en plus, inférieurs aux prix américains et britanniques, d'environ 25 % en 1920 et 50 % en 1926 [14 et 15].

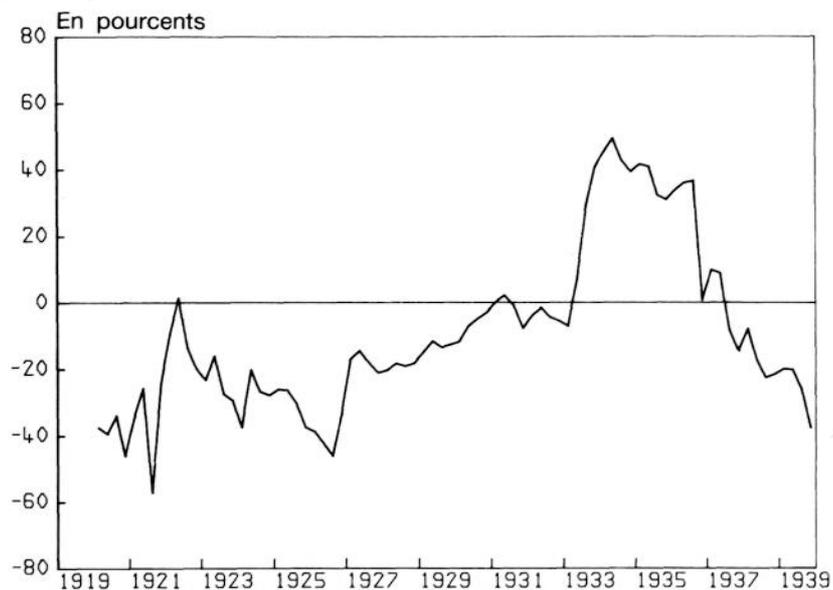
Cela signifie que le pouvoir d'achat du franc était très supérieur en France à ce qu'il était à l'extérieur, ce qui a contribué à rendre la balance commerciale française équilibrée dès 1921 et à nouveau de 1924 à 1927 [16]. Comme la balance des services et celle des revenus du capital, quoique moins excédentaires qu'avant la guerre, l'étaient

13. Coût de la vie au Royaume-Uni et aux Etats-Unis



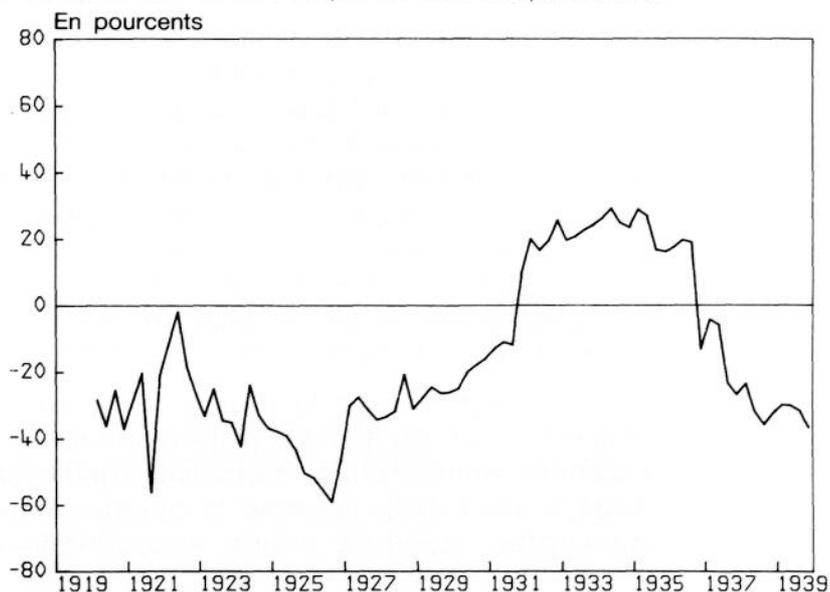
Source : planche III17.

14. Disparité des prix français avec ceux des Etats-Unis

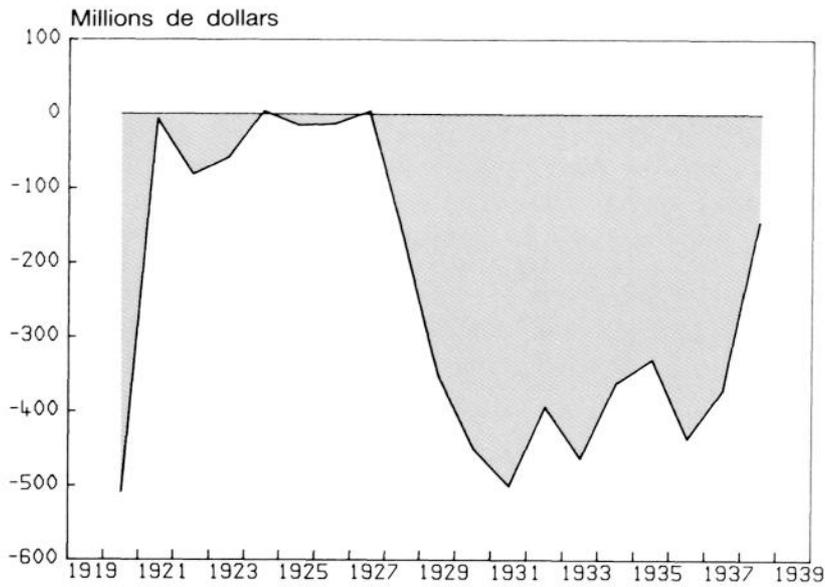


Sources : Calculs de l'auteur, cours du change planche VII36, indice des prix en France planche III19, indice des prix aux Etats-Unis planche III17.

15. Disparité des prix français avec ceux du Royaume-Uni

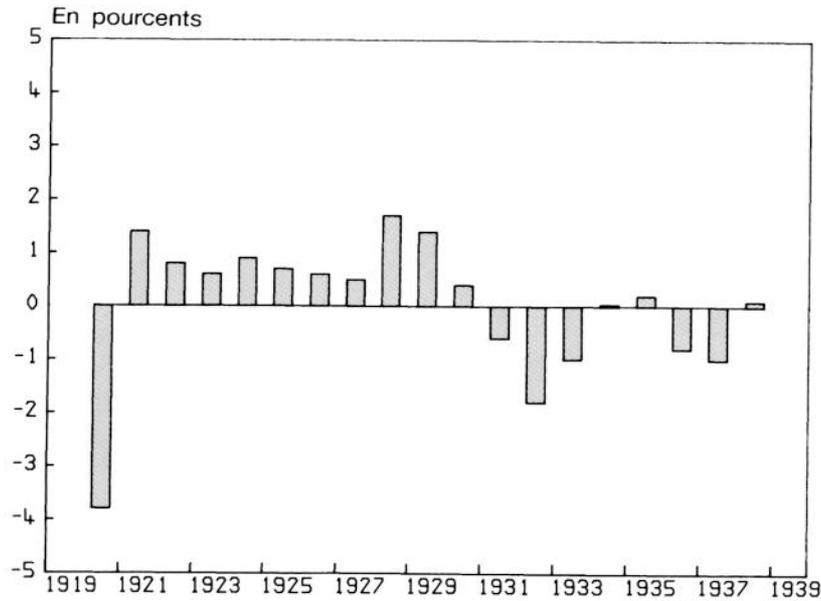


Source : Calculs de l'auteur, cours du change planche VII35 et VII36, indice des prix en France planche III19, indice des prix au Royaume-Uni planche III17.



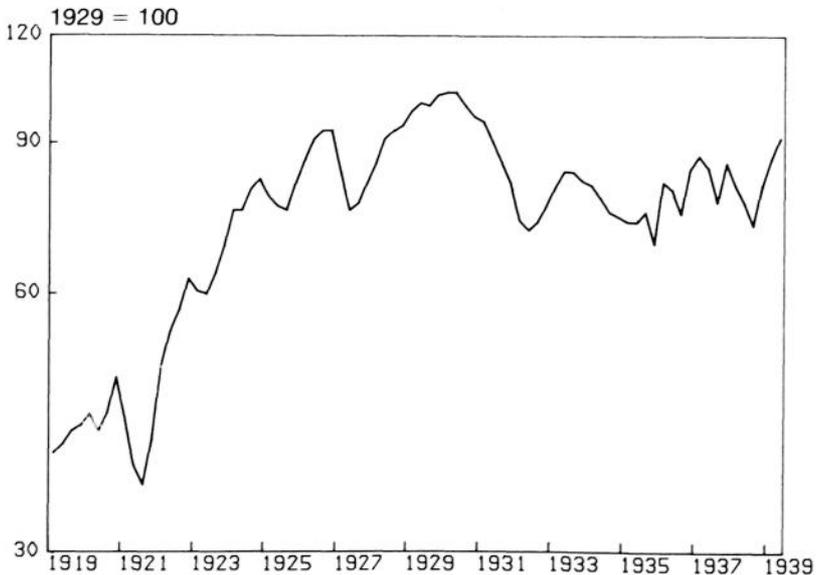
16. Balance du commerce extérieur de la France

Source : planche VII23.



17. Balance des paiements courants de la France en % du PIB

Source : planche VII23.



18. Production industrielle en France

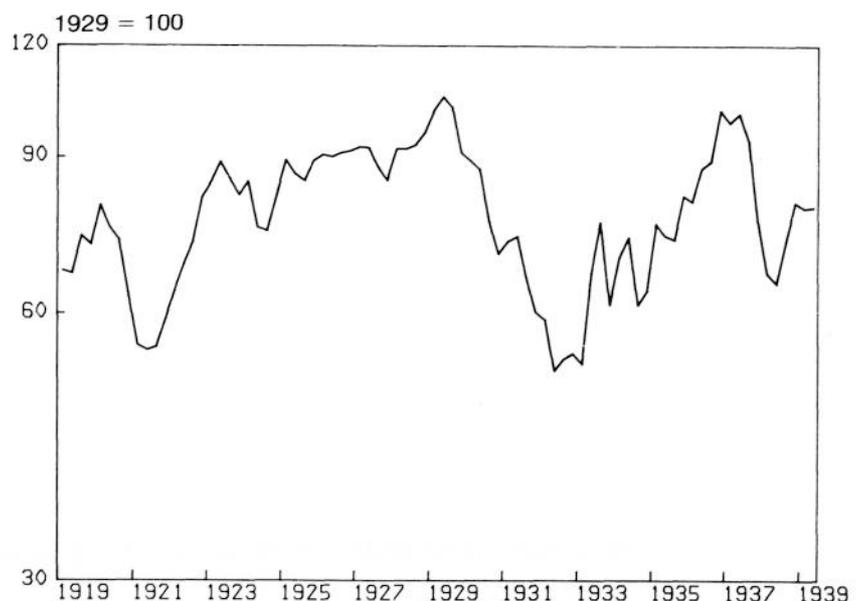
Source : planche II13.

19. Production industrielle au Royaume-Uni



Source : planche II13.

20. Production industrielle aux Etats-Unis



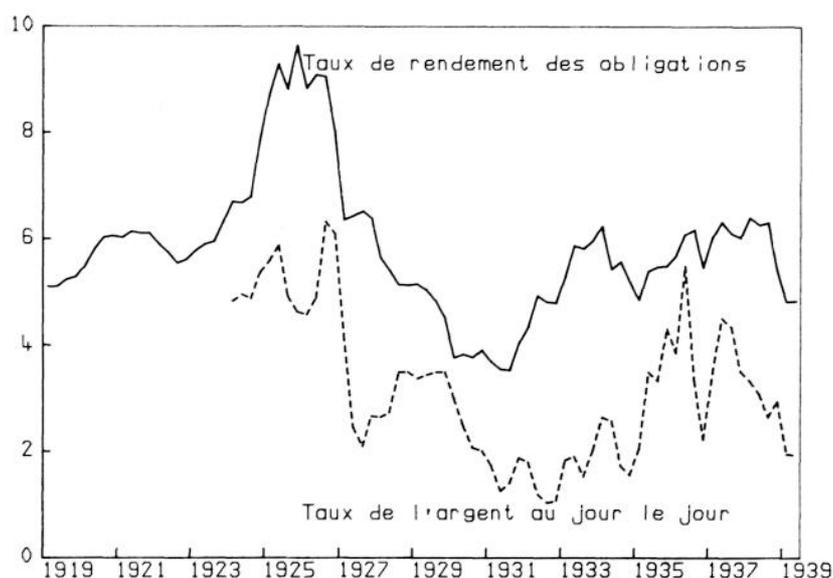
Source : planche II13.

néanmoins, la balance des paiements courants fut constamment en excédent de près de 1 % du PNB [17]. Le franc aurait donc dû s'apprécier sur le marché des changes s'il n'y avait eu des sorties de capitaux. Comment expliquer celles-ci ?

Ce ne fut pas faute d'une suffisante rentabilité des investissements en France. Car de 1921 à 1926 la croissance de la production industrielle, de 12 % l'an [18] y était bien supérieure à ce qu'elle était alors partout ailleurs [19 et 20], ce qui ne pouvait aller sans profits substantiels, propres à retenir les capitaux français et même attirer les capitaux étrangers.

Peut-on imputer ces sorties de capitaux à des taux d'intérêt trop bas ? Si l'on considère les taux d'intérêt nominaux, on voit que le taux

d'escompte ne fut jamais inférieur à 5 % et fut occasionnellement élevé à 6 ou 7 et même 7 1/2 % [21], alors qu'aux Etats-Unis et à Londres il était maintenu entre 3 et 4 1/2 %. Le même écart existait pour les rendements des obligations. Mais si, prenant en compte les hausses de prix, on calcule des taux d'intérêt réels, c'est-à-dire obtenus en déduisant des intérêts nominaux la hausse annuelle des prix, il apparaît que ces taux réels furent négatifs en France de 1921 à 1925, alors qu'ils étaient positifs aux Etats-Unis, où la hausse des prix n'était que de 2 % l'an, et bien plus encore au Royaume-Uni, où le coût de la vie baissa alors de 1 % l'an. C'est la crainte d'une dépréciation de la valeur réelle des créances qui faisait fuir ceux des capitaux qui étaient à la recherche non pas d'investissements réels, mais de placements financiers. A quoi donc étaient dues la hausse des prix français et la croyance qu'elle persisterait ?



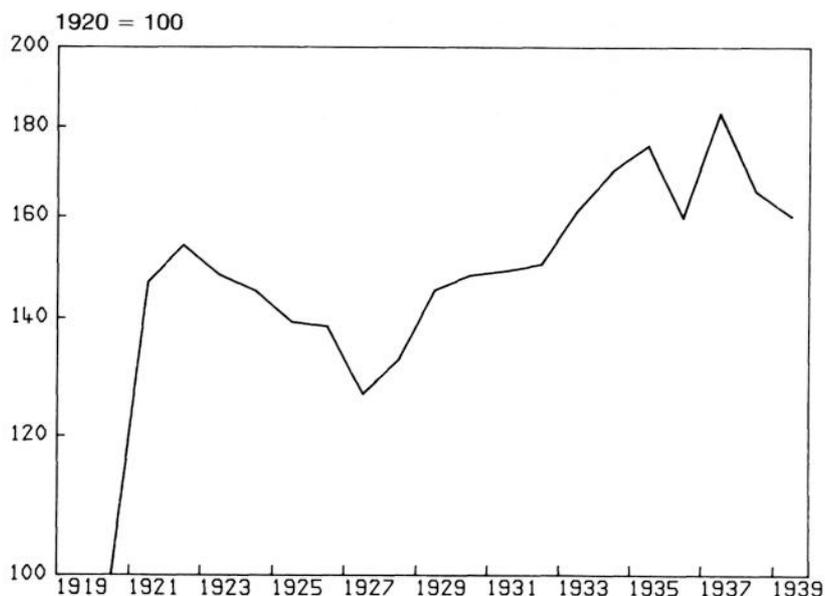
21. Taux d'intérêt en France

Source : planche V10.

Cette inflation n'était pas d'origine salariale, car en ces années-là les salaires réels baissèrent légèrement [22], alors que la productivité augmentait à la fois sous l'effet des progrès techniques et du développement de la production.

Elle n'était pas non plus d'origine budgétaire. Un fort déficit budgétaire, surtout lorsqu'il est financé directement ou indirectement par des créations de monnaie, gonfle la demande et, s'il ne s'accompagne pas en contrepartie d'un accroissement de production, il engendre un déséquilibre interne, qui est un facteur de hausse du niveau général des prix. Mais s'il est vrai qu'au début des années vingt, alors que les capacités de production françaises souffraient encore des séquelles de la guerre, le déficit public fut élevé, de l'ordre de 16 % du PNB en 1920, 9 % en 1921 et 11 % en 1922, il fut réduit à moins de 3 % dès 1923, à 2 % en 1924, à 1/2 % en 1925 et laissa place à un excédent de près de 4 % en 1926 [23]. Or c'est précisément en 1925 et au premier semestre de 1926 que la hausse des prix [12] et la dépréciation du franc sur le marché des changes furent particulièrement rapides [11].

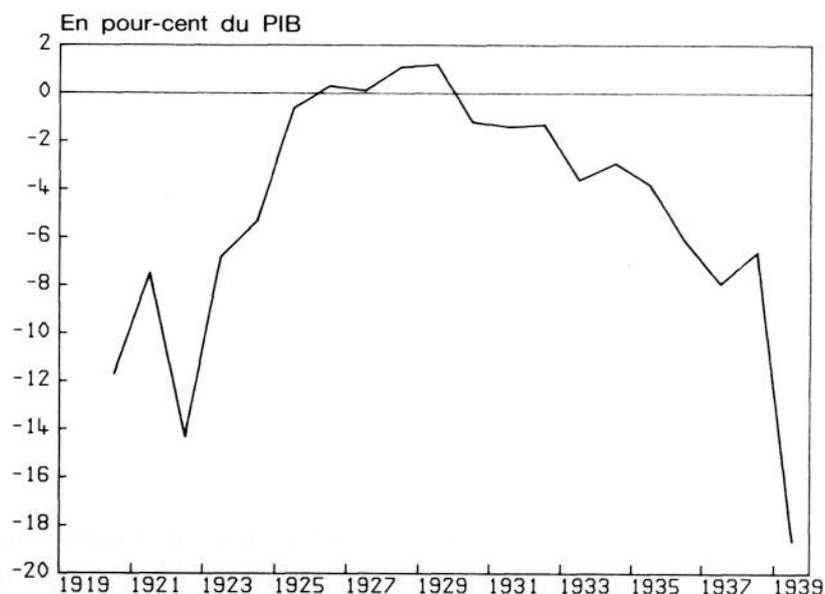
22. Salaires réels (*)



Source : planche IV12.

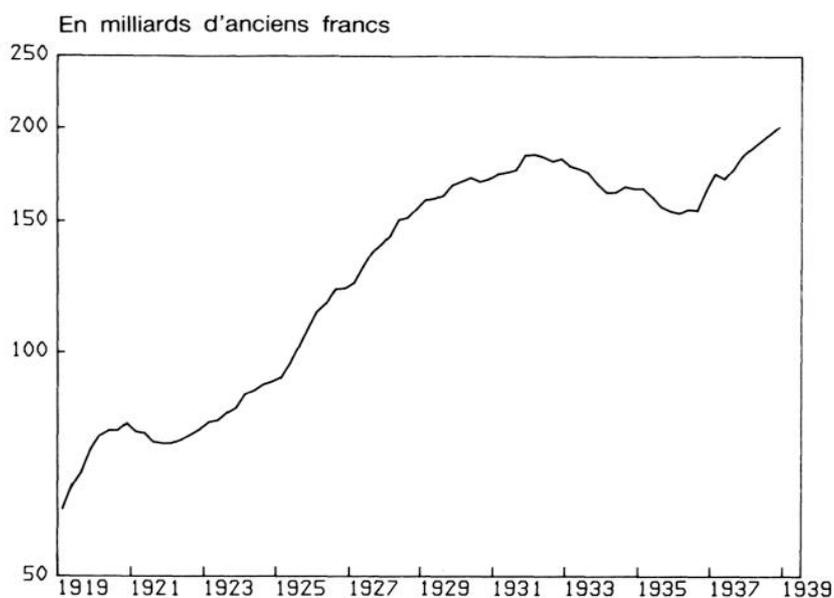
(*) Salaires hebdomadaires bruts parisiens masculins.

23. Déficit budgétaire



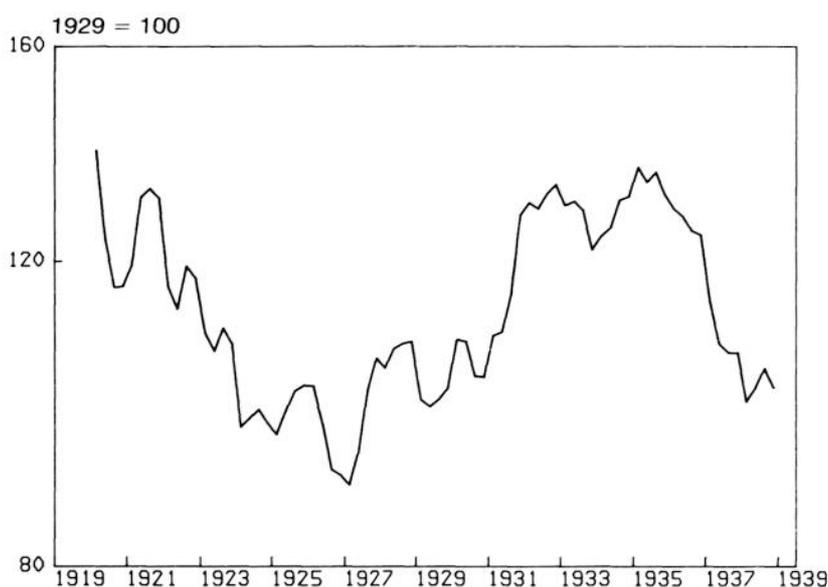
Source : planche VI1.

Faut-il imputer l'inflation d'alors à un excès de monnaie ? En 1920 la monnaie manuelle en circulation s'élevait à 41 millions en moyenne sur l'année, au lieu de 17 en 1913, soit 2,4 fois plus et la masse monétaire totale (M2) y compris la quasi monnaie à 70 milliards, au lieu de 27, soit 2,6 fois plus [24]. Le PNB était inférieur alors d'environ 15 % en volume à ce qu'il était avant guerre, mais en valeur il avait été multiplié par trois, si bien que la liquidité, mesurée par le rapport entre M2 et le PNB, était déjà de 16 % inférieure à ce qu'elle était en 1913. Elle s'est resserrée encore de 1920 à 1924 [25]. C'est seulement en 1925, quand les avances de la Banque à l'Etat augmentèrent de 13 milliards, en raison de la présentation au remboursement de grandes quantités de bons du Trésor, que la masse monétaire augmenta plus que la valeur du PNB. Mais ce fut de nouveau le contraire en 1926.



24. Masse monétaire en France (M2)

Source : planche V2.



25. Liquidités en France

Source : Calculs de l'auteur, source des données pour la masse monétaire V2, pour le PNB II12.

Des mouvements autonomes des cours du change

Puisque la hausse des prix ne trouve sa source ni en des hausses de salaires réels, ni en un gonflement excessif de la masse monétaire et qu'elle ne peut être imputée partiellement à des déficits budgétaires qu'en début de période, c'est le cours du change qui, contrairement aux enchaînements classiques, apparaît comme le *primum movens* [11]. La dépréciation du change a provoqué une hausse des prix internes, par le canal du renchérissement des prix en francs des importations et des exportations. Et cette hausse des prix, combinée avec

une augmentation du volume des transactions, a rendu nécessaire une quantité accrue de monnaie.

Qu'en l'absence de déficit de la balance des paiements courants [17] et alors que des investissements étrangers auraient dû être attirés en France par une conjoncture de croissance rapide, les offres de francs sur le marché des changes n'aient trouvé le plus souvent de contrepartie, qu'à des cours de plus en plus bas, économiquement injustifiés, ne peut s'expliquer que par des spéculations fondées sur des croyances parfois erronées, mais néanmoins déterminantes. Non seulement des Français ou des étrangers qui prévoyaient une baisse du franc sur le marché des changes et donc une hausse des prix en France s'empressaient de vendre les francs qu'ils possédaient pour acquérir une monnaie étrangère dont le pouvoir d'achat ne diminuerait pas, mais d'autres empruntaient des francs pour les vendre aussitôt, avec l'espoir de pouvoir ensuite les racheter à moindre prix et rembourser alors leur emprunt en réalisant un gain en franc.

Il n'en alla pas toujours ainsi. En 1921 et pendant le premier semestre 1922 les spéculateurs, constatant un brusque redressement de la balance commerciale de la France, pensant que l'Allemagne commencerait bientôt à payer les réparations inscrites dans le Traité de Versailles et ne s'inquiétant pas d'un déficit budgétaire élevé, provoquèrent une forte hausse du franc, bien que l'amélioration de la balance commerciale [16] ne fût pas réellement de bon augure, parce que due à une crise de la production industrielle, et que l'attente d'énormes réparations fût illusoire.

Mais d'ordinaire la spéculation joua à la baisse, fût-ce à mauvais escient. En 1925 et 1926 les retards de la comptabilité publique laissèrent croire que le déficit budgétaire était grand, alors qu'en réalité il fut infime en 1925 et laissa place à un excédent en 1926 [23]. Cette idée erronée fit vendre des francs, d'autant plus que les élections d'avril 1924 avaient porté au pouvoir le « cartel des gauches » dont le programme inquiétait les détenteurs de capitaux. Ces opérations n'étaient pas seulement le fait de financiers professionnels, mais aussi de simples particuliers, car l'opinion publique était alertée par la presse, qui chaque jour diffusait largement les cours du change. Des lois du 1^{er} août 1917 et du 3 avril 1918 avaient certes institué un contrôle des transferts de capitaux, qui fut renforcé par une loi du 22 mars 1924 et par un arrêté du 14 octobre 1925 ; mais les modalités en étaient peu efficaces. Et cette législation ne pouvait s'appliquer aux marchés des changes situés à l'étranger.

Parfois des attaques contre le franc furent des moyens d'action diplomatique. Lorsque le dollar [11] s'éleva d'un cours moyen de 16,80 F en octobre 1923 à 22,65 F en février 1924 et que parallèlement la livre fut portée de 76 F à 95 F ce fut, pour une part tout au moins, sous l'effet de ventes de francs par des Allemands et des Anglais, inspirés par une opposition à la politique étrangère de Poincaré.

Une fois enclenchée, la baisse du franc, fût-elle injustifiée, s'entretenait elle-même, chacun étant naturellement porté à penser qu'un mouvement commencé se poursuivra, et aussi parce que les profits réalisés

par les spéculateurs leur fournissaient des moyens supplémentaires. D'autre part cette baisse ne pouvait manquer d'entraîner une hausse des prix en France, ce qui, en un cercle vicieux, renforçait la tendance à la baisse du franc. Cependant elle était précaire, car motivée par des prévisions fragiles. Et lorsqu'elle venait à correspondre de moins en moins aux données réelles de l'économie, une contre-spéculation habilement menée ou un choc psychologique pouvait suffire à inverser brutalement la tendance.

L'efficacité de contre-spéculations

Ainsi le 10 mars 1924 une contre-offensive, décidée par le gouvernement français en accord avec la Banque de France, fut lancée. La Banque Lazard, jouant le rôle d'opérateur acheta des francs, d'abord secrètement afin de bénéficier d'un effet de surprise, sur les principales places financières du monde avec des dollars empruntés à la Banque Morgan⁽³²⁾. La livre, qui avait coté 123 F à Paris le 8 mars, recula à 117 le 10, à 105 le 12, à 90 le 15 et à 84 le 14 mars, et atteignit le cours de 61 F à la fin d'avril. La spéculation s'étant retournée, le gouvernement français put acheter des dollars en quantités suffisantes pour rembourser l'emprunt initial. Mais faute d'avoir stabilisé officiellement le franc au niveau atteint, ce redressement fut sans lendemain.

En août 1926 un brusque retournement fut provoqué de nouveau de novembre à juillet 1926 cinq gouvernements s'étaient succédés avec cinq ministres des Finances différents, donnant le spectacle d'une incapacité des pouvoirs publics à agir. La dette flottante de l'Etat s'élevait à 42 milliards, sous forme de bons du Trésor à très court terme. Si à leurs échéances d'autres n'étaient pas souscrits, l'Etat se verrait obligé pour les rembourser de demander à la Banque de France de lui faire de nouvelles avances en créant de la monnaie. Sous cette menace, la livre sterling avait atteint 235 F le 20 juillet 1926, soit un cours près de quatre fois plus élevé qu'à la fin d'avril 1924.

Le 23 juillet Raymond Poincaré, qui avait été ministre des Finances en 1894 et en 1906, président du Conseil en 1912, président de la République de 1913 à 1920 et de nouveau président du Conseil de janvier 1922 à juin 1924, forma un gouvernement d'union nationale et prit lui-même en charge le ministère des Finances. Son prestige suffit à donner presque aussitôt un coup d'arrêt à la baisse du franc. En quelques jours il fit adopter des mesures législatives propres à rassurer l'opinion publique sur l'avenir de la monnaie : création, le 7 août, d'une caisse de gestion des bons de la défense nationale et d'amortissement de la dette publique à qui des ressources furent affectées par une loi constitutionnelle⁽³³⁾, et vote de 10 milliards d'impôts nouveaux [23]. La spéculation s'inversant bientôt, la livre sterling et le dollar baissèrent

(32) R. Philippe, *Le drame financier de 1924-1928*, Gallimard, 1931, Paris, 134 p. — J.-M. Jeanneney *F. de Wendel en République. L'argent et le pouvoir 1914-1940*, Ed. Seuil, 1976, Paris, p.185 à 191.

(33) J.-M. Jeanneney et M. Perrot, *Op. cit.*, p. 372 à 374.

rapidement. Le 20 décembre la livre cotait 119 F. La Banque de France, qui avait été autorisée par une loi du 7 août 1926 à acheter de l'or, de l'argent et des devises sur le marché sans plus être obligée de s'en tenir à la définition du franc résultant de la loi du 7 germinal an XI⁽³⁴⁾ avait déjà procédé au cours des semaines précédentes à des achats d'or et de devises à des cours décroissants. Le 22 décembre elle annonça que désormais elle pratiquerait le cours de 122,25 F pour une livre à l'achat et à la vente, soit 25,50 pour un dollar.

Un franc stabilisé

Par cette simple annonce le système monétaire français se trouva fondamentalement modifié. Désormais les déséquilibres sur les marchés des changes entre offres et demandes de francs et de livres (ou de dollars) ne se résoudre plus par une variation des cours, mais par des achats ou des ventes de livres, de dollars ou d'or par la Banque de France. En fait elle n'eut qu'à en acheter, car toute idée de revalorisation ultérieurement plus accentuée du franc n'étant pas encore abandonnée par l'opinion publique, ni même par le chef du gouvernement, des capitaux affluaient pour se placer en francs, dans l'espoir d'une plus-value.

La Banque de France créant des francs pour acheter les devises étrangères offertes, la masse monétaire (M2) augmenta de 32 % entre janvier 1927 et mai 1928 [24], bien que l'Etat ait remboursé au moyen d'emprunts et d'excédents budgétaires les deux tiers de sa dette envers la Banque de France, ce qui détruisait des francs.

Initialement cette abondance monétaire n'eut pas d'effet inflationniste : les prix baissèrent même en 1927 [12], sous l'effet retardé de la baisse des prix en francs des produits importés survenue au deuxième semestre 1926 grâce à la hausse des cours du franc, puis ils ne remontèrent que lentement. Bien que, par rapport à 1926, le PNB ait en 1928 augmenté de 20 % en volume, la liquidité s'était accrue de 16 % [25].

Le système monétaire en jeu présentait deux inconvénients. L'un était interne. La création de monnaie résultant des importations de capitaux étant sans relation avec les besoins de l'économie. Elle constituait à terme un potentiel d'inflation en France. De fait, de janvier 1928 à 1929 le coût de la vie s'éleva de 7 %. L'autre inconvénient aurait pu être d'ordre international. Les devises achetées par la Banque de France, étant laissées par elle en dépôt dans des banques anglaises ou américaines, continuaient à servir de base à un édifice de crédit à l'étranger en même temps qu'elles constituaient la contrepartie d'une émission de monnaie en France, ce qui, en soi, était une cause d'inflation mondiale. Elle ne survint cependant pas, d'autres facteurs plus puissants ayant agi à l'inverse. Mais cette duplication de devises fut en

(34) *Ibid.*, p. 371.

partie responsable de l'envol des cours des actions dans toutes les Bourses du monde, particulièrement à New-York ⁽³⁵⁾ dont l'excès même conduisit à l'effondrement boursier de l'automne 1929, déclenchant une crise économique mondiale d'une gravité sans précédent historique.

De 1928 à 1936 un étalon-or sans pièces d'or

Pour mettre fin à une situation gratifiante pour l'amour-propre des Français, qui voyaient leur monnaie enfin recherchée, mais qui était dangereuse, Poincaré se résolut, non sans regrets, à renoncer définitivement à toute revalorisation plus accentuée du franc qui, après près de deux années pendant lesquelles l'économie française s'était adaptée à un cours du change devenu stable, aurait risqué de briser l'élan productif.

Une nouvelle loi monétaire

Dès après les élections d'avril 1928 Poincaré fit voter la loi monétaire du 25 juin 1928, qui en son article 2 donna une nouvelle définition du franc, constitué désormais par soixante-cinq milligrammes cinq d'or au titre de neuf cent millièmes de fin ⁽³⁶⁾.

Jusque-là l'encaisse de la Banque de France était comptabilisée dans ses comptes au prix résultant de la loi de germinal, à l'exception toutefois de l'or acheté depuis juillet 1926. La nouvelle définition du franc multiplia par cinq la valeur en francs de cette encaisse. Bien que la plus-value eut juridiquement dû bénéficier à la Banque, propriétaire de cet or, une convention du 23 juin 1928 entre l'Etat et la Banque affecta, comme il se devait, cette plus-value à l'amortissement des dettes de l'Etat envers la Banque. Il en alla de même du produit de la réévaluation de l'encaisse argent, effectuée selon le cours de l'argent sur le marché international des métaux au 25 juin 1928.

En vertu de l'article 3 de la nouvelle loi la Banque de France est tenue d'assurer, au porteur et à vue, la convertibilité en or de ses billets. Elle l'est aussi d'acheter de l'or sur la même base, mais avec la faculté de retenir au vendeur les frais de monnayage au tarif de la Monnaie de Paris et de mettre les frais d'essai à sa charge. A cela près, l'équivalence entre le franc et l'or est parfaite.

L'article 4 fait obligation à la Banque de France de conserver en lingots ou monnaies d'or une encaisse égale à au moins trente-cinq pour cent du montant cumulé des billets en circulation et des comptes courants créditeurs.

(35) J.-M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney, *Op. cit.*, planche V 15, tome 1 p. 178.

(36) J.-M. Jeanneney et M. Perrot, *Op. cit.*, p. 379 à 383.

En vertu de l'article 7 les billets de 5, 10 et 20 F émis antérieurement seront retirés de la circulation avant le 31 décembre 1932 et cesseront alors d'avoir cours légal. Ils seront remplacés par des pièces d'argent de 10 et 20 F, frappées par l'Administration des monnaies pour le compte de l'Etat. Le poids de ces pièces d'argent est fixé à 10 grammes par pièce de 10 F et de 20 grammes par pièce de 20 F au titre de six cents millièmes de fin. Ces pièces n'auront qu'un pouvoir libérateur limité à 250 F. La valeur faciale de ces pièces étant très supérieure à celle de l'argent dont elles seront faites, leur frappe procurera des bénéfices à l'Etat.

L'article 5 de la loi monétaire du 25 juin 1928 édictait : « Il sera fabriqué par l'Administration des monnaies et médailles des pièces d'or de 100 F au titre de neuf cent millièmes de fin. Ces pièces auront cours légal illimité ». L'article 6 laissait au gouvernement le soin de fixer, par un décret pris en Conseil des ministres, la date à partir de laquelle l'Administration des monnaies reprendrait la frappe libre de l'or pour le compte des particuliers, les frais de frappe devant être de 40 F par kilogramme d'or au titre de neuf cent millièmes de fin. Jusqu'à la publication de ce décret la fabrication des monnaies d'or ne pouvait être opérée par l'Administration des monnaies que pour le compte de la Banque de France.

Ainsi le législateur de 1928 entendait rétablir un système monétaire analogue à celui existant avant 1914 à trois exceptions près, importantes :

1) La Banque de France n'a plus la possibilité de rembourser ses billets en écus d'argent et aucune pièce d'argent n'a un pouvoir libérateur illimité.

2) Il n'y a plus de plafond fixe à l'émission des billets, mais un plafond variable en fonction de l'encaisse.

3) Les pièces d'or dont l'émission est annoncée devront être de 100 F sans que, pour autant, la suppression des billets de 100 F soit prescrite. Ainsi ces pièces n'auront plus d'autre raison d'être que de satisfaire les désirs des thésauriseurs ou de pouvoir être exportées pour effectuer des paiements à l'étranger pour la valeur marchande du métal. Cette disposition demeura lettre morte ; la frappe libre de l'or ne fut jamais rétablie et aucune pièce d'or ne fut mise en circulation par la Banque de France.

Ce système monétaire avait pour principal mérite d'assurer une stabilité des cours du franc sur le marché des changes avec toutes les monnaies convertibles en or, stabilité garantie plus rigoureusement qu'avant 1914 sous le régime de la loi de Germinal, puisque les arbitragistes étaient assurés, non plus seulement en fait, mais en droit, de pouvoir vendre de l'or à la Banque de France pour se procurer des francs et, en cas de baisse du franc, de pouvoir échanger des francs contre de l'or à la Banque, sans plus courir le risque que la Banque de France les oblige à accepter des écus d'argent en remboursement des billets.

Mais tandis qu'avant 1914 l'existence d'un très grand nombre de pièces d'or entre les mains des particuliers rendait pratiquement impos-

sible toute modification de la définition en or du franc car il aurait fallu démonétiser toutes les pièces et en frapper de nouvelles, désormais l'or ne jouant plus que le rôle de contrepartie, sous forme de lingots, à des émissions de billets, il devenait possible de modifier cette définition à volonté. Il en allait de même pour toutes les autres monnaies alors pareillement constituées de billets convertibles en lingots d'or.

Les effets de ce système sur la stabilité des prix et l'activité

Ce système était-il propre à éviter qu'une abondance monétaire excessive érode le pouvoir d'achat interne du franc ou que, faute des quantités de monnaie nécessaires, l'activité soit freinée ?

Même si des pièces d'or de 100 F avaient été émises, la coexistence de billets du même montant aurait fait qu'en cas d'inflation, jamais le besoin accru de moyens de paiement de 100 F n'aurait pu avoir pour effet de provoquer une diminution de l'encaisse or de la Banque de France qui alerte ses dirigeants et les incite à une politique de crédit restrictive.

Cependant un autre mécanisme anti-inflationniste avait chance de fonctionner mieux qu'autrefois, où aucune proportion n'existait entre l'encaisse or et les billets. Si une hausse des prix venait à se produire en France qui soit plus rapide que chez nos partenaires commerciaux, elle devait engendrer un déficit de la balance commerciale qui, tôt ou tard, finirait par provoquer des sorties d'or. Lorsque celles-ci, combinées avec des demandes accrues de crédit résultant de la hausse des prix, rapprocheraient le pourcentage de couverture des billets en circulation du minimum légal de 35 %, les dirigeants de la Banque se trouveraient contraints de renchérir le crédit, ce qui, en réduisant la demande globale, devait modérer les prix.

Mais l'exigence d'un pourcentage minimum d'encaisse-or n'était pas sans inconvénient. Il aurait pu arriver que la Banque se trouve ainsi empêchée d'accroître les quantités de monnaie autant qu'il aurait été nécessaire pour permettre, en l'absence même de hausse des prix, un développement bienfaisant de l'activité.

Un fonctionnement perturbé

Les espoirs mis en ce système monétaire, inspiré d'exemples étrangers jugés les meilleurs⁽³⁷⁾, ont été déçus. La faute en fut d'abord aux déséquilibres antérieurs qui pesèrent sur son fonctionnement initial, puis à des circonstances extérieures anormales.

(37) Notamment le système fédéral de Réserve des Etats-Unis, établi en 1913, et celui de l'Allemagne.

La sous-évaluation du franc des années 1922 à 1926, qui avait fini par atteindre 40 % par rapport à la livre et 50 % par rapport au dollar [14] avait habitué les entreprises françaises à des avantages concurrentiels tels que lorsqu'elles avaient dû affronter, au deuxième semestre 1926, à cause d'une rapide réévaluation du franc, une brusque baisse des prix en francs des importations et exportations, la production industrielle s'était affaissée brutalement ⁽³⁸⁾. Cela avait conduit le gouvernement à arrêter la hausse du franc à un niveau tel qu'il demeurait encore largement sous-évalué [14 et 15].

Le franc n'étant plus susceptible d'une réévaluation sur le marché des changes, il était inévitable, indépendamment même du gonflement constaté de la masse monétaire, que les prix français s'élevèrent en s'alignant progressivement sur les prix étrangers [12]. D'autre part la confiance restaurée dans le gouvernement de la France et son économie, attirait des capitaux étrangers, d'autant mieux que la production industrielle était de nouveau, après sa chute du premier semestre 1927, en rapide croissance [18]. Leur venue provoqua des entrées d'or qui portèrent l'encaisse de la Banque de France, de 1 788 tonnes au deuxième trimestre 1928 à 2 487 tonnes au troisième trimestre 1929 [26]. Malgré une forte réduction du portefeuille de devises, la masse monétaire manuelle augmenta encore de 12 % en quinze mois [24] et avec la monnaie scripturale de 8 %, ce qui fut un facteur complémentaire de hausse des prix. Le coût de la vie s'éleva dans le même temps de 6 %, alors qu'il était stable dans les autres pays ou même en légère baisse ⁽³⁹⁾. Ainsi le système d'étalon-or français, loin de contrecarrer une perte de pouvoir d'achat du franc, en fut alors l'un des facteurs.

Puis survinrent successivement trois événements extérieurs graves — déclenchement d'une crise mondiale, puis dépréciation non voulue de la livre sterling, enfin dévaluation volontaire du dollar — qui affectèrent profondément l'économie française et sa monnaie.

Lorsqu'en octobre 1929 une brutale chute des cours de la Bourse à New-York et ailleurs ⁽⁴⁰⁾ eut été le signal d'un effondrement des productions industrielles ⁽⁴¹⁾ [19 et 20], d'une baisse rapide des coûts de la vie [13] et, plus profonde encore, des prix des matières premières ⁽⁴²⁾, la France apparut comme un havre de prospérité d'abord, puis, les effets de la crise y demeurant encore atténués, un refuge. Aussi les capitaux continuèrent-ils à affluer. L'encaisse de la Banque atteignit 5 440 tonnes à la fin de 1932, soit trois fois plus qu'en juin 1928 [26 et 27]. Ainsi la masse monétaire se gonfla-t-elle de plus de 50 % entre l'été 1929 et l'été 1932 [24], alors que le volume du PNB baissait dans le même temps d'environ 11 % [28] et sa valeur de 15 %. Les liquidités étaient devenues manifestement excessives [25]. La baisse du coût de la vie ne fut en trois ans que de 6 %, alors qu'elle était de 19 % au Royaume-Uni, de 28 % aux Etats-Unis [12 et 13].

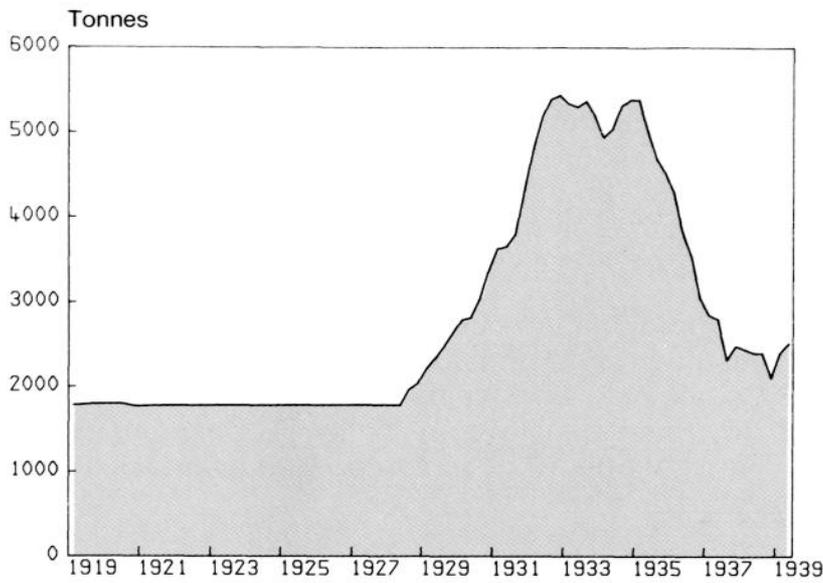
(38) J.-M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney, Op. cit., planche II 13, tome 1 p. 46, tome 2 p. 51.

(39) *Ibid.*, planche III 17 et 19, tome 1 p. 110 à 112, tome 2 p. 109 et 110.

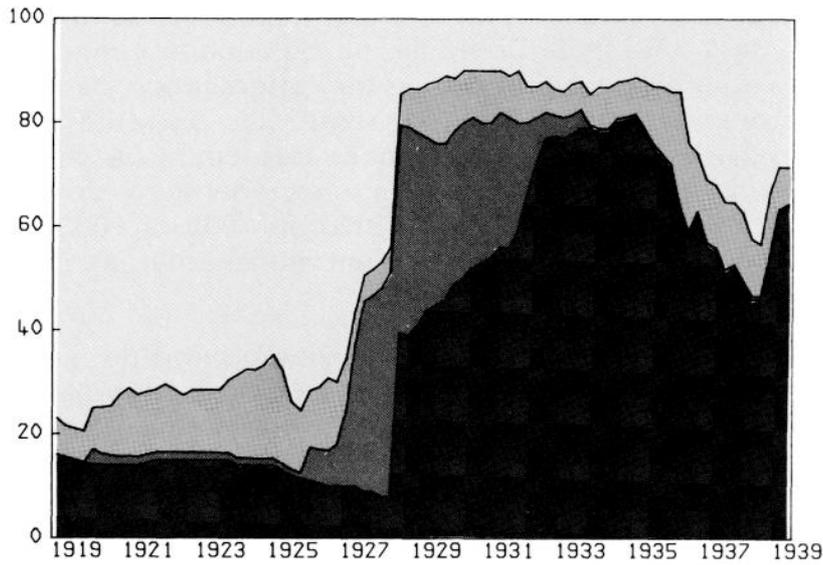
(40) *Ibid.*, planche V 15 et 16, tome 1 p. 196 et 197, tome 2 p. 178.

(41) *Ibid.*, planche II 13 et 17, tome 1 p. 46 et 48, tome 2 p. 51 et 52, 56 et 57.

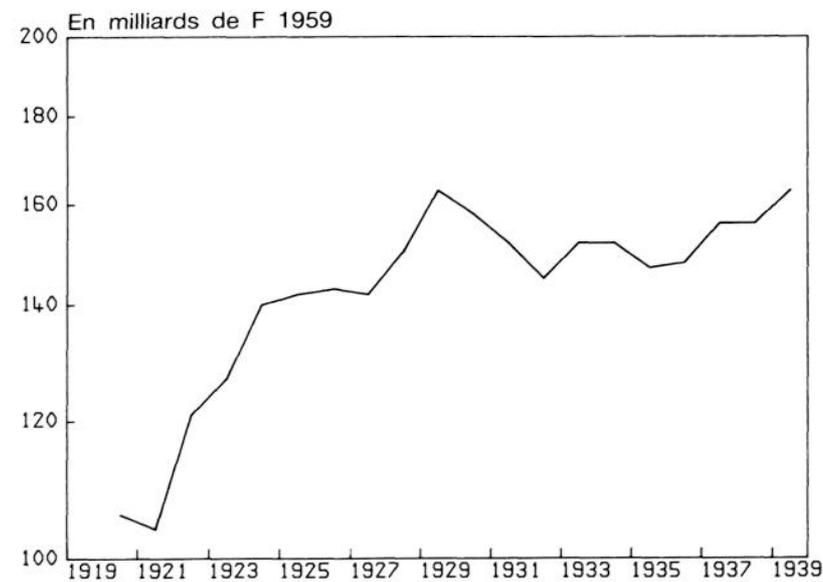
(42) *Ibid.*, planche III 16, tome 1 p. 109, tome 2 p. 109.



Source : planche V10.



Source : planche V10.



Source : planche II12.

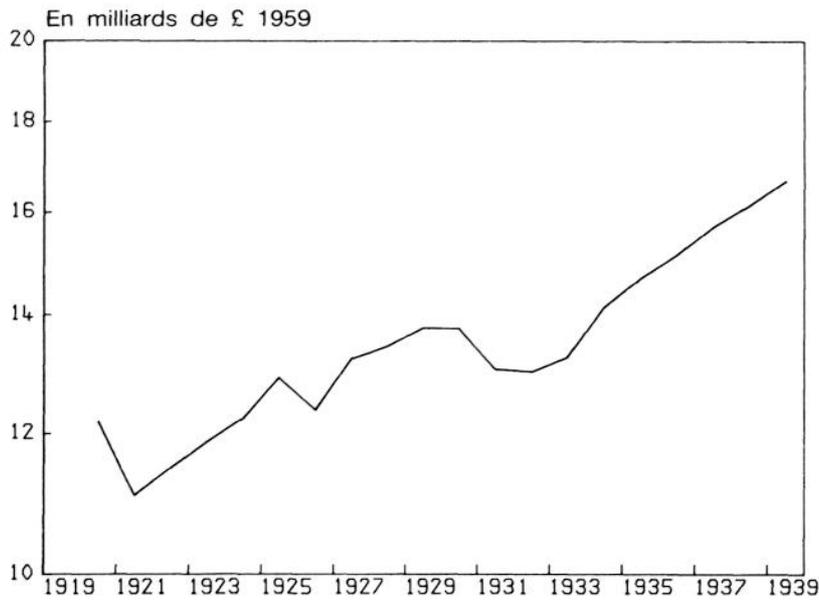
En septembre 1931 la livre avait cessé d'être convertible en or. Elle s'était dépréciée d'abord de 24 % en franc et en dollar [31], puis bientôt, de 32 %. Elle avait été accompagnée et même au delà par d'autres monnaies. La dépréciation du yen atteignit 56 %. En 1933 le président Roosevelt réduisit de 41 % la valeur du dollar en poids d'or, ce qui rétablit à peu près sa parité antérieure avec la livre, mais eut pour effet de revaloriser le franc de 68 % par rapport à lui. Un dollar ne valait plus que 15,15 F [11].

Ces brutales modifications des cours des changes firent que les prix français, qui jusqu'en 1931 étaient encore inférieurs aux prix anglais et jusqu'en 1932 aux prix américains, leur devinrent supérieurs de 20 à 30 % [14 et 15], bien que le coût de la vie ait continué à baisser en France et ait à partir de 1933 remonté légèrement au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

Pour qu'une parité des pouvoirs d'achat du franc, du dollar et de la livre soit rétablie avec les nouveaux cours du change pratiqués il aurait fallu que les prix baissent en France non pas, comme ils le firent finalement, de 24 %, mais de 45 %, ce qu'aucune économie ne saurait supporter, ne serait-ce qu'en raison de l'aggravation catastrophique du poids réel des dettes qui en résulterait. La disparité des prix ainsi provoquée par de brutales modifications des cours du change fit que la balance des paiements, qui avait été excédentaire de 1921 à 1930, devint déficitaire de plus de 1 % du PNB en 1932 et 1933 [17], bien que de sévères mesures de contingentement aient réduit les importations de 28 % en volume entre 1930 et 1935.

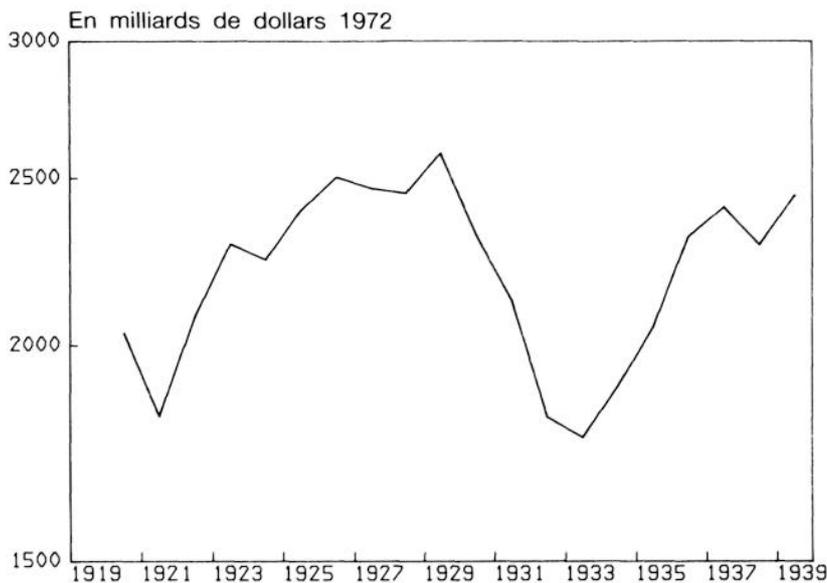
Il eût été impossible de mettre la France à l'abri de la crise mondiale de 1929 ; mais si en 1933 les autorités françaises avaient eu la clairvoyance de modifier la définition en or du franc en même temps et dans la même proportion que le fut celle du dollar, l'économie française aurait été ensuite capable d'une croissance du même ordre que celle des Etats-Unis et du Royaume-Uni, où de 1933 à 1936 le PNB augmenta respectivement de 27 % et 14 % [28, 29, 30] et la production industrielle de 60 % et 35 %, alors qu'en France l'un et l'autre demeurèrent à peu près stationnaires [28 et 18]. Malheureusement le souvenir de la dépréciation du franc et de l'inflation d'après guerre était encore trop vif et les conceptions de politique économique trop passionnelles pour qu'aucun gouvernement ait pu oser prendre dès alors l'initiative d'une telle mesure et la faire accepter. Mais lorsque en 1934 et 1935 les graves inconvénients de cette surévaluation du franc apparurent de plus en plus manifestes, le refus, aussi bien par les partis de gauche que par les gouvernements de droite alors au pouvoir, de toute dévaluation du franc fut une erreur grave de politique économique, beaucoup moins excusable à ce moment là.

Les spéculateurs ayant pris finalement conscience que la situation se révélerait tôt ou tard intenable, des exportations de capitaux survinrent au début de 1935. L'encaisse or de la Banque de France se trouva réduite de 5 384 tonnes au premier trimestre 1935 à 3 539 tonnes au troisième trimestre 1936 [26], en valeur de 82 milliards à 54 milliards, tandis que son stock de devises était réduit de 16 milliards à 1,3. En



29. PIB au Royaume-Uni

Source : planche II12.



30. PIB aux Etats-Unis

Source : planche II12.

dépît de cette diminution des réserves de changes de la Banque de France, ses engagements à vue ne diminuèrent pendant ces quinze mois que de 9 %, si bien que leur couverture par l'encaisse or tomba de 81 à 59 %, bien supérieure encore, il est vrai, au minimum de 35 % exigé par la loi monétaire de 1928. Les quantités de monnaie manuelle n'avaient pas été restreintes. Même la masse monétaire totale comprenant la quasi monnaie ne fut amoindrie que de 8 % [24], alors que le PNB, demeuré à peu près constant en volume [28] fléchissait en valeur d'environ 16 %.

Cette abondance monétaire se traduit par des taux d'intérêt au jour le jour inférieurs à 2 %. Mais les taux d'intérêt à long terme, qui étaient de 3,5 % en 1931, dépassèrent 5 % dès 1933 et 6 % en 1934 [21] en raison des inquiétudes ressenties, tant politiques qu'économi-

ques. Compte tenu d'une baisse des prix de 5 % l'an, le taux d'intérêt réel se situait à près de 10 %, paralysant toute velléité de croissance économique.

Il apparaît ainsi qu'au cours des huit années où il fut en vigueur le système d'étalon-or institué en 1928, qui aurait sans doute pu être bon au sein d'un environnement international plus stable, s'est révélé gravement inadéquat.

De 1936 à 1939 retour au papier monnaie

Dès la fin de 1935 le coût de la vie [12], après une longue période de baisse, avait recommencé à s'élever à la suite de diverses mesures prises en faveur des agriculteurs pour redresser les cours des productions végétales et animales. Après la victoire du Front populaire aux élections des 26 avril et 3 mai 1936 des hausses des salaires [22] et diverses mesures sociales accélèrent le mouvement des prix. Au troisième trimestre 1936 le coût de la vie était déjà supérieur de 6 % à ce qu'il était un an plus tôt. Les coûts de production s'étaient élevés bien davantage encore, non seulement les salaires horaires ayant été accrus de 20 %, mais la durée légale du travail réduite de 48 à 40 heures. Cela allait rendre plus que jamais insupportable la disparité des prix avec l'étranger [14 et 15]. Le 25 septembre le gouvernement se décida enfin à annoncer une dévaluation du franc, qui fut entérinée par la loi monétaire du 1^{er} octobre 1936 ⁽⁴³⁾.

Désormais le franc cesse d'être librement convertible en or aux guichets de la Banque d'émission (article 1^{er}). Une nouvelle teneur en or du franc devait être fixée ultérieurement par décret (article 2) et les conditions de convertibilité en or des billets précisées, la nouvelle définition du franc devant se situer entre 43 et 49 milligrammes d'or. Ces décrets ne furent jamais pris.

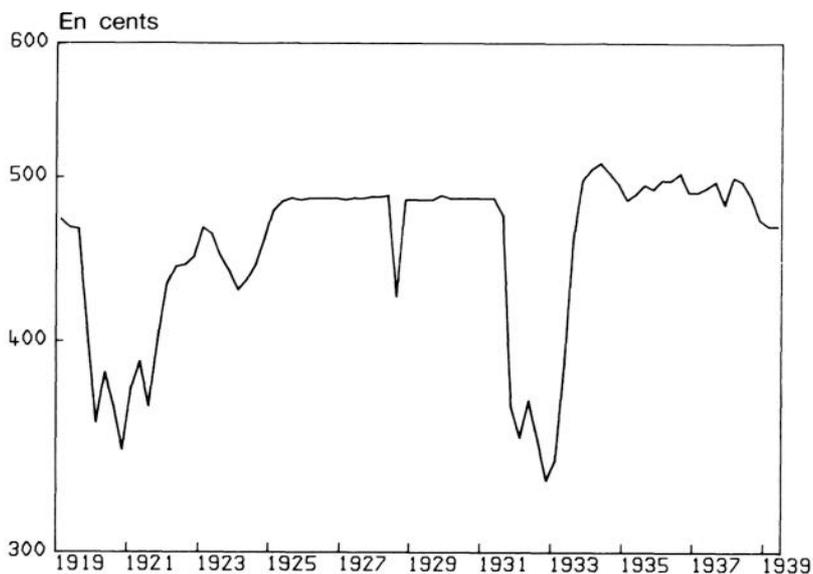
Cependant le système alors institué n'abandonne pas entièrement le cours du change à la merci des offres et demandes privées, comme cela avait été le cas de 1919 à 1926. S'inspirant de l'exemple britannique, l'article 3 de la loi institue un fonds de stabilisation des changes, géré par la Banque de France pour le compte et sous la responsabilité du Trésor. Ce fonds, doté initialement de 10 milliards de francs prélevés sur la plus-value de réévaluation du stock d'or de la Banque de France, reçoit mission d'intervenir sur le marché des changes pour agir sur le cours du franc. Si à cette fin il doit acheter des francs au moyen de devises ou d'or il peut s'en procurer auprès de la Banque de France en échange des francs qui lui ont été alloués.

Ce fonds de stabilisation des changes eut à faire face à des mouvements de capitaux tels qu'à vouloir maintenir le cours du franc par

(43) J.-M. Jeanneney et M. Perrot, *Op. cit.*, p. 429 à 433.

rapport au dollar au dessus de la limite inférieure correspondant à 43 milligrammes d'or il épuisa bientôt ses ressources. Pour ne pas amputer davantage l'encaisse or de la Banque de France [26 et 27], cette limite fut supprimée le 30 juin 1937 ⁽⁴⁴⁾. Le cours du dollar s'éleva alors de 22 F en juin 1937 à 26 F en juillet et atteignit 38 F en octobre 1938 [11].

Le 5 mai 1938 le président du Conseil Edouard Daladier affirma solennellement qu'un cours de la livre de 179 F, à peine supérieur à celui alors pratiqué, ne serait pas dépassé ⁽⁴⁵⁾. Cet engagement fut tenu : le cours de la livre fut maintenu entre 177,80 et 176 F. Ce rattachement du franc à la livre ne revêtait aucune forme juridique. Il impliquait une dépréciation du franc par rapport au dollar si la livre venait elle-même à se déprécier [31]. Aussi de mai à décembre 1938 le dollar s'éleva-t-il de 35 à 38 F.



31. Cours de la livre en \$

Source : planche VII35.

De 1936 à 1939 le cours du franc sur le marché des changes baissa bien au-delà de ce qui aurait été nécessaire pour compenser les hausses des coûts français. A une hausse des prix qui, du deuxième trimestre 1936 au quatrième trimestre 1938, fut de 54 %, correspond une hausse du dollar de 148 %, si bien qu'à une surévaluation du franc, d'environ 20 % au début de 1936, succède une sous-évaluation de l'ordre de 30 % [14 et 15].

L'inflation des années 1936 à 1938 a été de même intensité que celle des années 1924 à 1927 (13 % l'an) [12]. Mais tandis que la première, qui n'était pas d'origine salariale, s'était accompagnée d'un accroissement de la production (+ 24 % en trois ans) et d'un excédent de la balance des paiements courants, la seconde, déclenchée par une brusque aggravation du coût du travail, donna lieu à un déficit de la

(44) *Ibid.*, p. 437.

(45) *Ibid.*, p. 445.

balance des paiements courants [17] et à une stagnation de la production industrielle [18], dont l'indice fut de même niveau au quatrième trimestre 1938 qu'au premier trimestre 1936.

De la fin de 1938 à août 1939, grâce à une nouvelle politique économique desserrant les contraintes sociales pesant sur les entreprises, la production industrielle augmenta enfin, de 14 % en six mois, et des capitaux rentrèrent, ce qui permit de stabiliser le cours du franc en livre tout en augmentant de 200 tonnes l'encaisse de la Banque de France [26]. Lorsque, le 3 septembre 1939, survint la guerre, l'économie française venait d'entrer en convalescence.

Quelles leçons pour l'avenir ?

Ces soixante années d'une histoire déjà ancienne justifient quelque scepticisme quant à la possibilité de faire du franc, ou d'un écu européen, une monnaie qui ait, à l'avenir, grâce à des mécanismes automatiques, la double vertu de conserver un pouvoir d'achat à peu près constant et de fournir des moyens de paiement en quantités adaptées, chaque instant, aux besoins des affaires et aux exigences de la croissance économique.

Lorsque de 1919 à 1926 le franc ne fut qu'un papier-monnaie sans fondement métallique les amples fluctuations, souvent spéculatives, de son cours de change ont perturbé l'économie française, tant par leurs effets sur le commerce extérieur que par les hausses ou baisses de prix qu'elles provoquèrent. Lorsque de 1914 à 1919 et de 1926 à 1928 le papier-monnaie fut, grâce aux interventions des pouvoirs publics sur les marchés des changes, rattaché au dollar et à la livre sterling, la masse monétaire se gonfla sans que les besoins de l'économie le justifient, ce qui fut générateur d'inflation. Lorsque de juin 1928 à octobre 1936 la convertibilité des billets en lingots d'or rendit au franc une parfaite équivalence de valeur avec celle d'un métal précieux les cours du franc en livre, puis en dollar, subirent néanmoins d'amples variations. Le niveau général des prix fut d'abord tiré vers le haut, ensuite vers le bas et le commerce extérieur devint gravement déficitaire.

Ces expériences malheureuses invitent à considérer avec admiration le système monétaire antérieur à 1914, où des pièces d'or en circulation étaient le fondement de la valeur de la monnaie et constituaient l'élément central d'un mécanisme régulateur des émissions de billets et des créations de monnaie scripturale. Alors le niveau général des prix n'a subi que des fluctuations modérées et se compensant à peu près à long terme, la valeur du franc en dollar, en livre sterling, ou en mark, a été parfaitement stable et l'économie n'a souffert ni de pénurie ni de pléthore de moyens de paiement. La pleine liberté qu'avait la Banque de France d'émettre des billets en contrepartie d'escomptes ou d'en retirer lui permettait de conférer à la masse monétaire toute l'élasticité souhaitable.

Rien ne garantissait, il est vrai, que la production mondiale d'or suffise, comme elle le fit, à fournir les pièces supplémentaires nécessaires pour régler des transactions qui se développaient sans cesse. D'autre part la Banque de France, société privée, aurait pu être plus préoccupée de réaliser des bénéfices par ses escomptes et moins soucieuse de conserver au franc sa valeur. Il n'y avait donc certitude ni d'une bonne croissance de la masse monétaire métallique, ni d'une bonne adaptation des quantités de billets aux besoins. Cependant, quand bien même le système monétaire ne comportait pas les automatismes parfaits dont on le crédite parfois, ses bonnes performances

contrastent avec les détestables résultats observés ensuite. Aussi éprouve-t-on une certaine nostalgie de la monnaie de ce temps ⁽⁴⁶⁾. Pourrait-on la rétablir ?

S'en remettre à nouveau à la production d'or du soin d'adapter la croissance de la masse monétaire aux besoins des économies serait faire un pari plus risqué qu'au XIX^e siècle. Les moyens de prospection sont devenus tels que, si l'or avait un prix élevé et garanti par un débouché monétaire illimité, peut-être sa production augmenterait-elle à l'excès. A l'inverse une fatalité géologique pourrait faire que sa production demeure insuffisante pour fournir les moyens de paiements nécessaires à une expansion raisonnable de l'économie mondiale. A quoi on peut ajouter que les deux principaux bénéficiaires du rôle monétaire rendu à ce métal seraient l'Afrique du Sud et la Russie, ce qui ne saurait réjouir les démocraties occidentales.

Quoiqu'il en soit, un retour à la monnaie d'avant 1914, fût-il souhaitable, serait impossible. Supposons en effet que des pièces d'or soient frappées et que, comme jadis, aucun billet n'ait une valeur égale ou inférieure à celle de ces pièces. Autrefois cela obligeait à se servir d'or pour certains paiements. Il n'en irait plus de même maintenant, l'usage largement répandu des chèques permettant d'effectuer tout règlement, quel qu'en soit le montant. Le signal essentiel que des demandes de remboursement de billets en pièces d'or constituaient pour les autorités monétaires ne fonctionnerait donc pas, à moins qu'on interdise le paiement de petites sommes par chèque ou carte de crédit pour contraindre à utiliser des pièces d'or, ce qui est une hypothèse irréaliste. Se résignerait-on à ce que l'usage de ces pièces ne soit pas obligé ? En ce cas elles ne seraient qu'objet de collection ou moyen de thésaurisation. Recherchées pour leur poids de métal et non pour leur valeur faciale, elles ne seraient plus véritablement une monnaie puisque ce ne serait pas en raison de leur pouvoir libérateur qu'elles seraient détenues. Il est donc vain de rechercher avant la première guerre mondiale un modèle qui permette de doter demain un pays d'une bonne monnaie.

Puisque d'autre part la convertibilité des billets en lingots s'est révélée un remède inadéquat de 1928 à 1936, on ne peut plus recourir qu'à une monnaie abstraite. C'est le cas actuellement. Non seulement aucune monnaie du monde n'est convertible en or, depuis 1973, ne fut-ce que de banque à banque centrale, mais depuis 1975 aucune n'est même plus définie théoriquement par un poids d'or.

La valeur de la monnaie ne résidant désormais qu'en son pouvoir d'achat, elle ne peut plus être sauvegardée que par des actions volontaires. Si une étude des années récentes, analogue à celle faite ici pour des temps anciens, était présentée, elle illustrerait la gravité des échecs subis au cours des vingt dernières années. Certes il sera toujours à craindre que des chocs imprévus, politiques, sociaux ou militaires, viennent provoquer de brutales hausses de certains coûts entraînant l'ensemble des prix, ce qu'aucune politique monétaire ne saurait suffire à contrecarrer. Ou encore que des politiques budgétaires ou sociales inadéquates aux capacités productives soient des facteurs d'inflation

(46) J.-M. Jeanneney . Aux nostalgiques de l'étalon-or. *Lettre de l'OFCE* n° 52, 24 février 1988.

irrépissibles. Mais pour que le pouvoir d'achat de monnaies abstraites ait de bonnes chances d'être à peu près maintenu durablement et que les utilisateurs de cette monnaie aient confiance en la pérennité de leur valeur, il faut que soit réalisé institutionnellement ce que l'usage de pièces d'or imposait naturellement : que les créations de monnaie soient limitées et que la détermination de leurs quantités échappe aux autorités politiques.

Il ne serait point sage de déterminer impérativement *a priori* un taux de croissance des masses monétaires, l'expérience des années antérieures à la première guerre mondiale ayant montré que d'assez amples variations des taux de liquidité étaient compatibles avec une suffisante stabilité des prix et probablement nécessaires au développement économique. Il s'agit de faire, semaine après semaine, que les quantités de monnaie ne soient ni excessives ni insuffisantes dans la conjoncture du moment et que les mouvements de capitaux équilibrent les balances des paiements. C'est là une tâche éminemment délicate, qui incombe principalement aux grandes banques centrales. Les moyens techniques en sont des interventions sur le marché monétaire et la modulation de coefficients de réserve appliqués aux banques commerciales.

Encore faut-il que le statut de ces banques leur donne la meilleure chance de bien remplir leur mission. Cela n'implique pas seulement que leurs dirigeants soient informés, compétents et bien intentionnés, mais qu'ils jouissent d'une grande indépendance vis-à-vis des pouvoirs politiques, trop souvent enclins à céder à des préoccupations immédiates, alors que toute monnaie doit être gérée avec des vues longues ⁽⁴⁷⁾. C'est devant les nations qui utilisent leurs monnaies que les dirigeants des banques centrales doivent être moralement responsables du durable maintien du pouvoir d'achat de ces moyens de paiement.

Que son unité monétaire ne soit pas définie par un poids d'or n'exclut pas qu'un Etat, directement ou par l'intermédiaire d'une banque, veuille posséder des lingots d'or, car ce métal, précieux et inaltérable constitue, sous un faible volume, une réserve capable de payer des importations en des temps difficiles pour faire face à des besoins urgents. Bien que l'or ne puisse plus être le pivot d'un mécanisme de régulation monétaire, il demeure la substance de trésors que tous les Etats gardent jalousement, tout comme, pendant des millénaires, les souverains et les plus riches de leurs sujets ont accumulé des bijoux, des pièces et vaisselles d'or ou d'argent, non seulement par luxe et ostentation, mais pour y recourir en cas de détresse.

(47) A. Prate, *La France et sa monnaie*, Julliard, 1987, Paris, 300 p.

Table des graphiques

jusqu'en 1913

- [1] Frappes d'or et d'argent en France.
- [2] Production d'or et d'argent dans le monde.
- [3] Masses monétaires en France.
- [4] Dépréciation de l'argent par rapport à l'or.
- [5] Taux d'escompte et rendements en France.
- [6] Coût de la vie en France et au Royaume-Uni.
- [7] Indices de liquidités en France.
- [8] Balance du commerce extérieur.
- [9] Balance des paiements courants en % du PNB.
- [10] Indice du PIB.

de 1919 à 1939

- [11] Cours du franc en dollar.
- [12] Coût de la vie en France.
- [13] Coût de la vie au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.
- [14] Disparité des prix français avec ceux des Etats-Unis.
- [15] Disparité des prix français avec ceux du Royaume-Uni.
- [16] Balance du commerce extérieur de la France.
- [17] Balance des paiements courants en % du PIB.
- [18] Production industrielle.
- [19] Production industrielle au Royaume-Uni.
- [20] Production industrielle aux Etats-Unis.
- [21] Taux d'intérêt en France.
- [22] Salaires réels.
- [23] Déficit budgétaire.
- [24] Masse monétaire.
- [25] Liquidités.

- [26] Encaisse or de la Banque de France en tonnes.
- [27] Actifs de la Banque de France en pourcents des engagements à vue.
- [28] PIB en France en milliards de F 1959.
- [29] PIB au Royaume-Uni en millions de £ 1959.
- [30] PIB aux Etats-Unis en \$ 1972.
- [31] Cours de la livre en \$.