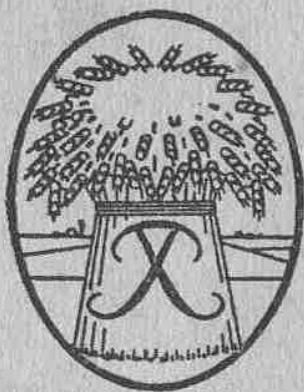


BIBLIOTHÈQUE POLITIQUE ET ÉCONOMIQUE

FRANCIS DELAISI

LA BATAILLE DE L'OR

L'APPAREIL MONÉTAIRE DÉTRAQUÉ
LE DUEL DE LA LIVRE ET DU DOLLAR
L'ATTAQUE CONTRE LE BLOC-OR
UN PLAN DE RESTAURATION MONÉTAIRE



PAYOT, PARIS

DU MÊME AUTEUR

A LA MÊME LIBRAIRIE

Les Contradictions du Monde Moderne 30 fr.

« Cet ouvrage est un véritable monument historique. *Les Contradictions du Monde Moderne* nous apporte sur l'énigme de notre temps une clarté éblouissante. Aucune des difficultés inextricables dans lesquelles se débattent nations et gouvernements de l'après-guerre n'est laissée dans l'ombre. »

JEAN DE PIERREFEU.

« C'est un véritable ouvrage de philosophie politique. Il a une valeur explicative, des vues générales qui dépassent l'optique restreinte des partis... De tels livres sont rares; il n'en est pas de plus utiles et dont le sujet soit plus passionnant. Francis Delaisi nous apprend beaucoup. »

JULES SAGERET.

« Ce livre débute par un véritable essai sur l'histoire universelle rempli d'aperçus toujours ingénieux et souvent profonds. »

EMILE BOREL, Membre de l'Institut.

Les Deux Europes 20 fr.

« Le salut de l'Europe est dans le retour à l'Europe. » Tel est le thème de ce volume. Il apparaîtra sans doute quelque peu schématique, et parfois tendancieux. Mais l'ouvrage est intéressant, truffé de statistiques instructives, et, souvent, donne à penser. »

MARCEL LAIR, *Revue des Sciences Politiques*.

« Ce livre intéresse tous ceux qui s'occupent de géographie économique. »

GEORGES BLONDEL, *Revue Economique Française*.

« Le nouveau livre de M. Delaisi porte plus qu'aucun autre la marque du talent si personnel qui lui permet de broser de larges tableaux d'ensemble et de tirer, de la masse des faits, des idées générales. »

Revue d'Histoire Economique et Sociale.

« Un livre quasi-prophétique. »

ALBERT FLAMENT, *Revue de Paris*.

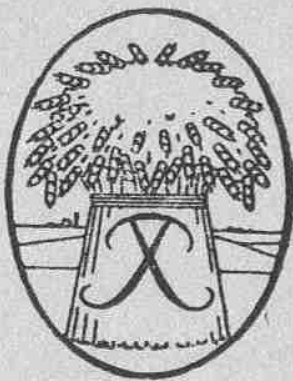
« Un livre curieux et suggestif. »

Documentation Catholique.

BIBLIOTHÈQUE POLITIQUE ET ÉCONOMIQUE

FRANCIS DELAISI

LA BATAILLE DE L'OR



PAYOT, PARIS

106, BOULEVARD ST-GERMAIN

1933

Tous droits réservés

Premier tirage, octobre 1933.

Tous droits de traduction, de reproduction et d'adaptation
réservés pour tous pays.

Copyright 1933, by Francis Delaisi

INTRODUCTION

MONNAIE NOUVELLE : PROBLÈME NOUVEAU

Il est toujours imprudent d'écrire l'histoire du présent. Des milliers d'hommes ont été témoins des événements que l'on raconte : ils en ont gardé des impressions différentes ; et tous sont en désaccord avec l'auteur, sans s'apercevoir qu'ils sont aussi en désaccord les uns avec les autres.

La vérité historique ! disait l'archiviste d'Anatole France. On est sûr de l'atteindre quand il n'y a sur un événement donné qu'un seul témoignage. S'il en existe plusieurs, ils se contredisent. C'est pourquoi le sage se contente d'écrire l'histoire du plus lointain passé.

A ce point de vue, j'ai été, je le crains, fort téméraire. Avant d'entreprendre l'histoire de la Conférence de Londres, il eût convenu, d'ailleurs, selon la règle du jeu, que les principaux acteurs du drame eussent disparu, et que l'événement n'intéressât plus personne. Pourtant, tout compte fait, peut-être voudra-t-on croire que ma tentative n'aura pas été inutile.

Ce qui manque le plus aux contemporains, c'est une vue d'ensemble des événements parmi lesquels ils vivent. Faute de quoi, tout le monde se débat dans

l'incertitude et le désordre. J'ai voulu en apporter une. Personne sans doute ne l'acceptera complètement; mais à la contredire, chacun y gagnera de voir plus clair autour de lui.

Pour l'homme d'affaires comme pour l'homme d'Etat, pour le capitaliste comme pour le salarié, le problème monétaire est devenu une angoissante préoccupation. Chaque jour suscite des difficultés nouvelles, et impose des solutions imprévues.

C'est qu'en fait nous manions un appareil tout neuf et que nous en connaissons à peine les possibilités et les limites.

Pendant vingt-cinq siècles, notre civilisation occidentale n'a connu d'autre moyen d'échange que la monnaie-métal.

Au cours du siècle dernier elle a vu la monnaie-papier circuler concurremment avec la monnaie métal.

Depuis la guerre, celle-ci a presque complètement disparu. Et voici qu'un troisième moyen de règlement, le chèque, tend à remplacer les deux autres.

Aux Etats-Unis, comme on le sait, presque toutes les transactions se règlent par chèque. Chaque banque compense par virements les chèques que ses clients tirent sur elle-même, ceux qu'ils lui remettent sur d'autres banques sont compensés par l'intermédiaire de la Clearing House la plus voisine. (Il y en a 191 qui, en 1929, ont réglé de cette manière un volume de transaction s'élevant à \$ 726.884.632.547.)

Celles-ci, à leur tour, règlent leurs soldes les unes sur les autres par l'intermédiaire de la Federal Reserve Bank de leur district; et les douze Federal Reserve Banks compensent entre elles par le moyen d'un dépôt d'or (Gold Settlement Fund) d'environ \$ 600 millions, qu'elles ont constitué entre les mains de l'Agent du Trésor à Washington.

Celui-ci prélève chaque jour sur l'or de l'une le solde qu'elle doit à l'autre. C'est ainsi qu'en 1929, il a réglé \$ 153 milliards de paiements sans avoir eu à déplacer plus de \$ 20 millions d'or par jour (1).

Ce phénomène n'est pas particulier à l'Amérique.

En 1932, le total des paiements faits par l'intermédiaire de la seule Banque de France s'est élevé à 2.267 milliards de francs. Là-dessus, 427 millions seulement ont été réglés en espèces, 367.369 millions ont été réglés en billets et 1.899.220 millions par virements (2).

Sur 100.000 francs, les billets comptent en moyenne pour 16.205 francs, les chèques et mandats, pour 83.776 francs, et l'or seulement pour 19 francs.

En pratique, dans tous les pays civilisés, l'or a disparu de la circulation intérieure et ne sert plus qu'au règlement des balances avec l'étranger (entre six pays seulement). Le billet de banque n'est plus guère em-

1. En 1929, année de la grande effervescence boursière les règlements journaliers du Gold Settlement Fund ont oscillé entre \$ 8.372.000 le 20 avril, et \$ 76.528.000 le 7 novembre lors de la grande panique de Wall Street.

(V. Acceptance Bulletin mai 1931.)

2. Rapport à l'Assemblée Générale des Actionnaires, 26 janvier 1933.

ployé que pour la consommation courante, et le commerce de détail (encore le chèque postal tend-il à le remplacer).

La véritable monnaie moderne, c'est le chèque (1).

L'expérience montre que toute monnaie a sa maladie propre, contre laquelle il importe de la défendre.

Au temps de la monnaie métallique, c'était l'altération du poids ou du titre. C'est pourquoi le souverain mettait sur la pièce son effigie, et envoyait aux galères les faux monnayeurs. (A moins qu'il ne fût lui-même de la fausse monnaie — dans ce cas, il ruinait ses sujets pour leur conserver un prince : c'est ce qu'on appelle la « raison d'Etat »).

Avec le billet de banque apparut un autre danger : la multiplication arbitraire des signes monétaires; — ce que nous appelons maintenant l'inflation. Pour l'empêcher on a dû réserver l'émission des billets à certaines banques, obéissant à certaines règles et soumises à certains contrôles. Et l'appareil a fonctionné assez bien, — tant que la raison d'Etat n'est pas intervenue.

Mais avec le chèque, tout particulier qui tire sur une banque crée une monnaie. Sans doute, il ne peut le faire que dans la limite de ses dépôts; et la banque veille en principe à ne pas laisser se former un découvert. Mais le mécanisme des avances sur titres combiné avec le réescompte à la banque d'émission permet

1. Un économiste aussi hardi qu'ingénieux prétend même qu'il devrait se substituer complètement aux deux autres. Jean Labadié, *La Politique du nouvel Argent*.

parfois le gonflement artificiel des dépôts. C'est alors l'inflation de crédit., beaucoup plus dangereuse — parce que moins visible — que l'inflation de billets (1).

Il en est résulté, particulièrement en Amérique, cette surproduction de capitaux qui, en provoquant une surproduction massive de marchandises, est à l'origine de la crise mondiale actuelle.

Comment en prévenir le retour? C'est là un problème entièrement nouveau — que l'on a posé déjà aux Etats-Unis — et qu'il faudra résoudre d'urgence.

Ce n'est d'ailleurs pas une simple question d'ordre intérieur.

L'expérience de ces dernières années a montré que, par l'inflation de crédit, on peut modifier le pouvoir d'achat d'une monnaie sans modifier son rapport avec l'or — ou inversement changer son rapport avec l'once d'or sans modifier son pouvoir d'achat intérieur.

C'est ainsi qu'on a vu la livre se déprécier brusquement de 30 % sur le marché du change sans que l'index des prix ait varié de façon sensible; — alors que d'autres pays, tout en maintenant rigoureusement la parité-or de leur monnaie, voyaient son pouvoir d'achat s'accroître de façon presque intolérable.

Mais de ce divorce entre le change et l'index résulte une prime (d'importation ou d'exportation selon que l'un ou l'autre monte ou fléchit) véritable dumping monétaire, d'autant plus perfide qu'aucune comptabilité ne le décèle.

1. Ces phénomènes ont été décrits avec beaucoup de précision par M. Dmitri Navachine : *La Crise et l'Europe Economique*, et aussi par M. Georges Boris : *Problème de l'Or et Crise Mondiale*.

Et c'est une nouvelle cause de troubles ajoutée à tant d'autres.

Si l'on veut, pour l'avenir, assurer le « fair play » entre les nations, il importe de faire en sorte que la parité des changes se règle sur la parité des pouvoirs d'achat.

Mais comment y parvenir?

Par des accords de gouvernement à gouvernement? Mais ceux-ci n'ont pas le contrôle des dépôts en banque, des avances sur titres et autres opérations.

Par des conférences internationales? On verra plus loin combien cette « diplomatie d'affaires » est inefficace et dangereuse.

Irons-nous donc à l'économie dirigée? Dirigée par qui? Au profit de qui?

Je dirais volontiers : par personne, au profit de tout le monde.

Dans toutes les usines électriques, il existe ce qu'on appelle un « tableau » où sont rassemblés d'une part tous les signaux qui indiquent à tout moment le travail des machines, et d'autre part les leviers qui règlent l'intensité et la distribution du courant. Un technicien manie les uns d'après les indications des autres. Certes, il peut se faire qu'il soit distrait, malade, ou encore que quelque intérêt ou quelque passion lui fasse faire parfois une fausse manœuvre. C'est pourquoi précisément on tend toujours à substituer à l'intervention humaine l'automatisme de la machine. C'est la loi même du progrès industriel; c'est aussi

celle de l'évolution naturelle. Que deviendrait l'homme si la moitié de son attention et de son effort devait être employée à régler les mouvements de son cœur, les contractions de son estomac, le rythme de ses poumons?

Assurément, il n'est point possible, ni d'ailleurs souhaitable, de supprimer la part de l'initiative dans l'économie. Mais il est des fonctions d'ajustement, comme précisément celles de la monnaie, où elle peut être réduite à un rôle de surveillance et de contrôle.

A mesure que l'appareil devient plus complexe — donc plus scientifique — il se prête moins à l'arbitraire.

Il ne suffit point de prendre des mesures transitoires, ou des accords précaires. A une fonction permanente, il faut un organe durable.

Pas de conventions, des institutions!

Certes tout contrôle limite certaines initiatives et réduit certains profits; mais il supprime aussi certains risques, dont la gravité ne peut échapper à personne.

Si les hommes d'expérience ne parviennent pas à organiser le contrôle de la monnaie nouvelle nationalement et internationalement sur des bases et par des moyens techniques, les gouvernements le leur imposeront par des méthodes administratives. Et ce sera le « capitalisme d'Etat » qui, on le sait bien, ne respecte pas plus les libertés économiques que les libertés politiques.

J'ai voulu, par une simple analyse des faits, montrer qu'une « restauration monétaire » était à la fois

urgente et possible dans le cadre d'une économie organisée. Ma seule ambition a été d'attirer l'effort des techniciens et l'attention du public vers cette recherche.

Notre civilisation industrielle date d'un siècle à peine. Elle a mis à notre disposition des mécanismes nouveaux dont nous connaissons à peine les rouages. Cette ignorance est la cause première de la crise où se débat le monde, — et le principal obstacle à sa solution (1).

Octobre 1933.

F. D.

1. L'impression de ce livre était achevée lorsque brusquement l'Allemagne s'est retirée de la Conférence du Désarmement (14 octobre). Après un tel événement, les préoccupations politiques prendront évidemment le pas sur toutes les autres. Pourtant elles ne supprimeront pas le malaise économique — au contraire. Or, pour les peuples européens, la ruine n'est pas un moindre danger que la guerre. Tôt ou tard — et quel que soit le régime dominant en Allemagne — il faudra bien restaurer l'appareil monétaire international par un effort commun. Voilà pourquoi je crois devoir malgré tout publier cette étude, qui s'attache uniquement à un problème technique.

Peut-être quelque lecteur trop pressé m'adressera-t-il le reproche si souvent formulé : comment osez-vous parler de prêter notre or à tant de pays qui ont manqué à leurs engagements, — et particulièrement à l'Allemagne qui pourrait s'en servir contre nous ?

Dans ce cas, je prie instamment le lecteur de se reporter au chapitre IV et particulièrement aux pages 142-144 et 149. Il y verra que l'or n'est en aucun cas remis aux emprunteurs ; il reste sous la gestion directe d'un *Fonds Commun*, qui peut être établi à Paris aussi bien qu'à Londres ; il ne peut être employé qu'au règlement des balances et au remboursement des « crédits gelés ». Il reviendra donc automatiquement aux Banques des pays créanciers, et celles-ci s'en serviront pour remettre, en billets, les sommes dues à leurs nationaux, ou à leur gouvernement, — qui sans cela ne les reverront évidemment jamais !

CHAPITRE PREMIER

POUR L'HEGEMONIE MONETAIRE

Lorsqu'en novembre 1932 M. Ramsay Mac Donald demanda qu'on réunît d'urgence — pour décembre — une Conférence monétaire internationale, il y eut dans le monde officiel — et particulièrement à la S. D. N., — une surprise générale et comme une sorte de malaise.

Sans doute la Conférence de Lausanne, après avoir réglé à peu près la question des Réparations, avait renvoyé les problèmes connexes à une prochaine Assemblée. Mais on n'avait vu là que l'habituel procédé dilatoire qui consiste à ajourner à d'autre temps des questions qu'on ne sait comment résoudre.

Le problème monétaire est de ceux-là. En décembre 1928, le Conseil de la S. D. N. avait constitué au sein du Comité financier, une « Délégation de l'or » composée des spécialistes les plus éminents. Cette délégation, après de longues délibérations, avait rédigé deux « rapports provisoires » admirablement documentés, où le problème était examiné sous toutes ses faces, — mais où les experts constataient qu'ils

n'étaient pas d'accord sur divers points importants. Dans ces conditions, on pensa généralement à Genève qu'une Conférence monétaire internationale aurait peu de chances d'aboutir, et qu'il serait préférable de ne pas compromettre l'autorité, déjà fort ébranlée, de ces réunions par un nouvel échec.

Certes, M. Ramsay Mac Donald n'ignorait rien de tout cela, il connaissait les scrupules des experts et les hésitations des gouvernements. Si pourtant il réclamait une réunion immédiate, — et proposait même d'en couvrir les frais — ce ne pouvait être que pour des raisons graves, et sous la menace d'un péril immédiat.

En fait, ce péril existe : en un an quarante-deux pays ont abandonné l'étalon d'or, ou ne le maintiennent artificiellement que par des moyens de fortune. Le mécanisme des règlements internationaux est complètement détraqué; les échanges en sont quasi paralysés; et l'on approche du moment où l'impossibilité de payer pour les pays débiteurs entraînera la ruine universelle des créanciers.

Les banquiers de la City ont été, comme il est naturel, les premiers à percevoir le danger. Mais le public européen, — et même les gouvernements, — ignorent trop l'importance de ce mécanisme et ses rouages pour que se soit produite la réaction salutaire. Il paraît donc nécessaire d'exposer d'abord la situation.

L'APPAREIL MONÉTAIRE INTERNATIONAL DÉTRAQUÉ

En principe, on le sait, tous les paiements d'un pays sur l'autre doivent se faire en or. Les billets de banque n'ayant cours que dans leur pays d'origine, il faut envoyer à l'étranger soit des espèces, — qui s'échangent entre elles selon le poids d'or fin qu'elles contiennent, — soit plus simplement des lingots.

Le total des marchandises expédiées d'un pays à l'autre s'est élevé en 1929 à trente-cinq milliards de dollars; ajoutez-y environ 4 milliards de dollars pour les emprunts à l'étranger, les frets, les dépenses de touristes, les sommes envoyées par les émigrants à leurs familles : le montant des paiements à faire est de l'ordre de \$ 40 milliards par an. Mais le total de l'or monétaire existant dans le monde ne dépasse guère \$ 11 milliards. D'où il suit que si tous les paiements devaient être faits réellement en or, tous les lingots et les espèces seraient constamment sur les paquebots, les wagons et les avions à la poursuite des fournisseurs ou des créanciers.

On a donc dû recourir à cette sorte de monnaie auxiliaire qu'on appelle les « devises ». Lord Goschen, en son traité classique du change, en énumère quatorze espèces. D'après leur origine, on peut les ramener à deux : les effets de commerce provenant du mouvement des marchandises, et les devises financières provenant du mouvement des capitaux (em-

prunts d'Etats, titres de sociétés, coupons, etc.).

Un négociant parisien, ayant vendu des bijoux à New-York, reçoit en paiement un chèque ou une traite de 1.000 dollars; un filateur de Rouen, qui a acheté du coton à la Nouvelle-Orléans, acquiert ce papier moyennant 25.000 francs (1) et l'envoie à son fournisseur de la Nouvelle-Orléans, lequel le fait encaisser à New-York par son banquier. Ainsi le vendeur français a reçu des francs-papier, le vendeur américain des dollars-papier et tout s'est réglé sans déplacement d'or.

En fait ces opérations se font par l'intermédiaire des banques, qui escomptent les traites et les échan- gent entre elles sans que les négociants aient à s'en occuper. Si, a un moment donné, une banque n'a pas assez d'effets de commerce pour régler le paiement qu'on l'a chargée de faire à New-York elle peut remettre des coupons d'une société américaine venant à échéance ou même des titres. Il y a des valeurs, comme la *Royal Dutch* ou le *Suez* par exemple, qui sont négociées sur tous les principaux marchés du monde, et qui ont toujours, (grâce à l'*arbitrage*), sensiblement le même cours sur les diverses places. Comme le banquier peut donner l'ordre d'achat ou de vente par télégramme ou par câble-transfert, ces titres constituent un véritable moyen de paiement international.

Naturellement un banquier peut indifféremment

1. Ou 17.000 francs au cours du change actuel.

régler une opération commerciale par une remise de titres, ou un paiement de coupons par un effet de commerce. Toutes ces devises centralisées par les banques forment un marché, où les cours varient selon la loi de l'offre et de la demande.

Si, par excès de demandes, le cours d'une devise monte à un chiffre plus élevé que ne coûterait un envoi d'or (fret + assurance + perte d'intérêts pendant la durée du voyage), alors seulement, le banquier ou le négociant préférera payer en métal. Dans ce cas, il remettra des billets à la Banque centrale de son pays qui est tenue en temps normal de les rembourser en or, et il expédiera la somme en pièces ou lingots.

A cet effet, toute Banque centrale possède toujours un approvisionnement complet de ces divers moyens de paiement : et elle fait connaître chaque semaine au public ce qu'elle détient d'or (encaisse métallique) et de devises étrangères (portefeuille-effets et portefeuille-titres).

Tant qu'elle peut livrer de l'or à quiconque en demande, le cours de la devise nationale ne peut varier que dans la limite des frais d'expédition du métal (gold points). Tel est ce qu'on appelle le régime de l'étalon-or.

C'est ce mécanisme monétaire, adopté par une soixantaine de pays qui a permis le développement prodigieux des échanges internationaux au cours du XIX^e siècle, et la mise en valeur, grâce aux emprunts internationaux, de tant de régions naguère inexploitées.

C'est ce mécanisme qui est aujourd'hui à peu près complètement détraqué.

Par l'effet de la crise mondiale et de la chute générale des prix, le montant total des importations est tombé de \$ 35 milliards à environ \$ 13 milliards. C'est dire que le volume des devises commerciales s'est trouvé brusquement réduit des deux tiers. Il est vrai qu'en principe, comme toute exportation d'un pays correspond à une importation dans l'autre, le nombre des demandes a dû baisser dans la même proportion que celui des offres. Mais ce n'est pas rigoureusement exact. En effet, il ne peut exister de comptabilité au jour le jour de tous les échanges; et un pays ne s'aperçoit qu'il a acheté plus qu'il n'a vendu que lorsque précisément les devises commerciales qu'il détient sont insuffisantes. En fait, malgré des mesures souvent draconiennes prises pour ramener les importations à la limite des exportations, dans beaucoup de pays la balance commerciale est restée déficitaire.

Il a donc fallu recourir de plus en plus aux devises financières. Mais, dans toutes les bourses du monde, tous les titres ayant un marché international ont considérablement baissé depuis le début de la crise : il faut aujourd'hui par exemple vendre deux actions Royal Dutch pour acquitter une dette qu'on aurait payée il y a trois ans avec un seul de ces titres.

En outre, par suite de la crise de confiance et de l'insécurité générale, les émissions de valeurs étrangères sur les grands marchés financiers sont devenues

de plus en plus rares. Pour les Etats-Unis, l'Angleterre et la Hollande, elles sont tombées de \$ 1.307 millions en 1930 à \$ 290 millions en 1931.

Par contre le service des emprunts à revenu fixe (fonds d'Etats ou obligations) est naturellement resté le même. D'où il suit que l'offre des devises financières s'est considérablement réduite, alors que la demande augmentait (pour les pays débiteurs tout au moins) sous la double pression des intérêts immuables et des balances commerciales déficitaires.

Il en résulte que les demandes d'or se sont accrues. Dans les pays pauvres en particulier, ou en voie de développement, les importateurs, les sociétés anonymes à capital étranger et les gouvernements eux-mêmes ont tiré sur l'encaisse or de la banque nationale; et, ce courant de sortie n'étant plus compensé par des emprunts au dehors, la réserve d'or a baissé rapidement jusqu'à la limite imposée par la loi pour la couverture des billets.

Alors les citoyens aisés ont commencé à douter de la stabilité de leur monnaie nationale et, pour se mettre à l'abri d'une dépréciation possible, ils ont acheté des titres étrangers (en dollars, florins, francs-suisse, etc., etc.).

Comme ces mouvements se font le plus souvent par à-coups brusques à forme de panique, ils ne rencontrent jamais assez de devises commerciales ou financières sur le marché national et impliquent de nouvelles demandes d'or à la Banque.

Ainsi chez les pays pauvres, la fuite des capitaux

s'est ajoutée au poids des dettes extérieures et au déficit des balances commerciales pour vider les réserves métalliques des banques d'émission.

A la vérité, l'or qui sort ainsi des unes rentre chez les autres. Quelques « pays refuges » comme les Etats-Unis, la France, la Suisse, la Hollande, recevant de toutes parts des capitaux alors qu'ils n'en prêtent plus, ont vu leurs réserves métalliques s'accroître; — même quand leur balance commerciale était déficitaire.

Mais ce mouvement en « sens unique » tendait à concentrer tout l'or dans les mêmes mains, et par conséquent à le raréfier sur le marché. Pour éviter tous ces inconvénients, beaucoup de banques d'émission, dans les petits pays, prirent l'habitude d'acheter des devises « acceptées » par les grandes banques des pays riches (surtout des devises libellées en sterling ou en dollars). Elles les comptaient dans leur encaisse comme de l'or, sous prétexte qu'on pouvait à tout moment se les faire rembourser en or à Londres ou à New-York. Au lieu d'une « couverture » métallique (Gold Bullion Standard) elles avaient une couverture en devises-or (Gold Exchange Standard).

Mais la chute soudaine de la livre, le 21 septembre 1931, fit subir à ces réserves-devises une brusque dépréciation allant parfois jusqu'à 30 %. D'où impossibilité pour beaucoup de pays de maintenir la convertibilité de leurs billets en or.

Quant aux banques riches, averties du danger par ce coup de surprise, elles se mirent à exiger le rem-

boursement en or de la plupart des devises étrangères qu'elles avaient encore en portefeuille.

En deux ans, de fin 1929 à fin 1931, quatre d'entre elles, les Banques nationales de France, Hollande, Suisse et Belgique ont ainsi accru leurs encaisses métalliques de 78 %, soit \$ 1.697 millions dont \$ 555 millions ont été enlevés aux autres banques européennes, et \$ 1.142 au reste du monde.

Etrange situation! Par l'effet de la contraction universelle des devises, tous les pays débiteurs se trouvaient de plus en plus obligés de payer en or; mais précisément l'or se trouvait accumulé chez leurs créanciers, ce qui leur enlevait tout moyen de s'acquitter.

VERS L'INSOLVABILITÉ UNIVERSELLE

Dès lors il ne restait plus à ces malheureux pays que deux alternatives :

Ou bien abandonner l'étalon-or et livrer leur monnaie nationale à toutes les fluctuations au marché du change — ou bien maintenir artificiellement la *couverture* métallique de leurs billets pour éviter les troubles monétaires à l'intérieur. Mais alors il leur fallait régler exactement leurs paiements sur leurs ventes au jour le jour en instituant le « contrôle des devises. »

Vingt-quatre pays, dont l'Angleterre et les Etats-Unis, ont adopté la première solution : elle a eu pour résultat d'entraver toutes les transactions avec ces

pays en les compliquant d'une spéculation toujours aventureuse sur les changes.

Vingt et un autres ont préféré la seconde solution : ils doivent donc réduire leurs importations aux choses de première nécessité, au risque de paralyser leur activité intérieure. Et cela fait, il ne leur reste plus généralement assez de moyens de paiements pour régler les intérêts de leurs dettes extérieures, ou rembourser les sommes empruntées à court terme.

D'où l'extension incessante des « moratoires » publics et privés et des « crédits gelés ».

Au total quarante-six pays civilisés, représentant près de 75 % du commerce mondial, se trouvent aujourd'hui, faute de moyens de paiements suffisants, dans une situation anormale.

Ils n'en sont pas les seules victimes. Car les débouchés des pays qui ont gardé l'étalon-or se trouvent souvent envahis par les exportations de ceux qui l'ont abandonné; et leurs propres exportations se trouvent entravées par ceux qui ont établi le contingentement des devises. Leur commerce extérieur est ainsi « handicapé », tandis que leur épargne et leur budget subissent de sérieux dommages du fait des créances non remboursées et des intérêts non payés.

Actuellement, beaucoup de pays, ruinés par la baisse des prix, refusent de payer les arrérages de leurs dettes extérieures, publiques et privées. D'autres versent bien en monnaie nationale le montant de leurs coupons, mais faute de devises ne peuvent plus les « transférer » à leurs créanciers.

L'Argentine tient actuellement 400 millions de pesos à la disposition de ses créanciers étrangers, qui ne peuvent les recevoir. Et telle société, travaillant avec des capitaux étrangers, a versé en pesos à Buenos-Ayres de copieux dividendes que ses actionnaires européens ne peuvent toucher.

Curieuse situation où même les entreprises en bénéfices sont pratiquement en état de cessation de paiements!

Nous allons rapidement au moratoire général de toutes les dettes extérieures, publiques et privées. Ceci entraînera par contre-coup la faillite des créanciers. Encore quelques mois de ce régime et c'est l'insolvabilité universelle.

Comprend-on maintenant pourquoi il était nécessaire et urgent de convoquer une Conférence monétaire internationale?

Six mois pourtant ont passé depuis le S. O. S. lancé par M. Ramsay Mac Donald, et la Conférence qu'il voulait réunir en décembre 1932, après avoir été ajournée à mars, fut finalement renvoyée à juin 1933.

Pourquoi donc ces retards, en face d'un danger imminent? On a donné d'abord pour raison la nécessité de préparer soigneusement les travaux afin d'éviter un échec qui, survenant après tant d'autres, rendrait plus sceptique encore l'opinion à l'égard des Conférences.

Mais qu'on lise le « Projet d'ordre du jour annoté », déposé fin janvier par les experts, on n'y trouvera

rien de plus que ce qui s'étalait déjà dans les précédents rapports. La presse technique a laissé percer d'autres motifs :

— Stabilisez d'abord la livre sterling, disaient les Américains et les Français : une partie du problème se trouvant ainsi résolue, on saura sur quelle base ferme on peut asseoir les décisions de la Conférence.

— Non, répliquaient les Anglais, car le rétablissement universel de l'étalon-or suppose tout un ensemble de conditions préalables, économiques et financières. Réunissons d'abord la Conférence, nous stabiliserons ensuite la livre.

Pendant qu'on se disputait ainsi, le temps passait.

LE DUEL DE LA LIVRE ET DU DOLLAR

On a vu que, en thèse générale, les paiements d'un pays sur l'autre se règlent par échange de devises entre importateurs et exportateurs d'un même pays.

Mais en fait, le mouvement des marchandises comme celui des capitaux obéit à des fluctuations incessantes, si bien que l'offre et la demande de devises de deux pays à un moment donné ne s'équilibrent jamais exactement.

La France, par exemple, peut avoir aujourd'hui un excédent de devises sterling sur l'Angleterre dont elle ne trouve pas chez elle le placement, alors qu'il lui manque des devises dollars pour régler ses comptes avec l'Amérique. Il importe donc qu'il y ait quelque part un *marché central* des devises où chacun puisse

placer ses excédents et acheter ce qui lui manque. Pour jouer ce rôle de « Chambre de Compensation » internationale, il doit remplir trois conditions :

1° Avoir le commerce extérieur le plus étendu et le plus varié; de façon à tenir toujours à la disposition de ses clients étrangers le stock de devises le plus abondant et le plus divers.

2° Etre le plus grand marché des capitaux, afin qu'on puisse toujours, à défaut de devises commerciales, trouver chez lui des titres de tous pays.

3° Etre le plus grand marché de l'or pour que, au cas où l'on ne trouverait chez lui ni effets de commerce ni titres d'un pays donné, on puisse aisément se procurer du métal.

Pendant près d'un siècle, Londres a rempli ces trois conditions.

Ayant sacrifié de bonne heure son agriculture à son industrie, le volume de son commerce extérieur devint très vite le plus considérable; et sa marine marchande, la plus forte du monde, apportait chaque jour à ses banques, avec les marchandises de tous les pays, des traites documentaires sur toutes les places du monde.

Par voie de conséquence l'enrichissement rapide dû à son magnifique développement industriel fit d'elle le plus grand marché des capitaux, accumulant au Stock Exchange les titres de tous les gouvernements, de toutes les principales banques, chemins de fer et sociétés diverses de l'Univers.

Enfin, le hasard a voulu que les deux tiers de l'or

produit dans le monde provinssent de ses colonies et Dominions : Afrique du Sud, Australie, Canada, Inde, etc., etc. Attirées par les facilités de transport et d'assurance qu'offraient les Compagnies de navigation et les Compagnies d'Assurances britanniques, les mines d'or prirent l'habitude d'envoyer chaque semaine leur production à Londres pour y être vendue aux enchères.

Si tout l'or offert ne trouvait pas preneur, la Banque d'Angleterre s'arrangeait pour acheter toujours le solde, quelle qu'en fût l'importance, si bien que les mines n'avaient pas à se préoccuper de chercher ailleurs un débouché quelconque. Et comme la Banque d'Angleterre achetait, en quelque quantité que ce fût, l'once d'or contre 84 shillings et la vendait au même prix, elle stabilisait du même coup automatiquement le cours de l'or et celui du sterling.

Dès lors quiconque, gouvernement ou particulier, ou banquier, avait un règlement à faire à l'étranger et ne trouvait pas ce qu'il lui fallait sur le marché national, prit l'habitude de s'adresser à Londres, où il était toujours assuré de trouver en abondance au meilleur compte papier de commerce, titres, ou or à son choix.

C'est ainsi que la *City* fut pendant plus d'un siècle la Chambre de Compensation, le *Clearing House* de l'Univers.

A ce titre, elle a rendu un service immense à l'Europe et au monde. Et, comme il est naturel, ce service a été pour elle une source considérable de profits.

En raison de la stabilité assurée de la livre, on vit le négociant danois, passant un achat de café au Bré-

sil, établir le contrat « payable en sterling » — même si la marchandise ne devait pas toucher Londres.

Les banques anglaises qui escomptaient ces traites *documentaires* pouvaient connaître les prix consentis par les industriels allemands ou français au Brésil ou en Grèce, les quantités vendues, les noms des clients, — et en faire profiter l'industrie britannique.

Tous ces négociants étrangers laissaient une partie de leurs recettes en compte-courant dans les banques anglaises en vue de paiements prochains, — augmentant ainsi le volume des « dépôts » que le grand établissement de crédit s'empressait de prêter à d'autres clients, à très court terme à son propre profit.

Ainsi l'argent était toujours abondant à Londres. Le taux du réescompte, toujours plus bas qu'ailleurs, attirait les effets de toutes les banques continentales un peu encombrées. Et il suffisait que la Banque d'Angleterre haussât d'un demi point son taux d'intérêt pour que toutes les banques du monde fussent obligées d'en faire autant.

Du fond de son bureau, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, en parcourant les relevés de son portefeuille, pouvait connaître la situation économique de n'importe quel pays aussi bien, et souvent mieux, que le gouvernement de ce pays. Bien plus : apprenant (grâce aux câbles sous-marins qui tous aboutissaient à Londres), les nouvelles de partout avant tout le monde, il pouvait parfois, par un simple déplacement de crédits à court terme, faire pression sur la politique des Etats.

Cette fonction de *Clearing* suprême a fait de la City, pendant tout un siècle, la capitale économique d'un monde beaucoup plus internationalisé qu'il ne l'imagine. Nul doute qu'elle ait été pour l'Empire britannique le pilier le plus solide de sa prospérité et de sa puissance. Or la guerre mondiale, — victorieuse seulement en apparence — lui a fait perdre cette hégémonie monétaire.

Pendant toute la première année de cet immense conflit, les deux trésoreries anglaise et française durent financer non seulement l'approvisionnement de leurs armées mais celui de leurs alliés plus pauvres. Dès la fin de 1915, la France avait engagé à New-York pour payer le fournisseur américain, tout son or retiré de la circulation, et tous ses meilleurs titres français et étrangers. L'Echiquier britannique dut alors porter seul tout le fardeau. Mais il s'épuisa à son tour, et en mars 1917 il en vint à ne pas pouvoir faire face à une échéance de £ 50 millions.

Heureusement en avril les Etats-Unis entraient en guerre et dès lors c'est le Trésor américain qui devint le seul et unique banquier de la guerre. Pompant par ses emprunts de la « Liberté » de la « Victoire », etc., les capitaux que les Alliés avaient remis à ses citoyens, il les employait à payer les fournitures qu'il continuait de faire (à crédit) aux belligérants devenus maintenant ses « associés ».

Etrange renversement des positions :

Au début de la guerre (1914) il était débiteur de

l'Europe pour \$ 5 milliards; à la fin, il était son créancier pour \$ 10 milliards.

En 1919, les Alliés victorieux réunis à Versailles s'occupèrent à partager le butin, démembrant politiquement l'Autriche-Hongrie, économiquement l'Allemagne. Quant à l'oncle Sam, généreusement, il n'exigeait rien des vaincus; il n'avait pas besoin de territoires. Mais il n'entendait pas négliger ses chances : « business as usual. » Il avait maintenant un commerce extérieur qui égalait en volume et en étendue celui de la Grande-Bretagne. Il possédait un énorme portefeuille de toutes les meilleures actions et obligations, souscrites autrefois par l'Angleterre et la France. Et il avait pris des créances à court terme sur tous les gouvernements, villes et services d'utilité publique dans le monde entier. Enfin il avait dans ses caves la moitié de l'or du monde.

Dès lors pourquoi ne saisisrait-il pas à son tour cette royauté monétaire, qui avait si bien servi pendant un siècle l'Empire britannique?

Précisément Londres et Paris ne maintenaient leurs devises au pair que grâce à son soutien...

Brusquement, en mars 1919, Washington dénonça l'« accord du change » conclu en 1917.

Aussitôt la Banque d'Angleterre, incapable de livrer de l'or, laissa fléchir le sterling, — et le franc lui-même commença sa lente glissade.

Le dollar restait la seule monnaie stable.

Désormais, c'était Wall Street qui allait devenir le *Clearing* universel. La livre céda au dollar la royauté.

Et ce n'était pas le moindre profit de la victoire! Déception!

La livre a beau baisser; la *City* reste le principal marché des devises et les mines sud-africaines continuent de vendre leur or à Londres.

Ce n'est pas que les « cambistes » ne préféreraient acheter des dollars, malheureusement... ils n'en trouvent pas.

On a vu que tout l'art du cambiste tend à remplacer l'envoi de métal (toujours onéreux) par un envoi de devises. Une traite arrivée à maturité ou un chèque ne diffèrent pas sensiblement d'un billet de banque : celui-ci n'est après tout qu'un chèque au porteur sur la Banque d'émission; on l'accepte pour sa valeur or simplement parce qu'on sait, par le bilan hebdomadaire de la banque, qu'il n'est pas « sans provision ». Toutefois si l'on remet en paiement à un importateur parisien une traite sur un négociant de Boston *qu'il ne connaît pas*, quelle garantie aura-t-il que l'effet sera payé à l'échéance?

Mais supposez que la Banque Morgan, par exemple, ayant escompté la traite en question, ait écrit en travers ce simple mot *accepté*, aussitôt l'effet de l'obscur négociant de Boston sera reçu sans difficulté par toutes les banques de tous les pays pour sa valeur en dollars.

Grâce au mécanisme de l'*acceptation* les grandes banques peuvent ainsi créer une véritable monnaie internationale.

Il est vrai qu'à ce jeu la banque substitue sa res-

ponsabilité à celle du négociant, et doit payer à sa place en cas de défaillance. Aussi ne donne-t-elle pas sa signature au hasard. Elle classe les effets de son portefeuille, d'après la solvabilité du client, en papier de première, deuxième classe, etc..., et perçoit un léger intérêt pour le risque qu'elle assume.

Mais comment classer la signature d'un exportateur de café brésilien ou d'un acheteur de machines établi à Changhaï si l'on n'a pas sur place une banque filiale, fixée depuis longtemps dans le pays et capable de vous défendre contre les mille artifices de clients malhonnêtes ou simplement aventureux?

Par malheur les banques américaines n'avaient point de succursales à l'étranger : (avant la guerre mondiale, elles importaient des capitaux et n'en exportaient pas). Seule la Grande-Bretagne avait pu, au cours d'un siècle entier d'expansion, établir, dans tous les ports et sur tous les grands marchés de l'univers, un immense réseau de banques correspondantes ou affiliées, dont les dossiers contenaient l'histoire, constamment tenue à jour, de l'activité de toute maison ayant quelque importance dans le commerce mondial.

Travail de longue patience, exigeant un personnel au courant des législations, méthodes et usages si divers de tous ces pays. Tout cela ne s'improvise pas, même à force de dollars. Et les Américains s'aperçurent avec stupeur que, en dépit de la dépréciation de la livre, leurs clients étrangers, et même leurs nationaux, recouraient à l'*acceptation* des banques anglaises, et allaient se faire « compenser » à Londres.

On comprit alors à *Wall Street* que la clef du royaume du change c'était l'« acceptation ».

Dès la fin de 1918, sur l'initiative de M. Paul Warburg, quelques grands financiers de New-York avaient fondé l'*Acceptance Council* pour faire l'éducation des banquiers américains. Mais il fallait trouver au dehors une contre-partie; sur toutes les grandes places dans les deux hémisphères on vit surgir de magnifiques succursales de la *Guaranty Trust*, de la *Bankers Trust*, de la *National City Bank*, etc... Seulement s'il est facile de construire en six mois un magnifique building, le personnel expérimenté, les dossiers, les services de renseignements se forment lentement.

Puisqu'on voulait, au plus vite détrôner Londres, on rechercha l'appui des quelques grandes banques françaises, suisses, hollandaises, et l'on fonda avec elles l'*International Acceptance Co.*

Par malheur, la France, — quoiqu'elle fût depuis un demi siècle, après l'Angleterre, le plus gros exportateur de capitaux du monde, — ne s'était jamais occupée d'organiser le trafic des effets sur l'étranger. Chose étrange! A la veille même de la guerre, la plus grande banque parisienne de dépôts faisait ses opérations de change à Londres par l'intermédiaire de la *Deutsche Bank*!

Là non plus, il n'y avait pas d'organisation toute faite et la *City* pouvait considérer avec un sourire ironique l'ambition et l'inexpérience de ses rivaux.

Mais en 1924 le mark allemand est stabilisé, le Plan Dawes le met pour un temps à l'abri de toute fluc-

tuation; les capitaux allemands réfugiés dans les banques suisses et hollandaises, reviennent se mettre (à court terme) à la disposition des banques du Reich. Celles-ci rentrent dans le jeu.

Et Londres se trouve soudain, avec sa monnaie instable, en face d'une coalition redoutable : l'énorme volume des devises américaines pouvant s'échanger avec la masse considérable des effets en francs français, florins, marks, etc., sous la direction d'un personnel allemand, suisse et hollandais de premier ordre. Pour peu que la coalition réussît, il ne resterait plus à Londres que les devises en monnaies dépréciées.

Cette fois la City n'a plus le sourire. D'urgence on décide de stabiliser la livre; et comme elle ne pourrait tenir sous la menace de l'énorme dette flottante contractée pendant la guerre, M. Baldwin court à New-York pour consolider la dette britannique. Sans consulter ses codébiteurs, il accepte les conditions les plus draconiennes. Avant tout, il faut sauver la suprématie britannique sur le marché du change!

En 1925 le *sterling* est rétabli à son ancienne parité-or.

Le seul handicap du *Clearing* anglais a disparu.

Alors s'engage à travers le monde une lutte acharnée.

Wall Street, profitant de la stabilité incontestée du dollar, utilise surtout le prêt à long terme, — qu'il peut offrir à bon marché en raison de l'excessive abondance des capitaux disponibles. Il décide le Canada,

les Etats de l'Amérique latine à rembourser une partie de leurs emprunts à Londres pour les remplacer par des émissions à New-York. Même l'Afrique du Sud et l'Australie commencent à emprunter sur le marché américain.

Battue sur le terrain des emprunts à long terme, Londres se défend mieux sur celui du crédit à court terme. Ici la responsabilité du banquier est plus grande, et son prestige personnel agit davantage. La City reprend ses anciennes relations d'avant-guerre avec les Banques Centrales du Continent. A ce moment presque toutes, en raison de la disette d'or qui se fait déjà sentir, cherchent à remplacer une partie de leur encaisse-or par des devises de premier ordre rapportant intérêt. Mais comme ces devises doivent à tout moment être remboursables en or, on choisit de préférence des devises en sterling en raison des facilités spéciales du marché de Londres.

Insensiblement le *Gold Exchange Standard* (à base de sterling) se substitue au *Gold Bullion Standard* (à base de lingots). Des relations très étroites s'établissent entre les banques de Londres et celles de Vienne (Crédit Anstalt) d'où les crédits en sterling s'épandent sur les pays danubiens et balkaniques.

Naturellement New-York n'entend pas se laisser battre sur ce terrain : des maisons de second ordre : (*Dillon Read Co, Harris Forbes Co, Blair and Co*) se spécialisent dans le financement de l'Europe et prennent un rapide essor.

Au fond, le jeu est assez facile : sous la garantie de

quelque monopole ou concession (allumettes, chemins de fer, etc.), des *Holdings* achètent ou émettent des titres sur lesquels de puissantes banques leur accordent des avances. On prend des crédits-dollars à 2 % à New-York qu'on prête à 6 % à Berlin, à 8 % à Vienne, etc... Et voici qu'apparaissent au firmament bancaire des étoiles nouvelles : tandis que Löwenstein de Bruxelles s'approvisionne de préférence à Londres, Insull de Chicago pompe les crédits du Middle West, cependant que Ivar Kreuger, le bon samaritain suédois, puisant un peu partout en Angleterre, au Canada et même en France, se fait une spécialité de secourir les Etats en détresse, sur la fragile base d'un trust d'allumettes.

Sous le couvert de ces brillants pavillons, les capitaux évadés (et quasi improductifs) s'empressent de rentrer vers leurs pays d'origine où l'argent est rare, et les taux élevés.

Londres et New-York rivalisent, à qui fournira le plus de capitaux au monde pour assurer la suprématie de leur devise. Il n'est pas douteux que cette lutte pour l'hégémonie monétaire a puissamment contribué au relèvement de l'Europe pendant les années 1924-1928.

L'HEURE DE LA FRANCE.

Mais alors surgit dans le champ clos un combattant imprévu.

Pendant les années 1921-1926, des millions de Français, désireux de soustraire leur épargne à la dépré-

ciation de la monnaie nationale, avaient acheté en masse des titres et devises étrangères pour une somme évaluée à environ un milliard et demi de dollars. (trente-cinq milliards de francs actuels).

Lorsque en 1926, M. Poincaré eut stabilisé le franc, (à quatre sous) les heureux possesseurs de devises étrangères s'empressèrent de « rapatrier » leurs capitaux. Ils coururent à la banque pour échanger leurs devises contre des francs. La Banque de France leur remit des billets neufs (qu'une loi spéciale l'autorisa à fabriquer à cet effet), et elle garda les devises.

De ce trésor imprévu, l'Etat, légitime propriétaire, fit deux parts : il attribua l'une à sa Trésorerie pour le paiement de quelques dettes à l'extérieur, et il confia le reste en gérance à la Banque de France, qui elle-même en remit une partie à quelques grandes banques privées, spécialisées dans les affaires de change.

La France se trouva ainsi brusquement détenir le plus gros approvisionnement de devises étrangères.

Ne pouvait-elle aspirer à son tour au rôle de *clearing* universel?

Malheureusement on s'aperçut très vite qu'il ne suffit pas de détenir une marchandise, il faut encore lui trouver acheteur.

Or la part de la France dans le commerce mondial était relativement faible (six à sept pour cent); le marché des titres, encore sous le choc de l'inflation, somnolait. Paris était un marché d'offres, il lui manquait la demande.

On eut la chance en 1929, pendant le gigantesque « boom » américain, de pouvoir placer quelques milliards « en report » chez les brokers de *Wall Street*. Mais, après s'être tiré indemne du krack d'octobre, il fallut bien, pour obtenir un revenu de ses devises, recourir à la place de Londres.

On les prêtait à 2 % aux banques anglaises, qui les prêtaient à 5 ou 6 % aux banques allemandes, lesquelles les employaient en crédits à 8 ou 9 %, à Vienne qui les reprêtait à Budapest ou Bucarest à 12 %, — à moins qu'on s'en servît, à Berlin, pour escompter des fournitures aux Soviets.

Mais fort prudemment la Banque de France laissait les risques de ces opérations à ses bons amis anglais. A la fin de 1930, d'après le rapport du gouverneur, la Banque avait ainsi pour 17 milliards de francs en livres dans les banques britanniques.

A ce moment, Londres restait le grand marché des devises; Paris se contentait de l'approvisionner, lui donnant ainsi le moyen de lutter contre *Wall Street*.

Mais voici que la crise s'aggrave.

A l'automne 1930, les paysans danubiens dont le blé a baissé de moitié ne peuvent rembourser les livres et dollars prêtés par Vienne : le *Credit Anstalt* qui a absorbé le *Crédit Foncier* autrichien va sombrer. On appelle la France au secours. Mais le gouvernement veut monnayer son appui financier contre quelque avantage politique. M. Tardieu cherche à imposer son « plan danubien » à la place de l'Anschluss. Pendant qu'on se dispute, le *Credit Anstalt*

succombe. Par contre-coup, les banques allemandes sont en péril, l'encaisse-or de la Reichbank se vide.

Si l'on exige le paiement des Réparations à l'échéance du 15 juin, le mark va s'effondrer. Londres et New-York, dont les capitaux sont en péril, n'y peuvent consentir. Le Président Hoover proclame le moratoire des Dettes et des Réparations.

Mais Paris proteste, discute, et finalement cède.

Trop tard encore! Le Reich pour sauver sa monnaie a dû obtenir un moratoire général de ses dettes privées.

100 millions de livres, et peut-être deux fois plus de dollars en crédit à court terme, sont « gelés » en Allemagne.

Alors les capitalistes anglais prennent peur à leur tour, et veulent retirer leurs dépôts qui ne sont plus disponibles.

Cette fois la Banque de France, qui a encore plus de 7 milliards placés en devises sterling, accourt. De compte à demi avec la *Federal Reserve* américaine, elle prête cinquante puis quatre-vingt millions de livres à son ancienne rivale.

Trop tard, toujours! La panique se déclare à Londres. Le 21 septembre 1931 la livre succombe; et la Banque de France — en dépit ou à cause de sa prudence — perd 2 milliards 1/2 de francs.

Cependant en six semaines, douze pays, entraînés par la faillite anglaise, abandonnent l'étalon-or; les autres, pour éviter le même sort, établissent le contrôle du marché des devises.

Tout le monde a besoin de change juste au moment où les deux grands fournisseurs ont leurs crédits « gelés » en Allemagne, et réclament eux-mêmes du secours.

Ainsi brusquement la situation se trouve renversée. Hier la Banque de France, ne sachant à qui prêter ses devises, devait chercher preneur à Londres ou à New-York. Maintenant ce n'est plus l'offre qui court après la demande, c'est la demande qui court après l'offre.

Paris avec ses 68 milliards d'or et ses 21 milliards 1/2 de devises étrangères se trouve, par un coup du sort, maître du jeu.

Croit-on que, dans cette catastrophe universelle, — qui ébranle les fondements mêmes de l'économie mondiale, — les trois banques rivales, oubliant leurs ambitions désormais sans objet, vont travailler en commun à la consolidation de l'appareil commun des transferts?

Aucune n'y pense. La France elle-même, maîtresse du jeu, ne songe qu'à tirer profit du désastre.

Le 6 octobre, lord Reading accourt à Paris; il propose une « redistribution » de l'or et des devises entre les diverses Banques centrales, pour permettre aux banques épuisées de revenir à l'étalon commun : on pourrait profiter de l'occasion pour ramener la monnaie or à une valeur plus faible ce qui allégerait considérablement les charges des débiteurs.

Mais il est trop évident qu'une telle action conso-

lèderait la position de « clearing international » que Londres vient de perdre. Et M. Laval ne répond pas.

Cependant le président Hoover l'a invité à venir conférer avec lui à Washington. Avant toutes choses, les Américains demandent au gouvernement français de ne pas écouter les suggestions anglaises : il faut maintenir l'étalon-or à sa valeur actuelle afin que la royauté du marché soit réservée aux deux grands pays qui détiennent les 2/3 du métal.

Seulement Wall Street aimerait que le gouvernement français consentît à ce que les Dettes privées allemandes eussent la priorité sur les dettes des Réparations, — afin que les banques américaines pussent retirer leurs dépôts particuliers pris dans la souricière allemande.

En outre il conviendrait que la Banque de France ne convertît pas ses devises-dollars en or, ce qui pourrait dangereusement affaiblir l'encaisse des Federal Reserve Banks.

A ce moment, M. Laval fut vraiment l'arbitre du monde. Le développement de la crise mondiale, en paralysant brusquement les deux autres puissances, plaçait la France, avec ses réserves intactes, au point stratégique qui commandait la décision. Il pouvait à son gré rétablir la primauté monétaire anglaise, ou fonder celle de l'Amérique. Il pouvait encore, puisque Paris ne pouvait pas, techniquement, devenir lui-même le *clearing* du monde, imposer aux deux autres l'institution d'un marché international du change, en faisant de la *Banque des Règlements Internationaux*

ce que son titre et ses statuts lui permettaient d'être; le contrôleur et le régulateur *indépendant* du marché du change.

Mais le seul point sur lequel les trois Banques Centrales de France, d'Angleterre et d'Amérique étaient d'accord, c'était précisément de ne jamais laisser créer au-dessus d'elles une *Superbanque* qui limiterait leurs souverainetés.

M. Laval ne fit donc rien. Comme il avait dit : non, à lord Reading, il dit : non, au président Hoover.

Il revint n'ayant rien donné ni obtenu. Il avait laissé passer l'heure de la France.

Simplement ses experts pensaient qu'en laissant aller les choses, la livre sterling de jour en jour baisserait davantage jusqu'à tomber au rang de simple monnaie nationale, et que les Etats-Unis iraient à une crise bancaire, dont les symptômes se distinguaient déjà.

Ainsi la Banque de France, avec ses réserves intactes, verrait chaque jour sa position grandir à mesure que s'affaibliraient ses deux rivales.

LE REDRESSEMENT DE LA LIVRE.

Une seule chose avait été convenue à Washington. Les deux gouvernements des Etats-Unis et de France étaient d'accord pour maintenir l'étalon-or à sa parité actuelle.

L'Angleterre, abandonnée par la France, ayant perdu tout espoir d'une « redistribution » de l'or, se trouvait seule avec sa livre instable. C'est alors que

M. Montagu Norman entreprit de réaliser, par ses seules forces, le plus étonnant redressement de l'histoire financière de notre temps — pourtant si fertile en miracles.

Aujourd'hui son Plan apparaît très clair, et d'ailleurs rigoureusement imposé par la logique même de la technique. Si la City voulait reprendre sa position de clearing universel, il lui fallait retrouver les trois conditions essentielles : redevenir un grand marché de devises, garder le marché des mines et naturellement reconstituer son encaisse-or.

C'est par ce premier point que l'on commença. Pour cela on laissa d'abord tomber la livre. Ce ne fut pas difficile. A l'annonce de l'abandon par la Banque d'Angleterre de l'étalon-or, toutes les Banques Centrales dont l'encaisse comprenait des effets sur Londres (Gold Exchange Standard) s'empressèrent de les vendre pour avoir du métal; et en quelques semaines la cote de la livre sur le marché du change baissa de 30 %.

De ce fait l'once d'or au lieu de 84 shillings se vendit jusqu'à 122 shillings. Mais alors les gouvernements, les Sociétés ou les particuliers qui avaient, avant la chute, contracté des emprunts en Angleterre, s'aperçurent qu'avec une once d'or, ils pouvaient rembourser 122 shillings, au lieu de 84 autrefois.

Dans l'Inde, où des quantités énormes de métal avaient été thésaurisées pendant des siècles, l'or sortit des cachettes et des coffres, pour prendre la route de Londres.

En Egypte, des ramasseurs achetaient avec prime, en livres égyptiennes, l'or des fellahs, et réalisaient un tel bénéfice que le gouvernement prit le monopole de cette opération fructueuse.

Chose curieuse : plus la livre se dépréciait, plus l'or affluait vers la City.

Cependant le gouvernement, quoique libéré de la contrainte de la couverture or, se gardait bien de multiplier les billets, et évitait soigneusement toute inflation de crédit. Les prix intérieurs restaient stables.

Bientôt les acheteurs étrangers de produits anglais s'aperçurent que, quoique la livre eût baissé de 30 % sur le marché des changes, elle gardait toujours le même pouvoir d'achat sur le marché intérieur.

Tous les gens avisés, sans croire que cela durerait, se mirent donc à acheter de la livre, et dès janvier le change du sterling commença de remonter.

Alors on vit entrer en jeu un appareil nouveau : l'*Equalization Fund*. Cet organisme, indépendant à la fois de la Banque d'Angleterre et de l'Echiquier, fut doté par le Parlement d'un crédit énorme, £ 150 millions, bientôt porté à £ 175 millions (plus de 21 milliards de francs) en bons du Trésor.

En apparence il avait pour but d'éviter des fluctuations trop grandes de la £ sur le marché des changes. Mais pour cela un tel capital n'était point nécessaire.

En réalité, il s'agissait de reconstituer rapidement à tout prix les approvisionnements d'or et de devises perdus par la Banque d'Angleterre; et, en même temps, d'empêcher les mines d'abandonner le marché

de Londres pour aller vendre leur or à New-York.

Naturellement on ne pouvait songer à acheter directement de l'or contre des bons du Trésor britannique : cela n'aurait pu que précipiter la chute de la livre. Il convenait d'acheter d'abord des devises or (dollars, florins, francs suisses, français ou belges). Mais comment décider des étrangers à céder leurs devises or contre une devise instable ?

Par bonheur, au début de 1932, la crise bancaire commence à sévir aux Etats-Unis ; beaucoup de sociétés ayant leurs crédits « gelés » en Allemagne, les faillites se multiplient. Les Américains avertis veulent transférer leurs capitaux à l'étranger. Ils vendent des dollars. Normalement ils devraient le faire contre des francs ou des florins, mais précisément parce que ce sont des monnaies stables, on ne peut en attendre aucune plus-value. La livre au contraire peut et doit monter, en raison de son pouvoir d'achat intérieur qui n'a pas fléchi. La spéculation se met donc à vendre des dollars contre des livres, et le *Fonds d'Egalisation* les paye en donnant des bons du Trésor à trois mois. Après quoi il présente ses devises-dollars à la Federal Reserve Bank de New-York qui est tenue de lui livrer de l'or.

Parfois aussi il achète directement l'or des mines sud-africaines avec des devises francs ou florins que lui apporte la spéculation. Il se constitue ainsi une réserve d'or sans faire baisser la livre.

Bien mieux, pendant la crise bancaire du printemps 1932, il prend soin que les offres de livres soient légè-

rement inférieures aux demandes, et de janvier à avril la livre monte de 85 à 96 francs. Déjà dans toutes les bourses, le bruit se répand que le gouvernement britannique va stabiliser la livre à 100 francs. Mais ce n'est pas ce qui le préoccupe. Quand la livre monte, la prime que reçoivent les débiteurs, qui remboursent en métal leurs dettes en sterling, diminue. Si l'on continue, on risque de tarir les arrivages de l'Inde, de l'Égypte, etc... Alors on vit le *Fonds* multiplier les offres de sterling pour faire baisser sa propre monnaie. Puis dès qu'il voyait la spéculation s'orienter à la baisse, aussitôt il puisait dans sa réserve de devises pour vendre des dollars ou des francs contre des livres et faire remonter les cours.

La spéculation, complètement déroutée par ces actions contradictoires, était toujours à contre-temps. Elle ne voyait pas que quand la livre montait, le *Fonds* achetait de l'or contre des dollars; quand elle baissait, il recevait l'or des Indes ou de l'Égypte. Dans tous les cas, il encaissait du métal, et comme il avait abandonné l'étalon-or, il n'était jamais tenu d'en livrer...

Cependant, à force d'acheter ainsi soit de l'or, soit des devises-or, il devait arriver que le *Fund* vît ses ressources en livres s'épuiser. Dans ce cas, il cédait une partie de son or à la Banque d'Angleterre, qui le lui payait en bons du Trésor. Il reconstituait ainsi automatiquement son approvisionnement en livres et pouvait continuer ses opérations.

A la vérité la banque lui payait au taux ancien de 84 shillings (pour respecter la tradition) l'or qu'il ache-

tait lui-même souvent à 120 ou 123 shillings. Il en résultait pour lui une perte de 30 % environ sur chaque livraison. Mais son capital était précisément destiné à couvrir ces pertes.

Avec ses £ 175 millions ainsi partiellement renouvelées, il pouvait acheter à nouveau or et devises.

Instrument admirable, dont l'action était d'autant plus impressionnante que le *Fonds* ne publiait aucun compte-rendu de ses opérations et que personne ne pouvait savoir dans quelles proportions l'or, les devises étrangères et les livres sterling composaient son portefeuille!

Enfin approcha l'échéance de la Dette envers l'Amérique. Le 15 décembre 1932, la Banque d'Angleterre devait verser \$ 95 millions au Trésor américain. Le gouvernement britannique avait demandé, comme tous les autres débiteurs, qu'en raison de la crise, on le dispensât de ce versement. Mais la Maison Blanche avait là une trop belle occasion de reprendre ses dollars, et de vider d'un coup la réserve du *Fund*. Elle se montra intransigente.

Donc le 15 décembre 1932, l'Angleterre versa les \$ 95 millions. L'opinion mondiale s'attendait à une baisse de la livre. A la surprise générale, le Trésor britannique paya entièrement en or. Depuis quelques semaines \$ 25 millions d'or venant directement des Indes, avaient été déposés par lui à New-York. La Banque d'Angleterre préleva les \$ 70 millions restant sur son encaisse (soit £ 20 millions). C'était une forte brèche dans une réserve déjà trop faible.

Mais alors le *Fund* intervint; en deux mois, sur l'or qu'il avait personnellement accumulé, il redonna à la Banque d'Angleterre les £ 20 millions qu'elle avait livrées; il y ajouta même £ 9 millions en devises étrangères.

Si bien que la réserve de la Banque d'Angleterre qui de £ 145 millions le 14 décembre (veille du versement) était tombée à £ 125 le 23 décembre s'élevait à £ 157 millions le 23 février 1933.

L'Angleterre, ayant payé sa dette, se retrouvait dans une position plus forte qu'auparavant.

Grâce à cet ingénieux appareil, la Banque d'Angleterre a vu sa réserve d'or monter de £ 120 millions à la fin de 1931 à £ 166.400.000 en mars 1933 (1). En outre, on estime que le Fonds détient encore pour 60 à 80 millions de livres sterling en métal.

Si tout cet or était mis à la disposition de la Banque, la couverture dépasserait certainement 60 % des engagements à vue. La stabilisation définitive du sterling pouvait donc être réalisée dès ce moment sans difficulté.

Mais ce n'était là, pour le gouverneur de la Banque d'Angleterre qu'un résultat secondaire.

Grâce à l'abondance des devises-or détenues par le Fund, celui-ci pouvait à tout moment, vendre des dollars contre des francs, des francs français contre des francs suisses, et ceux-ci contre des florins ou des dollars. Il ne s'en faisait pas faute et l'on assiste encore

1. Elle atteint en septembre 1933 £ 191 millions.

aujourd'hui à ce phénomène singulier que Londres, avec une monnaie instable détermine chaque jour les cours des monnaies or par rapport aux autres monnaies. Etrange paradoxe que les gens de Bourse considèrent avec stupeur et qui leur a fait croire au génie satanique de M. Montagu Norman!

En fait, par cette habile politique, Londres a réussi un tour de force sans précédent dans l'histoire. Elle est redevenue le plus grand marché des devises, — elle a gardé le marché des mines d'or, — et elle a reconstitué sa réserve métallique.

En dix-huit mois, elle a retrouvé les trois conditions essentielles que doit réunir le clearing central des changes.

En face d'elle, New-York, abattu par une crise bancaire sans exemple, se trouvait momentanément hors de combat. Quant à la France, elle avait gardé son organisation et ses réserves intactes. Mais si demain, elle restait, comme c'était possible, le seul grand pays à monnaie convertible, toutes les autres places en achetant ses devises pourraient lui soutirer de l'or sans lui en livrer jamais. Pour sauvegarder ses réserves, il lui faudrait à son tour contingenter ses devises et par conséquent abandonner en fait l'étalon-or.

Ainsi l'Angleterre, en convoquant la Conférence de Londres, allait s'y présenter avec la position dominante qu'occupait un moment la France à l'automne de 1931.

Malheureusement pendant ce temps, la crise conti-

nuait son œuvre. Une vingtaine de pays avaient abandonné l'étalon-or, vingt-deux autres avaient établi le contrôle des devises. Parmi eux une douzaine, dont l'Allemagne, avaient suspendu le paiement de leurs dettes soit publiques, soit privées. Le commerce international, entravé par les contrôles de devises se réduisait chaque jour davantage; le transfert des capitaux était paralysé; les paiements, partout suspendus. Cela ne pouvait manquer de ruiner le pays qui s'était fait, au temps de la « Prosperity » le créancier et le banquier de l'Univers.

Par un matin glacial de février, on apprit que toutes les banques du Michigan avaient fermé leurs portes. En moins d'une semaine, toutes les banques des quarante-huit Etats s'écroulaient les unes sur les autres comme un château de cartes. Et le 4 mars, en prenant le pouvoir, le nouveau président des Etats-Unis proclamait la fermeture générale de toutes les banques de l'Union. Tous les dépôts des particuliers se trouvant brusquement « gelés », dans ce pays où tous les paiements se font par chèque, où les billets sont rares, les particuliers pour leurs dépenses courantes durent fabriquer des jetons de bois. Le pays le plus riche du monde n'avait plus de monnaie!

Pendant plus de dix ans, les trois plus grands Instituts monétaires du monde s'étaient battus avec acharnement pour se disputer la direction de l'appareil international du change. A force d'en jouer les uns contre les autres, ils avaient fini par le briser!

CHAPITRE II

L'OR TROP CHER

Lorsqu'en avril 1933 M. Ramsay Mac Donald lança à nouveau l'idée d'une Conférence monétaire internationale, tout le monde comprit que, l'appareil des transferts étant dangereusement détraqué, il convenait de le restaurer au plus tôt, c'est-à-dire de rétablir un rapport fixe entre toutes les monnaies sur la base de l'or.

Pour cela, la première mesure à prendre était, semble-t-il, de stabiliser la livre sterling.

Tout de suite le gouvernement britannique s'y refusa énergiquement. Pour lui, une telle décision ne pouvait être prise que si certaines conditions économiques étaient au préalable réalisées, — et d'abord la reconstitution du pouvoir d'achat des pays économiquement peu développés, fournisseurs et clients de la grande industrie européenne et américaine. C'est pourquoi il proposait pour objectif principal à la future Conférence la hausse des matières premières et denrées ayant un marché international.

Un tel programme était de nature à susciter l'inté-

rêt des hommes d'affaires de tous les pays, beaucoup plus que de scolastiques discussions sur l'étalon-or. Cependant il était lié au problème monétaire, bien plus étroitement que ne l'imaginent les derniers tenants des théories classiques.

Il convient d'y insister quelque peu parce que ce mécanisme est à peu près inconnu du public.

Il faut d'abord admettre que la monnaie a pour fonction essentielle d'échanger des marchandises entre elles; que si la valeur d'une marchandise s'exprime par la quantité de monnaie qu'elle procure, inversement la valeur de la monnaie s'exprime par la quantité de marchandises qu'elle procure.

Comme la monnaie s'échange par définition contre toutes les marchandises, sa valeur s'exprime par une moyenne, qui est l'index des prix. Ainsi l'*index* est la véritable mesure des monnaies.

Depuis la guerre, l'or, ayant complètement disparu de la circulation intérieure (principalement dans les pays à étalon-or) ne sert plus qu'à établir un rapport, fixe ou variable, entre les diverses monnaies-papier.

Il est donc nécessaire, si l'on veut éviter toute confusion, de se représenter le problème monétaire comme un double rapport entre trois termes :

L'once d'or (31 gr. 10) quelle que soit sa dénomination légale — la monnaie-papier — et l'index des prix (1).

1. De *gros*, si l'on étudie un problème de production ou d'échange de marchandises en gros; de *détail*, s'il s'agit du coût de la vie et de l'« aspect social » du problème.

Si l'on prend pour base l'index moyen des prix de gros de la dernière année d'avant la crise mondiale (1929 = 100), on constate qu'au 1^{er} avril 1933 il était tombé à 62,2 en France et 63,1 aux Etats-Unis. C'est-à-dire qu'à cette date 62 fr. 20 procuraient en France la même quantité de marchandises que 100 francs en 1929; ou, si l'on veut, le pouvoir d'achat du franc avait monté en marchandises de 100 à 160,7. De même le pouvoir d'achat du dollar avait monté de 100 à 158,5. Comme ces deux monnaies avaient encore à ce moment gardé leur poids d'or normal : 1 once = \$ 20,7 = 536 francs, leur équation monétaire pouvait s'inscrire ainsi :

Etats-Unis, 1929 : 1 once = \$ 20,7 = 100 kgs de marchandises, ou 1 \$ = 4 kgs 830.

1^{er} avril 1933 : 1 once = \$ 20,7 = 158 kgs 500, ou 1 \$ = 7 kgs 650.

France, 1929 : 1 once = 536 francs = 100 kgs, ou 1 franc = 0 kg 186.

1^{er} avril 1933 : 1 once = 536 francs = 160 kgs 700, ou 1 franc = 0 kg 300.

Dans cette période, ni le dollar, ni le franc n'ont modifié leur poids d'or, mais leur valeur en marchandises a augmenté des *deux tiers*.

Ce simple fait devait avoir des conséquences effroyables. On oublie trop souvent que, si l'on achète des produits avec de la monnaie, il faut d'abord ache-

ter de la monnaie avec des produits (ou des services). Si pour avoir 100 dollars, un fabricant de chaussures en 1929 devait vendre 100 paires de souliers, en 1933 il lui faut en fabriquer et vendre environ 158.

Il est vrai que dans l'intervalle, le prix du cuir a baissé d'au moins autant; les salaires, un peu moins. Si bien que, pour tout ce qu'on achète et paye comptant ou à court terme, la baisse du produit fabriqué est compensée dans une large mesure par la baisse simultanée des éléments de production.

Mais il n'en est pas de même pour les engagements à long terme.

Un fabricant qui, pour développer son outillage, a contracté en 1929 un emprunt obligataire de \$ 10.000 à 5 % (représentant, à ce moment-là, une contre-valeur de 10.000 paires de chaussures), doit aujourd'hui pour rembourser cette somme, fabriquer et vendre 15.850 paires, et le paiement des intérêts annuels lui coûte 792 paires au lieu de 500.

De même un fermier qui a emprunté en 1929 \$ 1.000 représentant pour lui 1.000 boisseaux de blé, doit aujourd'hui, pour s'acquitter, accroître sa production et sa vente, non plus de 1.000, mais de près de 2.000 boisseaux. Or, il y a déjà surproduction de blé, et souvent la vente même est impossible...

En fait, en trois ans, dans tous les pays à monnaie stable, les charges fixes de capital de toutes les entreprises ont augmenté d'environ 60 %. Partout, la production, agricole aussi bien qu'industrielle, est écrasée sous le poids des emprunts hypothécaires ou obliga-

taires. Les Etats eux-mêmes, qui ont contracté des emprunts à l'étranger, doivent faire sur les devises provenant de leurs exportations des prélèvements de plus en plus élevés, qui compromettent leur balance des comptes, et par contre-coup leur change ou leur monnaie.

Partout les débiteurs, gouvernements ou particuliers, sont acculés à l'insolvabilité. Partout le problème de la révision des dettes publiques et privées est posé. Tel est l'effet de l'accroissement monstrueux du pouvoir d'achat des monnaies-or.

Ce n'est pas là une simple vue de théoricien. C'est la constatation d'une injustice, et la menace d'un danger social dont on commence maintenant à apercevoir la gravité.

LA LIVRE A BON MARCHÉ

Voyons maintenant comment l'Angleterre a résolu le problème.

Elle aussi a connu la baisse des prix et l'accroissement dangereux de l'endettement. De 1929 à 1931, l'index des prix de gros est tombé chez elle de 100 à 72,7, c'est dire que le pouvoir d'achat de la livre a monté de 100 à 137,1 %.

De ce fait, son équation monétaire s'est trouvée ainsi modifiée :

1929 : 1 once = £ 4,25 = 100 kgs, ou 1 £ = 23 kgs 500.

1931 : 1 once = £ 4,72 = 137 kgs 7, ou 1 £ = 29 kgs 170.

Ainsi les charges fixes de capital se sont trouvées accrues (en marchandises) de 24 %.

Mais à partir de septembre 1931, la livre a abandonné l'étalon-or si bien qu'au 1^{er} avril 1933, l'once d'or coûtait à Londres 120 shillings ou £ 6,1 au lieu de £ 4,25. D'autre part, le gouvernement ayant évité l'inflation, l'index des prix, non seulement n'avait pas monté, mais il continuait de descendre, comme dans tous les pays, par l'effet de la crise : il se trouvait à 67,4 au lieu de 72,7, et le pouvoir d'achat de l'once se trouvait porté à 148 kgs 300 (1).

L'équation monétaire se trouvait donc ainsi modifiée :

1^{er} avril 1933 : 1 once = £ 6,1 = 148 kgs 300, ou
1 £ = 24 kgs 310.

D'où il suit qu'au 1^{er} avril 1933, la monnaie légale de l'Angleterre se trouvait ramenée à peu près à son pouvoir d'achat d'avant la crise.

Un débiteur qui avait contracté en 1929 un emprunt en livres représentant en moyenne 23 kgs 500 de marchandises, pouvait se libérer en livres à 24 kgs 300 (au lieu de 29 kgs 170 en 1931).

Son créancier n'y perdait rien, puisqu'il recevait encore en marchandises un peu plus que l'équivalent de ce qu'il avait prêté au moment du contrat.

1. Il ne faut pas oublier que tous les index sont établis sur la base des prix de 1913, époque où les monnaies-or et les monnaies-papier circulaient concurremment, et avaient par conséquent le même pouvoir d'achat. Tous les index établis sur cette base donnent exactement les variations du pouvoir d'achat de l'or, — que la monnaie légale soit convertible ou non.

Mais le producteur britannique voyait ses charges de capital ramenées à l'ancien niveau, alors que ses concurrents français et américains continuaient de plier sous un fardeau accru de 60 et 58 %.

On peut dire que la chute du sterling a été pour toute l'industrie britannique un avantage énorme sur tous ses concurrents restés fidèles à l'étalon-or.

L'habileté de sir Montagu Norman a su lui en donner un autre, qui a été généralement mal compris.

Lorsqu'un particulier achète une monnaie étrangère, c'est pour régler un achat dans le pays de cette monnaie. Il doit donc veiller à ce que cette monnaie ne lui procure pas sur ce marché une quantité moindre de marchandises que la sienne dans son propre pays. Sinon le profit commercial qu'il attend de son achat à l'étranger serait diminué ou annulé par la perte qu'il subirait du fait de son achat de monnaie sur le marché du change.

C'est pourquoi les changes de deux pays s'établissent normalement selon la « parité » des pouvoirs d'achat.

Si deux pays abandonnent ensemble l'étalon-or, et ne font pas d'inflation, leurs index restant au même niveau, leur change ne varie pas : c'est le cas pour l'Angleterre et la Suède par exemple depuis septembre 1931.

Si l'un fait de l'inflation, l'autre non, le premier voit son change diminuer par rapport au second dans la

mesure où sa monnaie perd de son pouvoir d'achat à l'intérieur.

Si enfin tous deux restent à l'étalon-or, les pouvoirs d'achat de leurs monnaies ne peuvent varier que faiblement puisque les livraisons d'or ont pour effet précisément de niveler ces variations.

Prenons, par exemple, le *franc* français et la *lire* qui sont depuis longtemps stabilisés sur la base de 0,058 grammes d'or fin pour le premier et 0,078 grammes d'or pour la seconde, soit : 100 francs = 74 l. 3.

D'après les index, le pouvoir d'achat moyen du franc (31 mai 1933) est 305 grammes de marchandises, et celui de la lire, 416 gr. 8. Supposons qu'un importateur français ait à régler un achat en Italie.

Pour 30 kgs 500 de marchandises françaises, il aura un billet de 100 francs qu'il échangera par l'intermédiaire de sa banque contre 74 l. 3 italiennes, lesquelles à raison de 416 gr. 8 pour une lire, lui permettront de payer en moyenne 30 kgs 5 de marchandises italiennes.

Ainsi (en dehors de tout bénéfice commercial provenant du cours *particulier* des produits achetés et vendus) chacune des deux monnaies procure dans le pays de l'une exactement la même quantité de marchandises que dans le pays de l'autre.

C'est l'application parfaite de la règle du change :
parité-or = parité des pouvoirs d'achat.

Appliquons la même règle aux échanges entre l'Angleterre et la France.

Au début d'avril, d'après les index nationaux, le

pouvoir d'achat du franc était de 300 grammes, celui de la livre sterling de 24.310 grammes. Donc, la valeur de la livre, d'un point de vue purement commercial, était de 24.310 divisé par 300 = 81 francs.

L'équation monétaire aurait dû s'écrire :

$$24 \text{ kgs } 310 = 1 \text{ £} = 81 \text{ fr.} \times 300 \text{ gr.} = 24 \text{ kgs } 300.$$

Mais dans la réalité, il n'en est pas ainsi. En effet la cote des changes à cette date donne 1 £ = 86 francs (au lieu de 81).

De ce fait, l'équation monétaire se trouve ainsi modifiée : $24.310 = 1 \text{ £} = 86 \text{ fr.} \times 300 \text{ gr.} = 25.800.$

C'est-à-dire que, avec 24 kgs 310 de marchandises anglaises, l'acheteur britannique peut payer en moyenne 25 kgs 800 de marchandises françaises.

Ce qui lui donne une *prime d'importation* de 6 %.

Avec les Etats-Unis, au 1^{er} avril dernier, au change de 1 £ = \$ 3,50, la prime d'importation était plus forte encore :

$$24 \text{ kgs } 310 = 1 \text{ £} = \$ 3,50 \times 7,650 = 26 \text{ kgs } 775, \text{ soit } 10 \% (1).$$

1. Ceci a été généralement mal compris. Sur la foi des expériences de 1920-26, on a cru que toute chute de la monnaie impliquait une prime d'*exportation* au profit du pays à monnaie dépréciée. On n'a pas fait attention qu'on était à ce moment en période d'inflation, que les prix papier montaient et que le pouvoir d'achat de la monnaie diminuait. Au cours de la crise actuelle au contraire, presque aucun des pays qui ont abandonné l'étalon-or n'a fait d'inflation; même chez eux, les index ont baissé (quoique moins rapidement que dans les pays à étalon-or) il en est résulté que la prime a changé de sens, et qu'elle est devenue une prime d'*importation*.

En fait, un rapport de la Commission des Douanes au Sénat américain a constaté que dans la période d'avril à novembre 1932 (après la chute de la livre), les ventes des pays à change dépré-

On pensera qu'à ce compte, l'Angleterre risquait d'être submergée par les produits des pays restés à l'étalon-or; mais il était facile d'arrêter par un tarif douanier « compensateur » les produits fabriqués à l'étranger, qui pouvaient faire concurrence à l'industrie britannique sur son propre marché. Et le Parlement n'y manqua point.

D'ailleurs la Grande-Bretagne importe surtout des denrées et des matières premières. Naturellement, on se garda bien de les taxer. C'est ainsi que l'industrie britannique — sans avoir rien à craindre de ses concurrents — a pu payer 10 % de moins pour ses matières premières, le public anglais 10 % de moins pour son alimentation.

Toutefois, ce précieux avantage ne pouvait être obtenu qu'à une condition :

maintenir le change du sterling par rapport aux autres monnaies constamment au-dessus de son pouvoir d'achat intérieur.

C'est ici qu'apparaît le rôle décisif du *Fonds d'Egalisation*. Par son jeu subtil d'achats et de ventes de la livre, il est parvenu non seulement à reconstituer l'encaisse or de la Banque d'Angleterre, mais encore à assurer à l'économie anglaise une prime importante sur tous ses achats de produits bruts.

cié sur le marché américain ont diminué en valeur de 36,3 %, — plus que celles des pays à change sain (—34,1 %).

La dépréciation de la monnaie n'a donc pas joué ici comme un avantage pour les exportations, au contraire. L'erreur est due à ce que l'on n'a pas tenu compte des variations des index. On évitera ces erreurs en écrivant l'équation monétaire comme je l'ai fait ci-dessus.

On va voir avec quelle tenacité, au cours de la Conférence, il s'efforcera de conserver cet avantage.

A la vérité, cette opération monétaire présentait une contre-partie fâcheuse.

Si l'importateur anglais avec 24 kgs 310 de marchandises pouvait payer 26 kgs 775 de marchandises américaines; inversement l'importateur américain de produits anglais devait vendre 26 kgs 775 de marchandises américaines pour avoir seulement 24 kgs 310 de produits britanniques.

De ce fait, les exportations anglaises se trouvaient handicapées : elles ne pouvaient se maintenir que par des concessions sur les prix de vente, et cela les contraignait d'abandonner (sur leurs produits exportés) une partie de la prime résultant pour elles de la baisse des matières premières et des charges de capital (décrite plus haut.)

Toute cette subtile politique monétaire n'était en somme qu'un palliatif. Elle atténuait les effets de la crise pour l'Angleterre; elle lui donnait un avantage sur ses concurrents; mais elle n'apportait au problème aucune solution définitive. Le commerce extérieur du pays diminuait moins que celui des autres, mais il diminuait pourtant. La baisse des prix y était moins sensible; mais elle se poursuivait quand même (1) et si le chômage augmentait peu, il ne s'atténuait pas.

Il fallait faire un pas de plus.

1. Par rapport à l'index moyen de 1931, la baisse des prix de gros au 1^{er} avril 1933 était de 6 % pour l'Angleterre, contre 20 % aux Etats-Unis, et 18 % en France et en Allemagne.

PRIME OU « FAIR PLAY » ?

Tous les grands pays industriels d'Europe et d'Amérique produisent des objets fabriqués en quantités fort supérieures à leurs besoins. Ils ne peuvent maintenir les prix à un niveau raisonnable sur leur propre marché qu'à condition de vendre l'excédent aux pays économiquement arriérés — qui les payent en denrées et matières premières.

Mais, par le fait de la crise, les prix de ces dernières ont tellement baissé que le pouvoir d'achat de ces régions est tombé à rien, ce qui par contre-coup a provoqué le chômage et la ruine dans les pays industriels.

Si, par un coup de baguette magique, on pouvait déclencher une forte hausse de ces produits, les commandes des pays agricoles afflueraient; et ce serait pour toutes les usines du Vieux et du Nouveau Monde la reprise des affaires.

Naturellement une telle hausse ne peut être qu'internationale; il faut que tous les pays acheteurs de matières premières y coopèrent, mais justement ils ont tous les mêmes fournisseurs et les mêmes clients.

Il va de soi aussi qu'une telle hausse, pour être générale et durable, doit être une hausse des prix or. Par chance, il se trouvait que tous les pays industriels (à l'exception de la seule Angleterre) étaient encore fidèles à l'étalon-or (Etats-Unis, France, Belgique, Hollande, Suisse, Italie, Allemagne). Il ne s'agissait donc pas de les décider à « dévaluer » leurs monnaies, car

alors ils auraient joui des mêmes avantages que l'Angleterre. Ils devaient au contraire maintenir leurs devises à leurs parités actuelles; mais par le jeu des opérations « in open market », leurs Banques d'Emission pourraient s'entendre pour multiplier les crédits, maintenir les taux d'intérêts au plus bas, augmenter le volume des dépôts, et par conséquent de la monnaie « scripturale ». C'est grâce à ce système d'inflation-or que les Etats-Unis (sans altérer leur dollar) avaient provoqué la hausse des prix pendant la guerre, et pendant les jours heureux de la « Prosperity ». Il suffirait de décider les Banques d'émission de France, de Belgique, de Hollande et de Suisse à en faire autant. Rien ne leur était plus facile, étant donné leurs énormes encaisses-or « stérilisé ». Une habile propagande, déclenchée à l'occasion d'une Conférence Internationale pousserait les banques de ces pays à vaincre leurs scrupules. Les industriels, voyant les prix monter à l'intérieur, n'auraient pas d'hésitation à payer (en or) un peu plus cher, le blé argentin, le coton américain, la laine australienne, etc.

Quel magnifique programme à proposer à une Conférence Internationale!

Quant à l'Angleterre, gardant soigneusement sa monnaie instable, elle continuerait à maintenir le cours de la livre *au-dessus de son pouvoir d'achat intérieur*. Gardant le double avantage de sa prime d'importation actuelle et de ses charges de capital réduites, son industrie pourrait offrir aux pays arriérés, soudain revigorés, des prix plus avantageux, et

râfler la majeure partie des commandes suscitées par la reprise des affaires.

Ainsi le monde se trouverait rétabli pour le plus grand profit de l'Angleterre : événement conforme à l'ordre naturel des choses, — juste récompense bien due à des gens intelligents qui, les premiers, ont su se libérer du vieux préjugé de l'or-étalon et inventer le Fonds d'Egalisation!

C'est dans cet esprit que M. Ramsay Mac Donald, en novembre 1932, avait lancé l'idée de la Conférence Internationale de Londres.

Il faut dire que les invités manifestèrent d'abord peu d'empressement.

La France en particulier se montra tout de suite nettement hostile. Elle commence à payer les frais de son protectionnisme outrancier et de sa foi en l'autarchie : malgré la baisse universelle des prix de gros, les prix de détail y sont les plus élevés du monde. Il n'échappait pas à ses industriels qu'une hausse générale des matières premières entraînerait pour eux une hausse des prix de revient, sans la compensation d'une réduction des charges de capital. Si peu qu'ils eussent compris les manœuvres du Fonds d'Egalisation, ils se rendaient tout de même compte que l'opération serait surtout avantageuse aux pays à change déprécié; et ils n'étaient pas disposés à travailler pour leurs concurrents britanniques! « *Stabilisez d'abord, Messieurs les Anglais!* »

En outre, la France, depuis Philippe le Bel, est gouvernée par des légistes; ils sont partout en majorité :

au Parlement, dans les grands corps de l'Etat, dans les banques et à la tête des groupements industriels. Les opérations « in open market » leur sont à peu près inconnues, et l'inflation-or leur paraît une contradiction dans les termes. Pour eux toute manœuvre monétaire est une atteinte au sacro-saint *principe* de l'étalon-or. Elle conduit à l'inflation fatale et sans limite. Or ils parlent devant une nation de rentiers qui ont gardé toujours vivant le souvenir douloureux de la faillite de 1926 lorsque la chute du franc amputa leur épargne de 75 %.

C'est pourquoi la Banque de France obtint sans peine l'adhésion unanime de l'opinion à ses thèses, vigoureusement propagées par la presse : pas d'inflation, « gagée » ou non ! pas de hausse artificielle des prix ! Stabilisation générale des monnaies sur la base des parités-or actuelles, voilà quel devait être d'après elle le programme de la Conférence.

A la vérité, elle n'entendait pas donner aux autres le moyen de réaliser cette restauration monétaire, et quand quelques gouvernements avaient parlé d'une « redistribution » de l'or, elle avait déclaré nettement qu'elle ne céderait pas une once de son énorme encaisse.

Il s'agissait de sauver un « principe ». La délégation française se trouvait ainsi figée d'avance dans une de ces attitudes rigides qui excluent tout compromis et qui ont fait rejeter sur ce pays la responsabilité de tant de négociations sans résultats.

En somme, avant même d'être convoquée, la Con-

férence prenait l'aspect d'un duel entre la France et l'Angleterre.

Entre les deux, qu'allaient faire les Etats-Unis?

Ils sont, comme on le sait, le plus gros exportateur de denrées et de matières premières; ils ne pouvaient donc se désintéresser d'un effort concerté pour faire monter leurs prix sur le marché international. D'autre part, les opérations « in open market » n'étaient pas pour les déconcerter. Ils en avaient l'habitude. Mais précisément, ils en avaient abusé, et les récentes expériences du président Hoover leur avaient prouvé qu'elles ne suffisaient pas toujours à créer la hausse. Aussi se montrèrent-ils très réservés; aux instances de M. Mac Donald, qui demandait d'urgence la convocation de la Conférence pour janvier 1933, ils répondirent qu'il fallait attendre l'avènement du nouveau Président.

Survint en février 1933 le krach bancaire que l'on connaît. Les Américains, brusquement privés de monnaie, perdirent la foi dans l'*eagle* d'or. Le pays tout entier pliait sous les charges hypothécaires, et commençait à trouver trop lourd le poids des dettes en or. L'opinion était prête à accepter n'importe quelle mesure de salut public.

M. Franklin Roosevelt avait les mains libres.

Autour de lui, deux groupes d'experts : les uns, comme MM. Bernard Baruch, Warburg, Bullitt, anciens collaborateurs du président Wilson, ont connu la période héroïque de l'inflation-or quand la

« machine à fabriquer des dollars » marchait à une telle vitesse que l'index des prix montait à 230 %. Ils étaient par tradition pour la coopération avec l'Europe.

Les autres, hommes nouveaux, comme le professeur Moley, partageaient la défiance populaire à l'égard des intrigues du Vieux Monde, et étaient convaincus que l'Amérique devait compter seulement sur elle-même, et son propre effort.

Au reste, les uns et les autres connaissaient très bien le jeu anglais (1). Ils savaient tout le profit que Londres avait su tirer de la baisse de la livre, et ils étaient bien résolus à ne pas lui laisser le monopole de ces avantages.

Entre les deux tendances, Franklin Roosevelt se gardait de choisir. Politicien de carrière, il n'avait ni convictions doctrinales, ni amour-propre de spécialiste. Il savait qu'un chef d'Etat comme un chef d'armée doit se plier aux événements s'il veut les dominer. Il emploierait donc l'une ou l'autre méthode selon les circonstances.

Pour commencer, il s'est fait donner par le Congrès l'autorisation de réduire le poids d'or du dollar jusqu'à 50 % s'il le juge nécessaire. Mais il n'est pas tenu d'user de ce pouvoir. Pour le moment il estime que la hausse des prix des matières premières américaines ne peut être durable que si elle est ratifiée par le marché international. Il adhère donc au projet anglais de

1. L'un d'eux, M. Sprague, a été attaché à la Banque d'Angleterre.

la Conférence Internationale, et dans un premier discours, lance une profession de foi de coopération avec l'Europe, conforme à la tradition Wilsonienne.

Toutefois, comme il n'entend pas se laisser manœuvrer, il décide de discuter lui-même personnellement avec les chefs des principaux Etats convoqués à la Conférence afin de voir « ce qu'ils ont dans le ventre ».

La position si forte encore de son pays, ses réserves d'or comme ses besoins de hausse, — et aussi la pleine liberté d'action dont il dispose — semblent faire de lui l'arbitre suprême de la future assemblée. Tous accourent à son appel.

Mais alors se produit un événement local d'une importance insoupçonnée. Les banques qui, peu à peu rouvrent leurs guichets, ont besoin de refaire leurs liquidités : elles exigent le paiement des dettes hypothécaires, et font vendre les biens des fermiers qui ne peuvent payer. Alors une violente agitation gagne les campagnes. Le 5 avril, l'*Association Nationale des Fermiers* dont l'action s'étend sur dix-sept Etats, vote un ordre du jour de grève générale pour le 13 mai prochain. Si, avant cette date, le gouvernement n'a pas sauvé l'agriculture, soit par la réduction des dettes, soit par la hausse des prix, les fermiers refuseront de porter leurs produits au marché et affameront les villes.

Menace singulièrement dangereuse. Imagine-t-on le gouvernement pris entre 10 millions de chômeurs urbains et 5 ou 6 millions de paysans révoltés.

Il faut agir au plus vite : ou déprécier le dollar ou

obtenir tout de suite la certitude d'une hausse concertée des prix par le canal de la Conférence.

Tout d'abord il s'agissait de savoir si le plus gros vendeur de matières premières et le plus gros acheteur pouvaient arriver à s'entendre.

LA CHUTE DU DOLLAR

Sans attendre l'arrivée de M. Ramsay Mac Donald, M. Cordell Hull, secrétaire d'Etat, demanda à l'ambassadeur de Grande-Bretagne si son gouvernement serait disposé à une stabilisation provisoire des deux monnaies sur la base de $1 \text{ £} = \$ 4,20$. Sir Ronald Lindsay répondit que l'Angleterre entendait stabiliser sur la base actuelle de $\$ 3,50$ pour 1 £ .

C'est du moins ce qu'annonçaient le 13 avril les communiqués aux journaux. Ainsi présentée, la négociation est proprement inintelligible. Mais elle s'éclaire, si l'on veut bien considérer la parité des pouvoirs d'achat à ce moment.

L'Angleterre s'est donnée pour but, on le sait, de ramener le pouvoir d'achat de la livre à son niveau de 1929, soit 23 kgs 530 (1).

Le gouvernement américain résolut d'en faire autant, c'est-à-dire ramener le dollar de 7 kgs 650 à 4 kgs 830. Quand ce résultat sera obtenu, la livre et le dollar auront retrouvé leur parité ancienne, soit : 25,530 divisé par 4,830 ou $1 \text{ £} = \$ 4,86$.

Mais avant d'atteindre ce but, il faudra pendant plu-

1. Cet objectif a été atteint effectivement au cours de ce mois d'avril 1933 (voir le tableau annexe).

sieurs mois faire baisser le change du dollar, et monter l'index intérieur. En attendant, il ne paraissait pas juste au gouvernement américain que l'Angleterre continuât de jouir de la prime de 10 % que nous avons indiquée. Ce qu'il voulait, c'est une stabilisation provisoire sur une base telle qu'il n'y eût d'avantage ni de handicap pour personne.

Ce résultat sera obtenu si l'on peut écrire ainsi l'équation monétaire des deux pays :

$$23 \text{ kgs } 530 = 1 \text{ £} = \$ 4,20 \times 5 \text{ kgs } 600 = 23 \text{ kgs } 530.$$

Autrement dit, il faut ramener le pouvoir d'achat du dollar à 5 kgs 600.

Comme le pouvoir d'achat de l'once est à ce moment de 158 kgs 5 cela suppose $158,5$ divisé par $5,6 = \$ 28,5$ à l'once.

A ce compte l'équation monétaire américaine devient :

$$1 \text{ once} = \$ 28,5 = 158 \text{ kgs } 5 \text{ ou } 1 \$ = 5 \text{ kgs } 600.$$

Dès que le cours du change américain aura passé, de \$ 20,7 pour une once, à \$ 28,5, il n'y aura plus de prime de Londres sur New-York, ni inversement.

Voilà ce que signifiait la proposition américaine.

On peut penser que cela ne pouvait faire aucun plaisir aux importateurs britanniques du blé, de coton, de cuivre, de tabac, etc.

Mais il y avait plus grave encore pour la City. Si elle acceptait ce taux de \$ 28,5 à l'once, et de \$ 4,20 à la livre, cela mettait le change de la livre à $28,5$ divisé par $4,20 = \text{£ } 6,75$ pour une once d'or. Comme l'once d'or vaut 536 frs 20, le cours de la livre à

Paris se trouvait ramené à 536,20 divisé par 6,73 = 79 frs 67 (au lieu de 86 francs). Et comme le pouvoir d'achat du franc était à ce moment de 300 grammes, l'équivalence des deux monnaies (en marchandises) s'exprimait ainsi :

$$23 \text{ kgs } 530 = 1 \text{ £} = 79 \text{ frs } 67 \times 300 \text{ grs} = 23 \text{ kgs } 901.$$

En un mot, l'Angleterre perdait du même coup et sa prime sur l'Amérique, et sa prime sur les pays à étalon-or.

Sir Ronald Lindsay déclara que son gouvernement n'accepterait une stabilisation provisoire que sur la base des parités actuelles :

$$23 \text{ kgs } 530 = 1 \text{ £} = \$ 3,50 \times 7 \text{ kgs } 650 = 26 \text{ kgs } 775$$

(d'où une prime de 13,7 %).

Dès lors, il était clair que Londres ne visait pas seulement la hausse des prix nécessaire à tout le monde, mais qu'elle entendait garder pour elle l'avantage particulier qu'elle avait su tirer de la dépréciation de la livre.

On n'avait pas le temps de marchander : il fallait lui enlever d'un coup l'atout qu'elle avait entre les mains, en faisant pour la monnaie américaine ce qu'elle avait fait pour le sterling. Le 19 avril un décret du président Roosevelt déclara le dollar détaché de l'étalon-or.

Juste à ce moment M. Mac Donald et M. Herriot se livraient à une course de vitesse à travers l'Atlantique pour décider le président à rallier soit le camp anglais de l'inflation-or soit le camp français de la stabilisation aux parités actuelles.

L'Américain leur échappait en prenant une troisième voie. Désormais il allait jouer le jeu anglais contre l'Angleterre même.

Lorsque, le 21 avril, M. Mac Donald débarqua sur le quai de New-York, Wall Street était en pleine effervescence : le dollar avait déjà baissé de 10 %, les matières premières, les actions montaient. Le 22 avril pendant que le Président promenait le Premier britannique sur son yacht, la livre cotait déjà \$ 3,95. Conciliant, M. Roosevelt proposa à son partenaire une stabilisation à 1 £ = \$ 4... C'est dans ces moments que l'Anglais est admirable. Ayant reçu ce « direct » en pleine figure, le champion britannique ne broncha pas : il offrit \$ 3,75 alors que ce cours était déjà dépassé.

C'est qu'il connaissait les emballements de la spéculation, il savait que la balance des Etats-Unis étant toujours bénéficiaire, la baisse du dollar serait difficile à maintenir.

Elle ne pourrait l'être que si les prix montaient considérablement à l'intérieur. Mais on ne manipule pas les index aussi facilement que la cote du change. Et il n'était pas certain que « l'enthousiasme spéculatif » actuel se prolongerait.

Le président Roosevelt en doutait aussi. Au reste, on avait six semaines encore avant la réunion de la Conférence Internationale. A ce moment, on verrait où en seraient la livre et le dollar. Il fallait laisser aller les choses. Et les deux champions s'ajournèrent au 12 juin pour le deuxième *round*.

On pense bien que dans l'intervalle les deux partis ne pouvaient rester inactifs. Il ne s'agissait pas d'une trêve mais d'une préparation stratégique menée de telle manière que la Conférence n'eût plus qu'à donner la palme au vainqueur. Tout de suite une lutte serrée s'engagea sur le marché du change (1).

Pour Washington, il s'agissait de ramener en cinq semaines le dollar à sa parité ancienne de \$ 4,86 par rapport à la livre (au lieu de \$ 3,95 à ce moment), et en même temps, de ramener le dollar à son pouvoir d'achat ancien d'avant la crise (4 kgs 830 au lieu de 7 kgs 650). A cette condition, la prime d'importation de l'Angleterre disparaîtrait. Et l'on pourrait stabiliser toutes les monnaies selon les règles du « fair play ».

Tâche énorme qu'il fallait mener avec rapidité.

Le 28 avril, le jour même où M. Herriot quittait New-York, le Congrès de Washington accordait au président les *pleins pouvoirs monétaires* en vue d'assurer la hausse des prix.

Il l'autorisait :

1° A augmenter la circulation des billets de la Federal Reserve jusqu'à concurrence de \$ 3 milliards.

1. Je m'excuse d'entraîner ici le lecteur à travers tant de détails techniques. C'est une occasion trop rare de lui faire voir les ressorts cachés de notre actuelle diplomatie d'affaire. Sans doute, la lutte ne se passe plus dans l'ombre des Chancelleries. Elle est menée au grand jour dans le tumulte des Bourses, et le public y joue son rôle, souvent décisif. Mais il ne connaît pas la règle du jeu, et ne comprend rien à la partie, pas plus qu'au temps de la diplomatie secrète et des dépêches chiffrées.

2° A émettre \$ 3 milliards de billets du Trésor, gagés sur le seul crédit de l'Etat, pour racheter des rentes du gouvernement (c'est l'opération *in open market*).

3° A réduire la teneur d'or du dollar jusqu'à 50 % de son poids d'or actuel.

On y ajoutait même le droit de « remonétiser » l'argent à 50 cents l'once (alors qu'il en valait 36).

Ce sont les trois seules méthodes actuellement connues de provoquer une hausse artificielle des prix : inflation de billets, inflation de crédit et refonte des monnaies. Le président pouvait les employer ensemble ou séparément à sa guise.

A cette nouvelle, une véritable fièvre s'empara du pays tout entier. Ce que l'abandon de l'étalon-or n'avait pu faire, la loi nouvelle inspira la foi dans la hausse. Et comme toujours la spéculation devança l'événement. Le lendemain matin, au Stock Exchange, au premier coup de gong, toutes les valeurs à revenu variable montaient de 1 à 6 points. Bientôt l'avalanche des ordres fut tel que le *ticker* ne suffit plus à enregistrer les cours. Il eut un retard de douze minutes. On achetait en masse les valeurs de cuivre, de pétrole, de caoutchouc, les actions des trusts de machines agricoles, des usines automobiles. En une seule séance, 3.390.000 titres changèrent de mains. Les Bourses de commerce suivaient le mouvement. Le blé monta de 5 cents à Chicago, le coton de \$ 1,50 la balle. On se serait cru aux beaux jours de la « Prosperity ».

Il était temps. Le jour même du vote de la loi par

le Congrès, un incident dramatique avait violemment secoué l'opinion. A Le Mars, petit chef-lieu de canton de l'Iowa, 700 fermiers masqués avaient envahi le Palais de Justice. Le juge Ch. C. Bradley devait procéder à la vente des biens de deux fermiers, dont la famille, chose rare en Amérique, était établie depuis trois générations sur la même terre. Les assistants sommèrent le juge de suspendre les enchères. Comme il refusait, ils lui passèrent une corde au cou et l'invitèrent à faire sa prière, car ils allaient le pendre. Il la fit, mais sur un tel ton que les fermiers eurent honte de leur acte et le relâchèrent. Mais les troupes fédérales étaient arrivées : 66 arrestations eurent lieu. Alors dans tous les cantons voisins, les paysans quittèrent les champs, se groupant par villages. Il fallut occuper militairement tout le pays sur un front de 160 kilomètres avec patrouilles de cavalerie, postes de mitrailleuses aux points stratégiques. C'était l'antique soulèvement des paysans contre la dette foncière.

Ainsi il apparut que la grève générale annoncée pour le 13 mai par l'*Association des Fermiers* n'était pas une vaine menace.

Par bonheur, la hausse générale des cours survenue le lendemain calma le soulèvement beaucoup mieux que ne l'auraient pu faire les mitrailleuses.

Mais Washington ne devait pas oublier cela. Désormais dans l'esprit du président Roosevelt, la Conférence de Londres allait passer au second plan. Ou plutôt, il allait juger ses propositions d'après les effets produits sur les cours à Chicago et à Wall Street.

Tout d'abord, les choses suivent l'ordre prévu. Le dollar baisse régulièrement par rapport à la livre, et les cours des matières premières et des titres montent au même rythme. Même le coton, le blé, le pétrole, le cuivre montent beaucoup plus vite. La spéculation les pousse bien au-dessus de ce qui est nécessaire pour compenser la baisse du dollar. C'est que la hausse *réelle* ne commence qu'à partir de ce point aux yeux des étrangers, et c'est cette hausse *réelle* qu'il faudra faire accepter par le marché international. Aussi le président marque-t-il toujours sa foi dans la Conférence de Londres.

Le 8 mai dans un message transmis par toutes les stations de radio des Etats-Unis, il déclare : « La baisse du dollar se poursuivra jusqu'à ce que la charge des dettes soit ramenée au niveau d'avant la crise. » (Sur quoi l'Association des Fermiers renonça à la grève générale annoncée pour le 13 mai.)

Et il ajoute :

« La Conférence de Londres ne doit échouer à aucun prix, elle doit rétablir l'ordre au lieu du chaos, notamment par la stabilisation monétaire. »

En somme, la manœuvre devait se faire en deux temps :

1° Provoquer une hausse réelle des cours par la dépréciation de la monnaie-papier.

2° Puis consolider cette hausse une fois acquise en stabilisant toutes les monnaies sur la base de l'or.

Au fond, le président adoptait les thèses officielle-

ment proclamées par le gouvernement britannique, et peut-être se crut-il d'accord avec lui.

Mais il y avait la terrible question de la *prime* d'importation que Londres n'entendait pas abandonner.

Vers le milieu de mai, les experts de Washington s'aperçurent que contrairement à leurs prévisions, le dollar ne baissait plus. En dépit de sa dépréciation sur le marché intérieur, il se tenait constamment sur le marché du change au cours de quatre dollars pour une livre.

C'est alors qu'apparut, une fois encore, l'habileté des hommes qui, de Londres, manipulaient les cours.

Au retour de M. Mac Donald ils se trouvaient dans une position singulièrement difficile. Le dollar-papier perdant de sa valeur, il leur fallait, pour maintenir la *marge d'importation*, faire baisser aussi la livre. Or, elle avait tendance à monter. En dépit de toutes les restrictions, des capitaux américains venaient se réfugier à Londres (même en billets de banque) et la cote montait par rapport au franc français, qui jouait alors le rôle d'étalon-or.

La Banque d'Angleterre devait donc lutter à la fois sur deux fronts : à Paris, pour empêcher la livre de monter par rapport au franc; à New-York, pour empêcher le dollar de baisser par rapport à la livre.

Par chance, en ce début de mai, M. Georges Bonnet, ministre des Finances du pays le mieux équilibré du monde, ne savait plus comment payer ses fonctionnaires. Les impôts rentraient mal; les rentiers étrillés par une récente « conversion » des rentes, ne voulaient

plus souscrire d'emprunts; les banques, gorgées de Bons du Trésor, refusaient des avances; et la Caisse des Dépôts et Consignations marchandait son concours. C'est alors que les banques anglaises offrirent de prêter 2 milliards et demi de francs pour 6 mois, au taux très modeste de 2 1/2 %. Le ministre accepta avec empressement. Mais les banques anglaises lui avancèrent la somme en livres sterling (1). Pour se procurer des francs, le Trésor français était obligé de les vendre sur le marché de Paris. Ce faisant, il empêchait la hausse du sterling, et c'est précisément ce que Londres souhaitait. Dans ce cas, l'obligé n'était pas celui qu'on pense.

Grâce à cette heureuse transaction, pendant 4 mois la livre ne s'est plus écartée du cours de 85 francs.

Ainsi tranquilisés du côté du Continent, les experts anglais se retournèrent vers l'Amérique. Le seul moyen d'empêcher le dollar de baisser, c'était d'en acheter.

Opération à première vue dangereuse, puisqu'il s'agissait d'une monnaie que son propre gouvernement cherchait à déprécier. Mais Londres savait bien que les exportations américaines, en dépit de la crise, restaient toujours supérieures aux importations, que les seuls dollars offerts en Europe provenaient de la fuite des capitaux, fortement entravée par le gouvernement, — et que précisément la hausse du dollar arrê-

1. Le *Fonds d'Egalisation* possédait pourtant une quantité considérable de devises-francs. Mais il n'entendait pas s'en dessaisir. C'est pourquoi il laissa les négociations de l'Emprunt aux banques privées.

terait cette évasion. Dans ces conditions, le risque était mince. Cependant, pour impressionner l'adversaire, le *Fonds d'Egalisation* fut autorisé à porter son plafond de £ 150 à £ 350 millions. Avec une telle masse de manœuvre, M. Montagu Norman était maître du jeu. Le 25 mai, les experts américains constataient avec stupeur que la livre valait 3,91 dollars-papier, soit 3,40 dollars-or; c'est-à-dire exactement l'équivalent du cours des deux monnaies avant l'abandon de l'étalon-or! Etrange spectacle, où l'on voyait un gouvernement étranger soutenir la monnaie de son voisin alors que celui-ci faisait tous ses efforts pour la déprécier. A cela se mesure tout le « désarroi » extravagant où se débat le monde actuel!

A Washington, la déception confinait à la colère. On fit venir en consultation M. Sprague, l'attaché américain à la Banque d'Angleterre. On eut un moment l'idée de créer un *Fonds d'Egalisation* américain, mais le Congrès s'y opposa.

On pensa à organiser un *marché libre* de l'or à New-York, mais n'était-ce pas s'exposer à voir fondre l'encaisse de la Federal Reserve?

En fin de compte, au début de juin, à la veille de la Conférence, la situation se présentait ainsi :

Le président Roosevelt, en ramenant le pouvoir d'achat du dollar de 7 kgs 650 à 6 kgs 070, avait allégé les dettes de tous ses concitoyens de 21 %, résultat appréciable certes, mais qui laissait encore les charges de capital à 15 % au-dessus du niveau de 1929.

Il avait ramené le change de \$ 3,40 à \$ 4 pour une

livre, mais il était encore loin de la parité ancienne (\$ 4,86) qu'il avait voulu atteindre. Contrairement à ses prévisions, il arrivait à la Conférence avec une œuvre inachevée et encore précaire.

L'Angleterre, de son côté, avait maintenu sa *marge d'importation* à 15 % sur le front des monnaies-or; mais elle la voyait réduite à 7 % sur le front américain.

Quant à la France, fièrement dressée sur son tas d'or de 81 milliards, elle avait dû emprunter en Angleterre pour faire « sa fin de mois ».

Et voici que le Dr Schacht, en annonçant, le 8 juin, qu'il ne paierait plus les intérêts des crédits moratoriés, portait un premier coup au florin et au franc suisse (1).

Lorsque, le 12 juin, le roi George V réunit dans le Musée géologique de Kensington les représentants de 66 nations, on peut dire que jamais Conférence ne s'était ouverte dans une pareille atmosphère d'indécision et d'inquiétude.

Cela même faillit la sauver. Il parut tout de suite évident que si les trois plus grandes puissances du Congrès international continuaient à se battre sur le marché du change, aucun accord d'aucune sorte ne pourrait être conclu. Tout de suite les trois délégations

1. On a vu plus haut qu les banques suisses et hollandaises avaient d'importants *crédits gelés* en Allemagne. Pour protéger son encaisse, la Banque Nationale Néerlandaise annonça qu'elle ne livrerait désormais plus d'or en barres, mais seulement en monnaies : à Paris la spéculation offrait un déport (prime de baisse) de 10 centimes sur le franc suisse à 3 mois.

française, anglaise et américaine se mirent d'accord pour signer une « trêve monétaire ». Pendant toute la durée de la Conférence, les trois monnaies seraient stabilisées sur la base de £ 1 = \$ 4 = 86 francs. Le 16 juin, cet accord, approuvé par M. Sprague, fut transmis au président pour signature.

Tout le monde en Europe crut que M. Roosevelt accepterait une solution si raisonnable. Mais le président était perplexe. Non seulement la hausse déclenchée depuis le 19 avril n'avait pas atteint le niveau prévu, mais il n'était pas certain que même ce qu'on avait gagné fût définitivement acquis.

Deux sortes de gens y avaient collaboré. Les uns avaient acheté des matières premières ou des titres à revenu variable uniquement pour se protéger contre la dépréciation du dollar : ce qu'ils avaient acheté, ils le revendraient certainement dès que le dollar serait stabilisé, et le terrain gagné serait reperdu.

D'autre part, quand les prix des matières premières montent (artificiellement ou non), il arrive toujours que les producteurs et consommateurs passent des commandes, pour se prémunir contre une hausse plus forte encore. Ceux-ci achètent non pour *revendre*, mais pour *transformer* ou *consommer*. Eux seuls, font les hausses réelles et définitives.

Dans la hausse actuelle, quelle part était due à la spéculation et quelle part à la consommation? Personne ne pouvait le dire. Mais précisément la proposition venue de Londres allait permettre de le savoir. M. Roosevelt, chef d'Etat réaliste, attaché à la méthode

expérimentale, laissa passer la nouvelle dans la presse, et de son observatoire de la Maison Blanche, attendit les réactions des Bourses du Commerce et du Stock Exchange.

La réponse arriva tout de suite, brutale et sans ambiguïté.

A l'annonce d'une stabilisation à 4 dollars pour 1 livre, ce fut l'effondrement général des cours. Sur la foi des déclarations officielles, tout le monde aux Etats-Unis s'était convaincu que le gouvernement ramènerait les prix au niveau de 1929 (sinon même de 1926), que par suite le dollar reviendrait au pair ancien de £ 1 = \$ 4,86. Les cours avaient monté en conséquence. L'arrêt brusque, au niveau actuel, signifiait une perte pour tous ceux qui avaient eu cette confiance.

Non seulement Wall Street enregistra une violente baisse sur les titres, mais à Chicago, le blé s'effondra; le coton, le cuivre, le pétrole suivirent.

Alors M. Roosevelt pensa aux fermiers alarmés, aux dettes alourdies, aux espoirs déçus, et à la confiance perdue dans la clairvoyance de son gouvernement.

Sans hésiter, il câbla à Londres son refus.

A Londres, la déception fut vive. Le Musée de Géologie allait-il être transformé en un *ring* où les trois champions des trois grandes Puissances se livreraient à un match sévère sous les regards ironiques des délégués de 63 nations?

Etait-ce ainsi que l'on entendait procéder à la restauration de l'économie mondiale? Certains délè-

gués demandèrent la dissolution de la Conférence.

Mais ce n'était pas le désir du président Roosevelt. Simplement l'expérience de hausse qu'il avait tentée avait un peu de retard; dans quelques semaines, elle serait achevée, et la Conférence pourrait entreprendre, sans dommage pour l'Amérique, la stabilisation souhaitée par tous. En attendant, les propositions de ses experts pourraient servir de *réactif* pour permettre de distinguer entre les éléments factices ou durables de la hausse intérieure.

CHAPITRE III

COMBAT SUR DEUX FRONTS

Pour l'Angleterre, le coup était dur : elle avait cru lier l'adversaire par une stabilisation provisoire, et voici qu'il lui échappait, gardant encore une fois, toute sa liberté de manœuvre.

Fort habilement la délégation française voulut profiter de l'occasion. Le 20 juin, M. Rist, premier délégué français, courut à la Banque d'Angleterre. Puisque Londres ne pouvait plus s'opposer à la baisse du dollar, pourquoi ne pas lier tout de suite la livre au franc ? Les pays du groupe *sterling*, unis aux pays à étalon-or, représentaient la plus grande partie du commerce mondial ; ils pouvaient faire entre eux leur stabilisation, et laisser les Américains suivre leur aventure.

Mais ici apparut, une fois de plus, la merveilleuse tenacité britannique. Le champion anglais « encaissa » le second coup comme le premier, sans rien changer à son dessein.

M. Neville Chamberlain déclara qu'il accepterait, si la Banque de France se ralliait à la politique d'infla-

tion de crédit (in open market) préconisée par le gouvernement britannique.

Dans ce cas, les prix monteraient en France comme en Grande-Bretagne, et cela compenserait la hausse des prix-papier aux Etats-Unis. Les deux *marges d'importation* pourraient être maintenues. Après tout, c'était une solution raisonnable, du point de vue général de la reprise des affaires. Mais le gouvernement français, pas plus que les autres, ne pouvait se dégager des préoccupations étroitement nationales. Une hausse des prix-or en France n'eût été compensée par aucune réduction des charges de capital, puisqu'il n'y avait pas eu depuis la crise comme en Angleterre une dévaluation préalable de la monnaie. La reprise générale des affaires aurait donc profité surtout aux Anglo-Américains au détriment de l'industrie française handicapée. Dans ce cas, il valait mieux qu'il n'y eût pas de reprise du tout.

M. Georges Bonnet ayant pris à Londres une attitude conciliante, quelques admonestations sévères parurent dans la presse à l'adresse du cabinet. Et la proposition anglaise fut écartée.

Alors M. Montagu Norman changea ses batteries. Puisqu'on ne pouvait pas arrêter la glissade du dollar, pourquoi n'essaierait-on pas de faire glisser le franc par rapport à l'or? La livre sterling pourrait ainsi suivre le premier sans s'écarter du second — et l'Angleterre sauver ses deux marges.

Le 22 juin, les cambistes constatèrent avec surprise que l'once d'or s'était vendue à Londres avec une

prime de quelques *pence* sur le prix de l'once en francs (1).

Cet événement, qui passa à peu près inaperçu en France, eut dans le monde des spécialistes, un retentissement considérable. Et il le méritait.

L'ÉTALON-OR « VIEUX FÉTICHE »

Depuis que la livre sterling, puis le dollar, avaient abandonné l'étalon-or, les transactions sur la base de l'or étaient libellées en francs français. La France avait l'honneur de détenir la monnaie qui servait de commune mesure à toutes les autres. Mais cet honneur n'était pas gratuit.

Il obligeait la Banque de France à acheter ou vendre toute quantité d'or offerte ou demandée au prix invariable de 536 francs. A cette condition seulement elle pouvait maintenir un rapport fixe entre l'once et le franc. Et c'est là précisément ce qui constitue l'étalon-or (2).

Certes, avec sa formidable encaisse de 81 milliards de francs-or, elle n'était pas embarrassée pour jouer ce rôle de régulateur.

A la limite légale de 35 % « une couverture » de

1. Une première manœuvre de ce genre avait déjà eu lieu le 6 mai.

2. C'avait été, nous l'avons vu, le rôle capital de la Banque d'Angleterre jusqu'au 21 septembre 1931. Si l'offre l'emportait sur la demande, elle achetait à 84 shillings quelle que fût la quantité offerte, et si la demande l'emportait, elle vendait au même prix quelle que fût la quantité demandée.

36,3 milliards lui suffisait. En admettant qu'en raison des circonstances, elle gardât une somme égale à 50 % de ses engagements, soit 52 milliards, il lui restait encore un excédent disponible de 29 milliards de francs.

Néanmoins elle se trouvait dans un cruel embarras :

Si elle s'engageait à livrer tout l'or demandé au prix de 536 francs, selon la règle du jeu, tous les « thésauriseurs » du monde ne manqueraient pas d'acheter des billets de banque français — même au risque de déprécier leur propre devise — pour se les faire rembourser en or rue de la Vrillière. En particulier, le *Fonds d'Egalisation* britannique, qui ne pouvait plus opérer ce drainage à New-York, ne manquerait pas de le faire à Paris. Et comme toutes les autres banques d'émission, sauf quatre, étaient sous le régime de l'embargo, elle s'exposait à donner toujours de l'or sans en recevoir jamais.

Mais si au contraire elle refusait, l'once d'or finirait par faire prime à Londres sur le franc. Elle s'y vendrait un jour 537 francs, un autre jour 540 francs, selon les enchères. Autant dire que la quantité d'or représentée par le franc varierait d'un jour à l'autre tout comme pour la livre et le dollar. Ce serait en fait l'abandon de l'étalon-or.

Le 21 juin, la Banque d'Angleterre offrit de prendre l'or offert par les mines à 537 francs. La Banque de France s'abstint.

On a pu se demander pourquoi.

C'est que le marché de l'or était depuis quelques

mois particulièrement tendu. Les chutes successives de la livre et du dollar, et la violente bataille des monnaies, que nous venons de raconter, avaient eu pour effet naturel de développer une méfiance quasi universelle à l'égard de toutes les devises. Il en était résulté une forme nouvelle de la thésaurisation : celle du métal.

Dans tous les pays, des particuliers avisés achetaient des *eagles*, des *florins*, des *francs suisses*, des « *louis* » ou des « *napoléons* ». Toutes les vieilles pièces depuis longtemps disparues de la circulation sortaient des caves des banques pour passer dans les coffres privés. De puissantes sociétés industrielles ou financières cristallisaient sous cette forme une grande partie de leurs réserves.

Et voici que les banques d'émission des pays à monnaie instable, soucieuses de reconstituer leurs encaisses insuffisantes, parurent à leur tour sur le marché. Au premier rang, la Banque d'Angleterre. D'après son bilan hebdomadaire, du 1^{er} janvier au 1^{er} août 1933 elle a accru son encaisse de £ 70.358.000 (8.725 milliards de francs (1) à la cadence de plus de un milliard par mois!

Depuis longtemps déjà la production des mines, vendue chaque semaine à Londres ne suffisait plus à assouvir cette « *auri sacra fames* ».

Tant que les Etats-Unis avaient maintenu le dollar

1. Sans compter les quantités inconnues détenues par le *Fonds d'Egalisation*.

convertible on pouvait tirer sur l'encaisse formidable de la *Federal Reserve* et de grosses masses d'or étaient laissées en consigne (earmarked) à New-York par les banques étrangères. Mais depuis le 19 avril, ce drainage n'était plus possible : c'est tout juste si l'on pouvait « rapatrier » le métal laissé en dépôt outre-Atlantique. En fait il ne restait plus, en dehors de la production minière, que quatre banques où les thésauriseurs pussent s'approvisionner : les Banques centrales de France, de Hollande, de Suisse et de Belgique.

De ce côté, il est vrai, la situation semblait très forte, puisque les « couvertures » des banques d'émission atteignaient 68 % pour la Belgique, 78 % pour la France, 80 % pour la Hollande et 95 % pour la Suisse. Même en leur réservant une encaisse égale à 50 % de leurs engagements, les quatre banques réunies accusaient un excédent de 38 milliards en or.

Toutefois leurs directeurs ne pouvaient oublier qu'une forte partie de leurs billets étaient entre les mains d'étrangers qui étaient venus chez elles chercher un refuge pour leurs capitaux; que des « rapatriements » massifs pouvaient se produire, soit sous le coup d'une panique, soit simplement par l'effet d'une stabilisation générale — objectif théorique de la Conférence.

En outre les banques suisses et hollandaises avaient engagé des capitaux considérables en Allemagne, et une partie importante de leurs dépôts étaient des crédits-dollars.

La crise bancaire américaine leur avait déjà porté un coup très rude. Du 6 mars au 6 juin, la Banque Nationale néerlandaise avait perdu 17 % de son encaisse-or et la Banque Nationale suisse 20 % — soit ensemble 4 milliards 1/2 de francs français.

Et voici que le 8 juin, le docteur Schacht déclarait qu'à partir du 1^{er} juillet, l'Allemagne cesserait le paiement des intérêts des crédits « gelés » depuis la crise de l'été 1931. Cela supprimait, pour la Suisse seule, une rentrée annuelle de 220 millions de francs suisses.

Ajoutez à cela les demandes incessantes des nationaux eux-mêmes qui, troublés par les menaces d'inflation, couraient chercher de l'or aux guichets de leur banque d'émission. Dès le mois de juin pour résister à ce double drainage intérieur et extérieur, la Banque de Hollande avait dû prendre des mesures « conservatoires » : refus d'autoriser l'exportation d'or en barres, puis refus de livrer l'or aux particuliers sauf pour les règlements d'une banque d'émission à une autre. C'était un véritable embargo intérieur (1).

La Banque de France elle-même n'échappait en apparence à ce drainage que parce que les envois d'or

1. Ce que voyant, d'ingénieux Hollandais s'avisèrent d'acheter des valeurs françaises, puis après avoir fait monter leurs cours à Paris, ils les revendaient contre des billets français qu'ils présentaient ensuite par paquets de 215.000 francs à la Banque de France, qui était tenue de les leur rembourser en or.

A ce jeu, le florin baissait; pour l'empêcher de tomber au-dessous du *gold point* de sortie, la Banque Nationale Néerlandaise envoyait de l'or en France. Ainsi les Hollandais prenaient à Paris l'or de leur propre banque qu'on leur refusait à Amsterdam. Ce simple fait montre combien il est illusoire de vouloir empêcher le fonctionnement des mécanismes internationaux.

de la Suisse et de la Hollande compensaient à peu près exactement, ce qu'elle aurait dû livrer pour combler le déficit de sa balance commerciale (un milliard par mois en moyenne).

On comprend maintenant l'émotion qui s'empara des milieux financiers internationaux quand on apprit que la Banque de France laissait le prix de l'once monter à Londres au-dessus de son cours normal en francs!

Le 22 juin au soir, le bruit courut à New-York que la France abandonnait l'étalon-or; et le franc baissa brusquement. Le lendemain matin Londres naturellement accentua le mouvement.

Par bonheur, à Paris, la plupart des spéculateurs ne soupçonnaient pas l'importance qu'une prime — d'ailleurs très faible — de l'once sur le franc pouvait avoir. Ils virent dans les bruits partis de Londres et de New-York une ridicule rumeur de Bourse, ou une grossière manœuvre; et la Banque de France n'eut pas de peine à ramener la livre et le dollar à leur niveau de la veille.

Cette attaque de front contre le franc ayant échoué, on tenta alors une attaque de flanc.

Dès le 10 mai le *Financial News* de Londres avait écrit qu'« un accident au florin pourrait entraîner une baisse du franc ». On a vu que la position du florin était particulièrement faible. Le 25 juin, dans une interview retentissante, sir Henry Deterding, le grand chef de la *Royal Deutch*, déclara qu'à son avis la Hol-

lande pour sauver ses colonies des Indes néerlandaises et se sauver elle-même, n'avait plus qu'une ressource, abandonner définitivement l'étalon-or.

Sir Henry parlait avec d'autant plus de conviction que la hausse des prix du pétrole sur le marché international n'avait pas été aussi forte que la hausse en dollars-papier sur le marché américain, ce qui donnait un avantage aux trusts rivaux. Les gens d'affaires qui savaient l'extraordinaire influence du « Napoléon du pétrole », tant à Londres qu'à La Haye, s'empressèrent de jouer à la baisse; et le 26, d'un seul coup, la cote du florin à Paris tomba de 1.020 francs à 1.005 francs.

En même temps, le franc suisse était amené au point de sortie d'or, et la spéculation accordait une prime de baisse (déport) sur cette monnaie.

Enfin la Banque d'Angleterre, par un sérieux achat d'or portait la prime de l'once sur le franc à 8 pence.

Cette fois les experts français prirent peur. Le public ne peut juger de la stabilité de sa monnaie que par le cours des changes. Si, brusquement, le franc se trouvait à la fois sans rapport fixe avec n'importe quelle autre monnaie, et sans rapport fixe avec l'once d'or, on ne pourrait plus dissimuler qu'il était devenu une monnaie variable, comme toutes les autres.

Par bonheur, la prime de l'once ne menaçait pas seulement la France; elle inquiétait aussi la Suisse, la Hollande et la Belgique, et encore l'Italie et la

Pologne qui, au prix de grands sacrifices, avaient maintenu leur monnaie stable.

Le 27 juin, les représentants des six banques décidèrent de maintenir entre eux, quoi qu'il pût arriver, leurs changes réciproques à la parité actuelle.

Et aussitôt une vigoureuse défense commença : la Banque de Hollande qui du 19 au 26 avait déjà perdu 43 millions de florins d'or, en livra encore 20 millions ; le Docteur Trip, son gouverneur, en réplique à sir Henry, déclara que la Hollande était parfaitement décidée à ne pas abandonner l'étalon-or.

Mais surtout, la nouvelle que les six banques étaient d'accord pour se soutenir réciproquement impressionna le marché. Le jour même le florin remontait à 1.017 pour atteindre 1.021 le lendemain. Le bloc des puissances or (Gold Powers) était constitué.

Devant cette énergique défense, il y eut à Londres quelque flottement. Les experts, comme à Washington, se partageaient en deux camps : les uns, avec la Trésorerie et les milieux industriels, déclaraient que la livre devait se déprécier avec le dollar, même au risque d'une certaine inflation : les autres, derrière la Banque d'Angleterre, proposaient de lier la livre au franc, par une « stabilisation de fait » au moins provisoire.

Entre les deux selon l'usage anglo-saxon, le chef du gouvernement jouait l'arbitre — se réservant de pousser la barre dans un sens ou dans l'autre d'après les circonstances.

Les experts eux-mêmes, si engagés qu'ils fussent

dans la bataille des égoïsmes nationaux, ne pouvaient ignorer complètement les conséquences de leurs actes.

Il ne leur échappait pas que la prime de l'once sur le franc signifiait l'abandon de l'étalon-or par toutes les Puissances. La Conférence de Londres allait-elle donc briser le dernier ressort de cette économie mondiale qu'elle avait pour mission officielle de restaurer!

Il y eut, dans les trois délégations, comme un réveil de conscience. Le 30 juin les experts de la Banque d'Angleterre, de la Banque de France et de la Federal Reserve reconnurent que la guerre des changes, au point où elle était arrivée, constituait un péril mondial : certes on ne proposerait plus d'établir un rapport fixe, même provisoire, entre les trois devises; simplement il s'agissait d'une action concertée des trois gouvernements pour enfermer dans de certaines limites les écarts de la spéculation.

Même l'intransigeant professeur Moley, qui venait d'arriver de Washington, approuva cet accord. Et M. Mac Donald dans un message personnel, en annonçant au président Roosevelt la formation du « Bloc or », lui demanda de se montrer conciliant.

Alors se produisit cet événement invraisemblable que toute la presse a raconté : pendant un jour et une nuit la Conférence tout entière attendit la réponse de Washington : le président des Etats-Unis, parti en mer sur son yacht, était introuvable!

En réalité, M. Roosevelt, fidèle à sa méthode expé-

rimentale, attendait les réactions que produirait cette nouvelle sur le marché intérieur.

En cette fin de juin 1933, le pouvoir d'achat du dollar était à 5 kgs 470, celui du franc à 288 grammes, celui de la livre sterling à 22 kgs 560.

D'où la parité normale en marchandises :

1 £ = \$ 4,12 = 78 frs 33.

1 \$ = 19 francs.

Or le cours du change à ce moment portait le dollar à 20 francs, ce qui était à peu près conforme à l'équité.

Mais la livre cotait \$ 4,30 à New-York et 86 francs à Paris, ce qui lui laissait sur les deux marchés une prime d'importation de 4 % et 9 %.

On conçoit la mauvaise humeur du président contre les gens de Londres trop habiles à manipuler les changes, et sa colère contre ceux qui se laissaient ainsi manœuvrer.

Le 3 juillet, M. Cordell Hull lut en son nom à la Conférence une note d'un ton inouï.

Le Président des Etats-Unis déclarait sans ambages que, dans la situation tragique du monde, toute stabilisation provisoire et artificielle était une « diversion » marquant « une absence singulière du sens des proportions », et un « oubli des objets plus vastes pour lesquels la Conférence avait été convoquée. »

Il osait dire à deux reprises que les accords proposés « intéressaient exclusivement les changes monétaires de quelques nations » et étaient entrepris « pour le profit de quelques *grands* pays seulement. »

Quant à lui, renonçant aux « erreurs fondamentales » du passé il entendait donner à l'Amérique une monnaie établie sur la base d'un *pouvoir d'achat* stable. Il reléguait au rang des « vieux fétiches » l'idée de l'or-étalon, laissant le métal à son rôle de réserve.

Et pour finir, il invitait tous les pays à chercher la stabilité de leur monnaie dans l'équilibre de leurs budgets et de leurs balances, la reprise des affaires dans l'abaissement des entraves au commerce, et non dans la fixation de cours provisoires. C'est dans cette voie que désormais devait travailler la Conférence.

Jamais chef d'Etat n'avait lancé pareil désaveu à ses collègues et à ses experts, et même à ses propres et récentes déclarations. Mais le président n'en était pas à des questions de protocole. L'expérience qu'il poursuivait dans son pays avait pris une forme nettement révolutionnaire. Il constatait, non sans raison, que les manœuvres de change des leaders de la Conférence ne pouvaient mener qu'à une catastrophe; et résolument il cherchait à entraîner son pays et le monde avec lui dans une voie nouvelle.

Après le troisième « coup d'arrêt » du président Roosevelt la bataille des changes reprit avec une violence accrue.

En fait, le président des Etats-Unis n'avait pas encore atteint l'objectif qu'il s'était proposé; il voulait ramener le dollar au change ancien de \$ 4,86 pour une livre, et il n'était encore qu'à \$ 4,30. Il devait aussi ramener le pouvoir d'achat du dollar au niveau

de 1929 soit 4 kgs 830 il était encore à 5 kgs 470. Il entendait poursuivre l'expérience jusqu'au bout.

A ce point de vue, la note brutale, lue par M. Cordell Hull, le 3 juillet, eut une action décisive. Publiée par toute la presse des quarante-huit Etats, elle provoqua dans le pays tout entier cet « enthousiasme spéculatif » si caractéristique du public américain.

Désormais, plus de doutes, plus d'incertitudes, plus de crainte que le gouvernement se laissât aller à quelque stabilisation prématurée; la baisse du dollar était assurée! Aussitôt tous les attardés, les hésitants qui avaient encore des billets ou des valeurs à revenu fixe coururent à leur banque pour acheter des valeurs à revenu variable, tandis que les gens d'affaires, qui avaient accès aux Bourses du Commerce, achetaient du blé, du coton, du cuivre, etc...

A ce compte le dollar, perdant de son pouvoir d'achat à l'intérieur, voyait sa cote baisser sur le marché du change. Le 1^{er} juillet, la cote donnait \$ 4,82 pour 1 £.

Le 19 juillet, elle était à 1 £ = \$ 4,87. Cette fois la parité ancienne avec Londres était atteinte. Le dollar et la livre s'échangeaient au même taux qu'au temps où tous deux étaient à l'étalon-or, c'est-à-dire qu'ils s'étaient dépréciés dans la même proportion.

Mais pour que l'égalité des changes fût réelle et parfaite, il fallait que les pouvoirs d'achat à l'intérieur fussent aussi au même niveau.

Par malheur, la hausse des prix, en dollars-papier s'opérait d'une façon désordonnée : tandis qu'elle

atteignait 50 % et plus pour les céréales et certains produits agricoles, elle était beaucoup plus faible pour les produits fabriqués, et presque nulle dans certaines branches.

Finalement au milieu de juillet on s'aperçut que si le dollar avait baissé de 30 % à l'extérieur, l'index moyen des prix intérieurs n'avait monté que de 10 %.

On le savait aussi à Londres. La vieille expérience des cambistes anglais leur disait que, même privé du secours d'un Fonds d'Egalisation, le dollar remonterait de lui-même. Rassurée de ce côté, la Banque d'Angleterre tourna tous ses efforts contre le Bloc-or.

L'ATTAQUE CONTRE LE BLOC-OR

Avant tout, il s'agissait d'empêcher la livre de baisser sur le marché de Paris, afin de maintenir la marge d'importation contre les pays du Bloc-or. M. Montagu Norman décida de maintenir le cours à 85 francs. Pour cela, il fallait que le *Fonds d'Egalisation* achetât toutes les devises anglaises que l'on offrirait au-dessous de ce cours.

A ce moment, l'inquiétude était telle qu'en dix jours il dut acheter 20 millions de livres sterling (1). Mais le cours fixé fut maintenu.

Pendant qu'il se gardait ainsi du bras gauche,

1. Il les payait avec les francs français, suisses et belges, avec les florins et les lires qu'il avait acquis au temps où tout le monde voulait avoir des sterling. Il réduisait ainsi ses réserves de change. Mais il s'en consolait en pensant qu'il rachetait aux étrangers, à 85 francs, les livres qu'il leur avait vendues l'année précédente à 94 et même 97 francs.

M. Montagu Norman frappait du droit, en jouant de la prime sur l'or.

Ici l'attaque était facile; car le marché de l'or était devenu très « étroit ». Depuis que les banques d'émission du Bloc-or ne livraient l'or qu'au compte-goutte, les offres se limitaient à la production des mines. Chaque semaine, le Fonds d'Egalisation offrait d'acheter le disponible à un prix supérieur au cours normal de l'once en franc français. Le 10 juillet la prime monta à 11 shillings. Le 17 juillet la Banque d'Angleterre, prenant les devants sur les enchères ordinaires du mardi, acheta directement pour £ 2 millions d'or au Cap, sans passer par le marché. Il lui suffit le lendemain d'un achat de £ 100.000 pour porter la prime à 11 pence 1/2.

Cependant, le Bloc-or résistait de son mieux. Dès le 4 juillet la Banque de France commençait à « rapatrier » l'or qu'elle avait jusqu'alors laissé en consigne (earmarked) à New-York et à Londres (1).

Elle pouvait ainsi mieux soutenir les monnaies alliées sur lesquelles la spéculation faisait peser des *dépôts* (primes de baisse) fort élevés.

Grâce à ses efforts, le 10 juillet, le florin, le franc suisse et la lire se retrouvaient à leur parité normale avec le franc (respectivement, 1.030 francs, 495 francs et 135 francs).

Le 18 juillet, les six banques (France, Belgique, Hol-

1. Elle a rapatrié ainsi pour \$ 79.500.000 dans le courant de juillet.

lande, Suisse, Italie et Pologne) convinrent de maintenir désormais cette parité entre elles.

C'est précisément ce que Londres désirait.

Sans doute elles continueraient à régler entre elles le solde de leurs balances en or : de ce fait la stabilité de leurs changes réciproques était assurée; et le public, n'apercevant aucun mouvement de la cote en dehors des *gold points* d'entrée et de sortie, pouvait s'imaginer que la règle de l'étalon-or était toujours respectée. Mais en dehors de leur cercle restreint, elles ne livraient plus de métal. Dès lors elles s'interdisaient d'agir sur le cours de l'once à Londres. Leur rapport avec le prix de l'once devenait variable. Chaque fois qu'il montait, c'était comme si le poids d'or du franc français, du franc belge, du franc suisse, du florin, de la lire ou du zloty se trouvait brusquement réduit... Leur valeur par rapport à toutes les autres monnaies en était diminuée d'autant.

Aujourd'hui par un étrange paradoxe, le Bloc-or n'est plus à l'étalon d'or. Les six *Gold Powers* l'ont abandonné ensemble, et solidairement; elles ne l'ont pas moins abandonné.

En ce moment il n'y a plus une seule monnaie dans le monde qui soit en rapport fixe avec l'or.

Après trois mois de ces subtiles manœuvres, le dernier ressort du mécanisme des transferts était brisé, la Conférence de la « stabilité monétaire » avait réalisé l'instabilité universelle des monnaies; l'œuvre de reconstruction s'était changée en entreprise de destruction!

Et l'on ne sait qu'admirer le plus : la virtuosité extraordinaire des techniciens qui ont dirigé la manœuvre, ou la puérilité tragique de ces hommes « pratiques » qui ont compromis la reprise des affaires pour mieux s'en partager les profits.

Ainsi prit fin le 27 juillet, dans le désarroi et l'inquiétude générale, l'auguste Assemblée des soixante-six nations réunies pour préparer la restauration monétaire et économique du monde.

Chose curieuse : bien qu'aucun de ses membres n'eût plus aucune foi en son efficacité, elle n'osa pas se dissoudre. Sur la demande instantane des délégations britanniques et américaines, elle convint de s'ajourner à une date, d'ailleurs imprécise.

C'est que la lutte engagée entre les trois équipes n'était pas terminée. Toute guerre doit être couronnée par une victoire. Elle doit être poursuivie « jusqu'au bout », c'est-à-dire jusqu'à l'épuisement total de l'un des adversaires — fussent les autres être aussi épuisés. Or aucune « décision » n'était encore en vue.

Quelques jours avant le départ des délégations, le gouverneur de la Banque d'Angleterre avait réuni les délégués des Dominions et de l'Inde; et tous ensemble avaient pris la décision de ne pas stabiliser leurs monnaies séparément et de les tenir autant que possible dans un rapport fixe avec la livre. Ainsi un Bloc-sterling se dressait désormais en face du Bloc-or, constitué trois jours auparavant. La nouvelle coalition restait d'ailleurs ouverte à ceux qui vou-

draient y adhérer. La Suède et le Danemark, ayant lié leur monnaie à la livre, profitaient de la même prime à l'égard des pays à monnaie-or, et ne demandaient qu'à suivre le mouvement.

La grosse difficulté vint du Canada : par la force des choses les Etats-Unis sont devenus son principal fournisseur et son plus gros client; et la formidable expansion bancaire des années 1928-1929 en avait fait une véritable colonie financière de *Wall Street*.

Après la chute du sterling, le dollar canadien avait oscillé entre les avantages du dollar stable de New-York, ou de la livre à bon marché de Londres. Le duel des deux monnaies le laissait dans un état d'indécision démoralisant. Fort habilement la City sut en profiter. Fin juillet, on annonça que Londres accordait au Canada un emprunt de £ 15 millions à 4 %. (C'est le premier emprunt extérieur que le gouvernement ait autorisé depuis la catastrophe de septembre 1931). C'était à la fois un succès pour la politique impériale inaugurée à Ottawa, un défi à la puissance de *Wall Street* qui voyait la City reprendre pied sur son ancien « domaine », et une consécration effective du Bloc-sterling.

Aussitôt, sans désespérer, la Banque d'Angleterre reprit son attaque contre le Bloc-or en forçant de son mieux la prime sur l'once à Londres.

Mais alors se produisit un dernier coup de théâtre, le plus inattendu de tous.

Le 19 juillet, au moment où les délégués de toutes les nations préparaient leurs malles, et où les sous-

comités bâclaient de vagues ordres du jour en vue d'une prochaine convocation à laquelle personne ne croyait, M. Pierpont Morgan arrivait à Londres et se rendait chez le gouverneur de la Banque d'Angleterre.

Que se passa-t-il entre ces deux puissants magnats? Naturellement le public anglais ni le public américain n'ont été admis à le savoir. Mais le lendemain, 20 juillet, les spécialistes constataient avec stupeur que le dollar remontait brusquement à \$ 4, 62 pour une £ contre \$ 4, 87 la veille — et cela sur des achats faits par les banques américaines.

Jusqu'alors on avait toujours pensé que Washington voulait ramener le dollar à sa parité ancienne avec la livre (1 £ = \$ 4,86). Maintenant qu'on y était parvenu, la spéculation se demandait si le Président ne pousserait pas plus loin son avantage en continuant la baisse; mais personne ne pensait qu'il favoriserait la hausse de sa devise, après avoir tout fait pour l'empêcher!

Aussitôt ce fut en Amérique la réaction habituelle, immédiate et brutale comme toujours : à Wall Street, effondrement des cours des valeurs à revenu variable; dans les Bourses du Commerce, recul général des matières premières. Le coup fut particulièrement rude sur le blé. Tant d'à-coups successifs brisaient la confiance des fermiers. Le désarroi fut tel que sur tous les grands marchés du blé les Bourses durent fermer : non seulement à Chicago, qui est le grand centre commercial, mais à Kansas City (production), Minneapolis (minoterie), Duluth (transports).

Toutefois on comptait que, cette fois encore, le Président rétablirait la situation en pesant sur le dollar. A la surprise générale, le 24 juillet, les représentants des minotiers, boulangers, courtiers et négociants furent convoqués à la Maison Blanche pour s'entendre dire que désormais les cours ne pourraient osciller chaque jour que de 8 cents pour le blé; que les spéculateurs à terme seraient tenus de déclarer leurs stocks au-dessus de 250.000 boisseaux; et que des sanctions graves seraient prises contre ceux qui sortiraient des limites imposées. Ainsi le Président se bornait à freiner la baisse par des mesures administratives.

Quant au dollar, non seulement on ne faisait rien pour le déprécier, mais la *Federal Reserve* limitait ses opérations *in open market* à \$ 10 millions par semaine, au lieu des \$ 25 millions d'achats qu'elle était autorisée à faire. Alors la devise américaine continua de monter. Le 28 juillet, elle atteignait \$ 4,42 pour 1 £. Le 12 août, elle était encore à \$ 4,48.

De tous les revirements du président Roosevelt, celui-ci a été assurément le plus surprenant, et le plus mal compris.

Il s'éclaire très bien si l'on veut tenir compte de l'équation monétaire telle que nous l'avons appliquée jusqu'ici.

Les boursiers et les spéculateurs pour évaluer deux monnaies consultent toujours la cote des changes. Ils ne prêtent en général aucune attention aux *index*. C'est pourtant eux qui en définitive expriment la

valeur *réelle* (en marchandise) des monnaies. Or, dans ces derniers mois des variations extrêmement importantes se sont produites.

Fidèle à sa ligne de conduite, l'Angleterre a maintenu fermement le cours du change entre 85 et 86 francs, d'avril à juillet; et l'index des prix de gros s'est tenu à peu près immobile entre 67 et 70 (base 1929 = 100).

Ainsi le pouvoir d'achat de la livre s'y est maintenu constamment aux environs de 23 kgs.

Mais en Amérique il n'en était pas de même. Les interventions sensationnelles du président Roosevelt avaient fini par atteindre leur but. De fin mai au début d'août 1933, l'index des prix de gros a monté de 65,7 à 73,8, soit une hausse de 12 %.

Dans le même temps le dollar avait baissé de 21 frs 28 à 18 frs 52, soit 13 % (soit 1 £ = \$ 4,60).

Si bien que le pouvoir d'achat du dollar était tombé à 4 kgs 670 au début d'août, au lieu de 6 kgs 030 à la fin de mai. Si l'on veut bien se rappeler qu'en 1929 il était de 4 kgs 830, on voit qu'il était maintenant *au-dessous* du niveau d'avant la crise.

Magnifique résultat pour l'Administration! Sans doute elle avait promis de ramener la charge des dettes au niveau de 1926, et l'on n'y était pas encore. Mais le Président déclara qu'il comptait arrêter là cette première étape, et que l'achèvement du programme serait une œuvre de longue haleine.

Désormais, on ne le verra plus peser sur le dollar pour faire monter les prix.

Mais il avait remporté une autre victoire encore — plus discrète — et qui lui était peut être plus sensible.

Nous avons vu, dès le 20 juillet, les banques américaines acheter des dollars, et faire remonter leur devise à $1 \text{ £} = \$ 4,60$. Cette intervention avait complètement dérouté les spécialistes, puisque l'administration n'avait jamais caché son désir de ramener la livre à sa parité ancienne de septembre 1931 soit $1 \text{ £} = \$ 4,86$.

Si l'on veut bien calculer, d'après notre méthode, la parité de la livre et du dollar, on aura la clef du mystère.

A la fin de juillet elle s'établit ainsi (1) :

$22 \text{ kgs } 257 = 1 \text{ £} = \$ 4,6 \times 4 \text{ kgs } 670 = 21 \text{ kgs } 482$
(— 3,5 %).

Ainsi l'importateur anglais pour avoir une livre sterling doit toujours produire en moyenne 22 kgs 257 de marchandises, (comme en mai) mais sa livre ne lui procure plus sur le marché américain que 21 kgs 482 au lieu de 24 kgs 360. C'est-à-dire que la prime (monétaire) d'importation qui était encore de + 7 % en mai s'est changée pour lui en une perte de — 3 % en juillet.

Maintenant au contraire, c'est l'Américain qui, avec 21 kgs 481 de marchandises américaines peut payer 22 kgs 257 de marchandises britanniques.

1. Voir les index à la fin du volume.

Pour que cette situation se maintienne, il suffit que le cours du dollar sur le marché du change soit tenu au-dessus de son pouvoir d'achat à l'intérieur. Et voilà pourquoi, dès la fin de juillet, Washington non seulement arrêta la baisse de sa devise, mais la fit remonter!

Fini, le petit truquage qui permettait à l'industrie britannique de payer moins cher (en marchandises) le coton, le blé, le cuivre américains. Désormais, la situation est complètement retournée. C'est l'Anglais qui paye plus cher que l'Américain ce qu'il achète aux Etats-Unis.

Il est vrai que théoriquement ce nouveau décalage crée une prime en faveur de l'exportation britannique, puisque désormais avec 21 kgs 482 l'importateur américain peut se procurer 22 kgs 257 de marchandises anglaises.

Mais ici le Président (et ses experts) se sont mis à l'école de leurs adversaires.

Le *Recovery Act* lui donne le droit, et même lui impose le devoir, de frapper d'une taxe, et de continger, au besoin, tout produit étranger dont l'importation pourrait nuire au relèvement du pays. L'Administration laissera entrer évidemment le thé, le caoutchouc, le pétrole et autres matières premières et denrées, et les pays exotiques s'empresseront de remployer les dollars ainsi acquis en achats sur le marché américain pour profiter de la prime qui leur est offerte.

Mais les produits des industries européennes concu-

rentes seront fermement retenus par le filtre de la douane.

Et voilà comment le président Roosevelt, après avoir réclamé avec tant de vigueur la « trêve douanière », est devenu soudain protectionniste !

En tout cela, le président Roosevelt (ou ses experts) s'est montré un excellent élève de M. Montagu Norman. Dans l'escrime économique où les gouvernements jouent actuellement le sort du monde, il a su rendre sa botte à l'adversaire et il a battu son maître.

Il est vrai que l'Amérique a payé cher cette victoire. La hausse des prix-papier a été menée si rondement au cours de ces trois mois, que les salaires et traitements, freinés d'ailleurs par le grand nombre des chômeurs, n'ont pas suivi. Le « décalage » habituel s'est produit, toujours cruel pour les travailleurs, particulièrement dangereux en ce moment de malaise universel.

L'Administration a dû intervenir. En vertu de ses pleins pouvoirs, le président Roosevelt a ordonné aux patrons de hausser immédiatement les salaires ; opération difficile à réaliser, car si l'industriel a vu monter les cours, il n'a pas toujours vendu ce qu'il a produit, ni encaissé le prix de ce qu'il a vendu. N'importe : avec ou sans l'assentiment des intéressés, on a établi des « codes », distribué des « aigles bleus » aux gens de bonne volonté ; quant à ceux qui résistent, les ouvriers les dénoncent et au besoin se mettent en grève, et l'Administration les soutient.

On a ainsi donné à ce gouvernement légal « des

pleins pouvoirs » l'aspect d'une dictature socialiste.

Tels sont les contre-coups imprévus de ces batailles d'experts. Trop souvent ces habiles calculateurs, en combinant des « marges d'importation » oublient qu'ils travaillent non sur du papier, mais selon l'expression de Catherine II sur « la peau humaine », laquelle est particulièrement chatouilleuse et irritable.

LA PAIX MANQUÉE

Au milieu d'août, M. Montagu Norman vit la bataille perdue sur le front américain, et le 24 il débarquait à New-York pour négocier la paix.

Du 24 au 29 il eut de nombreuses entrevues avec M. Harrison gouverneur du Federal Reserve Board, M. Cordell Hull et les experts du Trésor (1).

Qu'ont-ils dit ou fait? Naturellement personne n'en sait rien. La diplomatie d'affaires est, comme l'autre, secrète. Une seule indication précise a été donnée à la presse : on a discuté encore une fois la stabilisation de fait de la livre par rapport au dollar. Mais les Américains ont proposé qu'elle se fît sur la base $1 \text{ £} = \$ 4,75$; tandis que M. Montagu Norman demandait : $1 \text{ £} = \$ 4,25$.

Que signifiait cette différence? On le comprendra si l'on veut bien appliquer notre méthode de calcul.

En bonne règle, nous l'avons vu, le cours du change

1. Il est significatif qu'à ce moment précis l'intransigeant professeur Moley dut donner sa démission de secrétaire d'Etat adjoint.

de deux monnaies doit s'établir sur la base de leur pouvoir d'achat à l'intérieur de leur propre pays.

Sur la base des index de juillet 1933, les parités devraient s'écrire ainsi :

Livre contre franc :

$$22 \text{ kgs } 257 = 1 \text{ £} = 76 \text{ frs } 75 \times 290 \text{ grs} = 22 \text{ kgs } 257.$$

Livre contre dollar :

$$22 \text{ kgs } 257 = 1 \text{ £} = \$ 4,76 \times 4 \text{ kgs } 670 = 22 \text{ kgs } 257.$$

Dollar contre franc :

$$4 \text{ kgs } 670 = 1 \$ = 16 \text{ frs } 13 \times 290 \text{ grs} = 4 \text{ kgs } 670 \text{ (1).}$$

Si donc la cote des changes avait donné à cette date la livre à 76 frs 75, le dollar à 16 frs 13, il n'y aurait eu aucune prime, ni d'importation ni d'exportation, soit de l'Angleterre sur l'Amérique, soit de l'Amérique sur l'Angleterre, ni de toutes les deux à l'égard du Bloc-or.

C'était le « fair play » parfait.

A ce compte le dollar eût valu par rapport à la livre 76,75 divisé par 16,13 = \$ 4,75. C'est précisément le chiffre que proposait le président Roosevelt. On peut dire qu'il restait ainsi fidèle au « fair play » pour tout le monde. C'est exactement ce qu'avait proposé M. Cordell Hull à l'ambassadeur sir Ronald Lindsay à la veille de la chute du dollar (2).

Mais cette fois encore, M. Montagu Norman avait d'autres visées. Au cours du jour, au moment de la

1. Voir annexe.

2. Compte tenu de la différence des index (voir page 71).

négociation, l'importateur britannique pour 22 kgs 257 de marchandises anglaises n'obtenait plus que 21 kgs 481 de marchandises américaines. Au lieu d'une prime qui avait atteint jusqu'à 10 %, il subissait maintenant une perte de 3 %.

Par suite de la baisse excessive de l'index américain la situation était renversée. La bataille étant perdue sur le terrain de l'importation, il convenait de changer de tactique.

Alors, à la grande surprise les Américains on vit le gouverneur de la Banque d'Angleterre demander, non pas la baisse du dollar par rapport à la livre, mais sa hausse à $1 \text{ £} = \$ 4,25$ (1).

Dans l'état présent des choses cela donnait :

$$22 \text{ kgs } 257 = 1 \text{ £} = \$ 4,25 \times 4 \text{ kgs } 670 = 19 \text{ kgs } 840.$$

Ainsi l'importateur anglais ne recevrait plus désormais que 19 kgs 840 (au lieu de 22 kgs 257 actuellement et 26 kgs 545 en mars 1933).

Etrange paradoxe!

L'Angleterre, renonçant à payer ses matières premières et ses denrées à meilleur compte, offrait de les acheter plus cher qu'on ne le lui demandait!

C'est que l'habile négociateur savait bien qu'inversement l'importateur américain en Grande-Bretagne pour 19 kgs 840 de marchandises américaines recevrait 22 kgs 257 de marchandises britanniques, qu'une telle

1. Quand la livre vaut \$ 4,75, le dollar vaut 50 pence 6.

Quand la livre vaut \$ 4,60, le dollar vaut 52 pence 1.

Quand la livre vaut \$ 4,25, le dollar vaut 56 pence 4.

prime (12 %) l'engagerait à « remployer » ses livres à des achats sur place.

Ainsi la *prime de remploi* changerait de sens. Au lieu de se faire sur le marché américain, elle se ferait sur le marché britannique. Puisqu'on ne pouvait plus favoriser les importations de matières premières et de denrées, on stimulerait du moins les exportations de produits fabriqués.

Pour mieux comprendre le jeu de M. Montagu Norman prenons un exemple concret.

Le cuivre à New-York cotait à ce moment 8 *cents* 75 la livre (lb) de 453 grammes soit 11 lb 42 pour un dollar.

Au cours du change 1 £ = \$ 4,61, le prix du cuivre en monnaie anglaise s'établissait à 11 lb 42 \times \$ 4,61 = 52 lb 53 pour une livre sterling, ce qui met la livre de cuivre à 4 *pence* 56.

Sur la base de la proposition américaine, avec la £ à \$ 4,75 une livre sterling donnerait désormais 11 lb 42 \times \$ 4,75 = 54 lb 24 ce qui ramène la livre de cuivre à 4 *pence* 42.

Au contraire si l'on accepte la proposition anglaise : (£ = \$ 4,25) 1 £ donnera 11 lb 42 \times \$ 4,25 = 48 lb 53 ce qui fait monter la livre de cuivre à 4 *pence* 94.

D'après ces données, l'argumentation de M. Montagu Norman peut se résumer ainsi :

« Que voulons-nous, les uns et les autres? Faire hausser les prix des matières premières et des denrées.

« Sans doute en dépréciant votre monnaie, vous avez

fait monter les prix (en dollars) sur votre marché intérieur. Mais comme vous exportez la plus grande partie de votre blé, de votre coton, de votre cuivre, etc., etc., ce qu'il vous faut obtenir c'est la hausse sur le marché *international*.

« Or que proposez-vous ? »

« En ramenant votre monnaie de \$ 4,60 pour 1 £ à \$ 4,75 vous faites *baisser* le prix du cuivre en monnaie anglaise de 4 pence 56 à 4 pence 42 (— 3 %). C'est tout le contraire qu'il vous faut obtenir.

« Eh bien ! moi je vous offre de déprécier la livre, par rapport au dollar. En la ramenant à \$ 4,25 pour une livre, je fais monter le prix du cuivre à 4 pence 56 actuellement à 4 pence 94, soit une hausse de 8 % sur le cours actuel et de 11 % sur celui que vous proposez. Et il en sera de même pour toutes vos exportations ? »

« A ce compte, je le sais, notre industrie britannique paiera *plus cher* ses matières premières, notre consommateur paiera *plus cher* ses denrées. Mais c'est un sacrifice que l'Angleterre veut faire pour la reprise générale des affaires ! » L'habile négociateur n'ajoutait pas, bien entendu, que son pays y trouverait une substantielle compensation.

En effet l'exportateur américain qui reçoit aujourd'hui £ 100 pour une livraison de cuivre, de blé ou de coton, en recevra désormais £ 108.

S'il les *remploie* en achats à Londres il obtiendra :
 $£ 108 \times 22 \text{ kgs } 257 = 2.403 \text{ kgs.}$

Si au contraire, il « rapatrie » cette somme, en échangeant ses livres contre des dollars, il obtiendra :

$$£ 108 \times \$ 4,25 = 459 \times 4 \text{ kgs } 67 = 2.143 \text{ kgs } 5.$$

Soit en cas de remploi à Londres une prime de 11 %.

M. Montagu Norman pensait bien que le commerce américain ne manquerait pas d'en profiter. Ainsi Londres garderait ses livres et expédierait à leur place des marchandises. Et l'industrie britannique regagnerait — et au delà — sur ses exportations de produits fabriqués ce qu'elle aurait perdu sur ses matières premières.

Si au contraire on accepte la proposition américaine (1 £ = \$ 4,75) le prix du cuivre en monnaie anglaise baissera, nous l'avons vu de 3 % sur le cours actuel. Le vendeur américain recevra donc 97 £ au lieu de £ 100.

S'il remploie il obtiendra :

$$£ 97 \times 22 \text{ kgs } 257 = 2.160 \text{ kgs.}$$

S'il « rapatrie », il obtiendra :

$$£ 97 \times \$ 4,75 \times 4 \text{ kgs } 67 = 2.151,7.$$

Dans ce cas, il n'y aura plus de prime de remploi au profit de l'industrie britannique, mais il n'y en aura pas non plus au profit du vendeur américain.

On voit que la proposition de M. Montagu Norman était beaucoup plus séduisante.

Toutefois elle comportait pour l'Angleterre un risque particulier. Il importait essentiellement que les pays du Bloc-or ne pussent offrir au vendeur américain une *prime de remploi* supérieure à celle du subtil stratège financier anglais. Sans quoi, le vendeur américain échangerait ses livres sterling contre des francs

français, belges ou suisses, ou contre des florins hollandais ou des marks allemands. Et la prime versée par l'Angleterre servirait précisément à développer les exportations de ses concurrents continentaux.

Ce danger n'était pas imaginaire ou hypothétique. En cette fin de juillet, l'Américain qui vendait pour £ 100 de cuivre à Londres, recevait, nous l'avons vu une prime de 3 % s'il *remployait* ses livres en Angleterre. Mais s'il les échangeait contre des francs, il obtenait :

$£ 100 \times 85 \text{ frs } 20 \times 290 \text{ grs} = 2.470 \text{ kgs } 8$ à Paris au lieu de 2.225,7 à Londres et 2.148,2 à New-York.

Il gagnait donc 12 % à faire ses achats en France, et dans les pays à étalon-or.

On conçoit que M. Montagu Norman ait voulu à tout prix mettre fin à cette situation nouvelle. Pour cela il fallait donner au vendeur américain, pour la même quantité de marchandises, plus de livres et moins de francs.

Le premier objectif était atteint, nous l'avons vu, si l'on ramenait le change sur New-York de $1 £ = \$ 4,60$ à $1 £ = \$ 4,25$. A ce compte, l'importateur de cuivre recevait £ 108 au lieu de £ 100.

Mais il restait à faire baisser la livre par rapport au franc suffisamment pour que la prime de remploi fût la même des deux côtés de la Manche.

En cas de remploi en Angleterre, le vendeur de cuivre obtiendrait $£ 108 \times 22,257 = 2.493 \text{ kgs } 7$.

Pour que l'égalité fût assurée en cas de remploi en France il faudrait :

$$£ 108 \times 76 \text{ frs } 74 = 8.288 \text{ frs} \times 290 \text{ grs} = 2.493 \text{ kgs } 7.$$

C'est-à-dire qu'il faudrait ramener le cours de la livre à fr. 76,74 à Paris, et le cours du dollar à fr. 76,74 divisé par 4,25 = 18 francs.

Ainsi la position de M. Montagu Norman se trouvait renversée : au lieu de soutenir la livre à Paris, il devait la faire baisser.

En somme il offrait aux Américains une hausse de leurs matières premières à Londres, sous la condition qu'ils remploieraient le produit de leurs ventes en achats en Grande-Bretagne de préférence à tous autres achats sur le continent européen (pays-or).

Mais le président Roosevelt n'accepta pas cette combinaison. Sans doute n'avait-il aucun désir de voir ses concitoyens développer leurs achats en Angleterre, au grand profit des industries britanniques rivales.

En proposant de stabiliser (provisoirement) la £ à \$ 4,75 (au lieu de \$ 4,25) non seulement il refusait de faire monter le dollar de 52 pence 1 à 56 pence 4, mais au contraire il le faisait baisser à 50 pence 6.

A ce compte, l'équation des deux monnaies devenait :

$$22 \text{ kgs } 257 = 1 £ = \$ 4,75 \times 4 \text{ kgs } 670 = 22 \text{ kgs } 182.$$

Il n'y avait plus de prime de *emploi* ni au profit de l'Angleterre ni au profit de l'Amérique.

Du même coup, le prix du cuivre à Londres se trouverait réduit de 3 % sur le cours actuel (au lieu de la hausse de 8 % offerte par M. Montagu Norman). Mais le Président préférait revenir au *fair play*, fût-ce même au prix d'une baisse sur les matières premières.

Il avait pour cela deux raisons essentielles. D'abord sa réforme monétaire n'était pas achevée. Sans doute, par un double jeu de pression sur le change et l'index, il était parvenu à ramener le dollar à son pouvoir d'achat de 1929, et même légèrement au-dessous (1 \$ = 4 kgs 67 au lieu de 4 kgs 83). Mais ceci n'était réalisé que pour les transactions internationales.

Sur le marché intérieur, l'index avait monté seulement de 63,1 en mars à 73,9 en juillet, autrement dit le pouvoir d'achat du dollar avait baissé de 158 kgs 5 à 135 kgs 3.

De ce fait, les charges fixes de capital pour les industries domestiques avait baissé de 23,2 % ce qui était important sans doute; mais elles devaient baisser encore de 35,3 % pour être au niveau de 1929.

Si le *dollar de concurrence* avait atteint son niveau normal, le dollar intérieur ou *dollar-dettes* en était loin encore. Tout l'effort de l'Administration devait tendre à le faire baisser encore. Comment, dans ces conditions aurait-on pu encourager une *hausse* de la devise à Londres?

Et puis, il y avait, dans tous ces calculs une *incon- nue* non négligeable.

Toute la combinaison de la Banque d'Angleterre reposait sur cette hypothèse que les six pays du Bloc-or maintiendraient leurs monnaies aux parités actuelles.

Certes ils s'en vantaient en toute occasion, et M. Montagu Norman les y encourageait fort. Le gouvernement français en particulier proclamait chaque jour

son indéfectible attachement à l'étalon-or, devenu pour la circonstance, la plus haute expression de l'« esprit cartésien ».

Mais le président Roosevelt a osé émettre publiquement des doutes à ce sujet. Il sait, comme tout le monde, que la commission des Finances se déclare incapable d'assurer l'équilibre du budget pour l'an prochain; que le public français, depuis la fâcheuse conversion de l'été dernier, ne veut plus souscrire d'emprunts à long terme, que les Banques sont gorgées de bons du Trésor, et que par conséquent il faudra bien recourir, de façon ou d'autre, à l'inflation.

D'autre part, comment les exportations françaises pourraient-elles se rétablir, alors que les charges fixes de capital des industries sont supérieures d'environ 56 % à celle des concurrents anglais et américains?

Pour ces deux raisons, intérieure et extérieure, il est possible, sinon probable, que les pays-or soient contraints, avant un an, d'abandonner à leur tour l'étalon-or, pour rétablir à la fois l'équilibre de leurs budgets et celui de leurs balances commerciales. Dans ce cas, leurs divers index se mettront à varier selon des rythmes imprévisibles; et tous les accords monétaires anglo-américains seraient à refaire.

C'est pourquoi le Président a déclaré (29 août) qu'avant toute stabilisation — même provisoire — du dollar par rapport à la livre, il désirait attendre les résultats de l'expérience française. D'ici là, il s'occupera à consolider le nouveau pouvoir d'achat du dollar à l'intérieur, en ajustant les salaires aux prix —

tâche singulièrement ardue qui pour le moment prime toutes les autres.

C'est ainsi que M. Montagu Norman a quitté New-York sans avoir rien obtenu qu'une tasse de thé dans Hyde Park.

La paix n'est pas faite entre le *Bloc-sterling* et le *dollar* ni entre ces deux puissances, et le *Bloc-or*. L'instabilité monétaire est toujours aussi grande, et l'inquiétude ne fait que croître.

Cependant M. Montagu Norman ne perd pas courage.

Puisque le gouvernement américain refuse les « présents d'Artaxerce » il lui faut agir par ses propres moyens.

Il s'agit toujours pour lui d'amener les importateurs américains à *remployer* leurs livres en Angleterre, au lieu de les vendre contre des francs et les remployer sur le Continent.

Pour cela, il lui faut à la fois faire monter le dollar à Londres, et baisser la livre à Paris.

On assiste alors à un curieux revirement dans la politique du *Fonds d'Egalisation*.

Tant que Londres jouait la prime de emploi à l'étranger le Fonds devait maintenir le change de la livre à l'extérieur constamment au-dessus de son pouvoir d'achat en Angleterre même, de façon qu'on pût troquer plus de marchandises étrangères contre moins de produits britanniques.

C'est ainsi que le *Fonds* a soutenu pendant des mois la livre au cours de 86 francs (près de 10 francs au-

dessus de la parité des pouvoirs d'achat); et nous l'avons vu acheter jusqu'à 20 millions de livres sterling en une semaine pour fixer le change à ce niveau (pegged rate).

Maintenant au contraire, il s'agissait de faire baisser la livre à Paris en vendant des livres contre des francs et de faire monter le dollar à Londres en achetant des dollars contre des livres. Dès le début de septembre, le Fonds s'y emploie de son mieux.

Tout d'abord, il cesse ses interventions si énergiques — et si coûteuses — pour maintenir la livre à 85 francs, et il la laisse glisser lentement à 81,65 (1).

De ce fait la prime de remploi en France se trouve ramenée de 11 % fin juillet à 6,4 % au 13 septembre.

En même temps, le Fonds se met à acheter des dollars contre des livres pour faire monter le change américain à Londres. Mais ceci est beaucoup plus difficile; car le gouvernement américain, nous l'avons vu, ne souhaite pas cette hausse. Si bien que quand le Fonds achète des dollars, les Banques américaines se sont mises à acheter des livres; et le sterling après avoir baissé légèrement à \$ 4,54 pour 1 £ est remonté à \$ 4,75. C'est-à-dire qu'il se retrouve au niveau proposé par M. Roosevelt.

En somme, en ce milieu de septembre, après tant de luttes et de négociations, l'Angleterre a perdu définitivement sa prime d'importation sur l'Amérique qui atteignait parfois près de 10 %. Elle l'a remplacée par une prime d'exportation qui n'a pas dépassé 3,5 %

1. Elle est aujourd'hui (6 octobre) à 79 francs.

— encore le remploi à Londres se trouve-t-il menacé, puisque l'Américain qui vendrait ses livres pour *remployer* dans les pays-or y gagnerait encore 6 %.

De tout cela, un seul résultat — très important à la vérité — se dégage nettement :

De la fin de juillet à la mi-septembre :

La prime de la livre contre le franc a baissé de + 11 % à + 6,4 %.

La prime du dollar contre le franc a baissé de + 15 % à + 10 %.

La prime de la livre contre dollar a passé de + 3,5 % à — 3,4 %.

Toutes les primes tendent donc *vers zéro*.

Le jour approche où pour les trois monnaies, la parité de change égalera la parité des pouvoirs d'achat. Ce jour-là, il n'y aura plus de prime pour personne, dans aucun sens. La stabilisation *de fait* étant accomplie, la stabilisation légale sera possible (1).

Ce retour à la parité normale, c'est précisément, ce que M. Cordell Hull avait proposé à sir Ronald Lindsay le 13 avril 1933. Pour en arriver là, on a pendant quatre mois manipulé les index et les changes, jeté le trouble dans le marché monétaire, et saboté une Conférence Internationale. Aurait-on pas mieux fait de commencer par s'entendre sur la seule base saine, loyale et naturelle — celle de la parité des pouvoirs d'achat?

Essayons maintenant de dresser le bilan des opéra-

1. C'est pour négocier cette stabilisation définitive que sir Leith Ross vient de partir pour New-York.

tions en cet automne de 1933, fin de la quatrième année de la crise mondiale.

La hausse générale des matières premières et des denrées sur le marché international n'a pas été atteinte. Sans doute les cours du cuivre, de l'étain, du plomb, et de quelques métaux rares, dont les stocks sont tenus en main par de puissants syndicats, ont monté de 18 à 20 % à Londres. Mais tout le monde sait que ce n'est pas dû à l'accroissement de l'activité industrielle, mais bien plutôt à la fuite devant la monnaie. Si le prix du coton a monté de 37 % à New-York (en dollars-papier) il n'a haussé que de 7 % à Londres (en livres sterling). Le blé à Chicago est toujours au même niveau (en dollar-or) qu'avant la chute du dollar, et sans les mesures prises pour limiter les fluctuations du marché, il serait sans doute plus bas encore. Le café, le caoutchouc continuent à baisser.

Ainsi le pouvoir d'achat des pays exotiques n'a pas été sensiblement accru. Et la reprise des affaires qu'en attendaient les pays industriels se fait toujours attendre.

Quant à la stabilisation monétaire, elle a fait un grand pas... en arrière, puisque six pays seulement règlent aujourd'hui leurs balances en or; — encore leurs monnaies sont-elles sans rapport fixe avec le prix de l'once. Ce qui fait qu'il n'existe plus aujourd'hui une seule monnaie stable.

En fait, un seul objectif a été atteint. L'Angleterre et les pays qui ont lié leur sort au *sterling* ont ramené le pouvoir d'achat de leur monnaie au niveau de 1929.

Les Etats-Unis viennent d'en faire autant (1). De ce fait leurs charges de capital se trouvent considérablement allégées. Mais celles des « pays-or » continuent de s'alourdir avec la baisse des prix. Elles sont aujourd'hui d'environ 56 % supérieures à celles de leurs concurrents britanniques et américains. Et c'est là un terrible « handicap » qui se traduit par une baisse toujours plus accentuée de leurs exportations.

Du moins garderont-ils la supériorité de leurs énormes réserves d'or, de leurs monnaies-refuges, et de leur épargne intacte?

Rien n'est moins assuré. Il est bien évident que la livre et le dollar se stabiliseront un jour — beaucoup plus prochain peut-être qu'on ne le croit généralement.

Ce jour-là, les pays qui ont jalousement maintenu leur monnaie au pair de l'or se trouveront avec moins d'or que leurs voisins, et des charges de capital supérieures de 56 % à celles de leurs concurrents. Ce n'est pas les désobliger que de prévoir que leur commerce extérieur s'en ressentira cruellement, et que, même si il y a une reprise des affaires, les commandes ne seront pas pour eux.

Conséquence inéluctable de leur obstination à maintenir leur monnaie à un pouvoir d'achat exorbitant, par attachement à une « idéologie périmée » (2).

1. En ce qui concerne les industries d'exportation. Pour les entreprises travaillant uniquement pour le marché intérieur, la réduction de l'endettement est seulement de 23 % (fin juillet 1933).

2. L'excuse souvent invoquée, c'est que la France et la Belgique ont déjà « fait leur dévaluation », et que par conséquent elles n'ont pas à refaire une deuxième expérience. C'est une erreur. Il

Dans cette formidable bataille de l'or, le véritable vaincu, c'est le Bloc-or.

DIPLOMATIE D'AFFAIRES

Ce qui manque le plus dans les Conférences internationales, c'est l'« esprit international ». Il ne trouve place que dans les discours d'inauguration. Là, tous les chefs d'Etat reconnaissent « l'interdépendance économique des peuples ». Et sans doute ils y croient; car pourquoi réuniraient-ils des Conférences si chaque gouvernement s'estimait en mesure de résoudre seul, pour son propre compte, les difficultés de l'heure.

Mais ce principe une fois proclamé, personne n'y pense plus. Et si quelque profane y fait une timide allusion, des sourires dédaigneux lui font comprendre qu'il n'est « pas sérieux ».

En réalité, les Conférences économiques sont conçues, par ceux qui les dirigent, exactement à l'image des Conférences diplomatiques.

Les chefs de délégation, qui sont toujours des hommes politiques, se considèrent comme les repré-

y a eu en réalité deux crises d'inflation distinctes : la première, celle de la guerre (1915-20) a été suivie d'une crise de déflation générale. Les Etats-Unis, quoique n'ayant pas abandonné l'étalon-or n'y ont pas échappé, puisque leur index après avoir monté de 100 en 1913 à 240 en 1919 est revenu en quelques mois aux environs de 160. Pour la France, la liquidation s'est achevée en 1926 par la stabilisation du franc à 20 centimes.

Mais depuis lors une *seconde* inflation a surgi : partie elle aussi des Etats-Unis, elle s'est étendue à tous les pays, y compris la France et la Belgique. Elle doit donc se terminer logiquement par une *seconde* crise de déflation monétaire ou non.

sentants d'une entité nationale souveraine, donc autonome; s'ils cherchent un accord c'est à condition qu'il renforce la position relative de leur pays à l'égard des autres. De ce point de vue, un accord avantageux pour tout le monde qui amoindrirait cette position doit être immédiatement repoussé. Ce qu'ils cherchent c'est un équilibre de forces entre puissances souveraines et non un équilibre économique universel.

Or, cette disposition d'esprit, naturelle aux hommes politiques, gagne nécessairement les experts, qui sont leurs auxiliaires.

Trois gouverneurs de banques d'émission réunis en consultation ne se considèrent pas comme des techniciens chargés de chercher ensemble le meilleur moyen de réparer un appareil international détraqué. Chacun d'eux est un plénipotentiaire dont le premier devoir est de découvrir des points faibles dans la position de ses partenaires, afin d'en tirer avantage pour son propre pays et si possible leur imposer sa suprématie.

Ainsi les préoccupations et les objectifs du personnel technique se confondent avec ceux du personnel politique. Les uns et les autres visent à établir non pas une reprise générale des affaires, mais à modifier ou maintenir des rapports de forces entre des Etats.

Or, les techniciens apportent avec eux leurs appareils. Un gouverneur de banque d'émission peut, par un changement dans le taux de son escompte, ou par le rapatriement brusqué de ses « avoirs à l'étranger », ou encore par l'annonce d'une « suspension » de paie-

ments, porter un coup très dur à l'économie de ses voisins (dans ce cas, l'interdépendance économique offre un excellent champ de bataille).

Alors, tandis que les délégués officiels, réunis dans quelque salle de Congrès, suivent sur la carte les manœuvres pour en négocier les résultats, les stratèges financiers installent leur poste de commandement : l'un à la Banque d'Angleterre, l'autre à la Banque de France, le troisième à la Trésorerie de Washington. L'un pèse sur le change, l'autre riposte en manipulant les index ; si l'un « rapatrie » ses avoirs à l'étranger, l'autre fait monter le cours de l'once : après une attaque de front contre le franc, on tente une attaque de flanc sur le florin ou le franc suisse.

Des alliances, des coalitions se forment : Bloc-or contre Bloc-sterling.

Rapidement toutes les nations, petites et grandes, sont entraînées dans le conflit. Sur les deux Continents les Bourses sont transformées en champ de bataille : les devises, tour à tour, montent ou fléchissent sans raisons économiques ; les prix des denrées et des matières premières bondissent ou s'effondrent.

Un jour, c'est la hausse imprévue du *Rio Tinto* ou du *Suez* ; le lendemain, c'est la chute du blé ou du cuivre. Des fortunes s'élèvent et s'écroulent.

Effrayés par cette instabilité générale, les capitalistes thésaurisent, les affaires se ralentissent encore, les chiffres du commerce extérieur tombent rapidement à rien, le nombre des chômeurs augmente, les paysans s'irritent. C'est la guerre, non sanglante en-

core, mais c'est la guerre tout de même avec ses défiances, ses stratagèmes et ses ruines.

Dans cette lutte acharnée, l'or n'apparaît plus comme un moyen de solder les balances déficitaires, mais comme une réserve de munitions. Les devises sont des bataillons que l'on fait mouvoir de Londres sur Paris, ou d'Amsterdam sur New-York, pour des raisons de haute stratégie. Un gouvernement s'applique à effondrer sa propre monnaie, tandis que son adversaire s'applique à la faire monter, — pour garder l'avantage d'une faillite plus précoce.

Lès pacifiques appareils économiques changent de fonction : d'instruments d'échanges ils se transforment en armes de combat. C'est la confusion des techniques après la confusion des personnels.

Naturellement il ne s'agit plus, dans le maniement des appareils, de respecter les règles qui assurent leur bon fonctionnement. La guerre a pour méthodes sacrées la ruse et la tromperie aussi bien que la destruction. Le chef-d'œuvre de la stratégie financière est l'invention d'un Fonds d'Egalisation, qui permet de drainer l'or des voisins en assurant une prime à l'industrie nationale. Nul n'a scrupule à fausser la balance de précision des changes : on tord légèrement l'aiguille, on modifie le cadran, on infléchit un bras du fléau ou l'on truque les poids.

A ce jeu, l'appareil devient pratiquement inutilisable. Tous les échanges s'en trouvent paralysés, les ruines accrues, le malaise universel aggravé.

Mais aucun des leaders n'en éprouve quelque scru-

pule. Pendant un siècle l'Angleterre a rendu un immense service au monde en faisant de Londres la « Chambre de Compensation » de l'univers. C'est cela, bien plus que les canons de sa flotte, qui a fait la richesse et la puissance de son Empire. Aujourd'hui, pour sauver l'Empire, elle s'occupe à détruire le service. Les autres grandes Puissances font de même. Chacune cherche à étayer son économie chancelante sur les ruines de ses voisines. A ce compte elles ne peuvent manquer de s'effondrer ensemble.

Si maintenant, laissant de côté les maîtres du jeu, nous considérons l'ensemble de la situation, que voyons-nous ?

Dans tous les pays, les capitaux, effrayés par l'instabilité monétaire, se retirent de l'activité économique. De plus en plus ils se refusent aux émissions à long terme ; les dépôts à vue ne les rassurent plus complètement ; ils se défient même des billets soumis aux risques de l'inflation. Les particuliers, les grandes Sociétés achètent à prime des lingots ou des pièces, même si elles n'ont plus cours. Jamais l'or n'a été si recherché que depuis qu'il a perdu sa fonction. Les banques elles-mêmes « thésaurisent ». Celles qui n'ont pas assez de métal cherchent à drainer celui des autres ; et celles qui en ont trop refusent de le livrer, donnant ainsi l'exemple du « défaitisme monétaire ».

Naturellement, l'impossibilité croissante des transferts conduit à l'insolvabilité universelle. Les « moratoires » des dettes publiques et privées ne se comptent plus. Encore jusqu'ici payait-on les intérêts — à un

taux très faible — des « crédits gelés ». Maintenant ces paiements mêmes sont refusés. Bien mieux, les débiteurs en font un moyen de pression contre leurs créanciers. La Roumanie n'autorisera les transferts de ses coupons que si la France lui achète une partie importante de son blé (août 1933).

L'Allemagne a trouvé mieux. Le docteur Schacht — autre génie financier — ayant interdit tout transfert de capitaux à l'adresse des créanciers étrangers, ceux-ci ont cherché à liquider — fût-ce à perte — leurs « marks bloqués ». Une sorte de marché occulte s'est établi, où ils les vendent à des importateurs de produits allemands avec une dépréciation de 20 à 30 %. Ceci constitue une sorte de prime d'exportation au profit de l'industrie germanique. Le gouvernement hitlérien s'en est aperçu; il vient de prendre le contrôle de ce marché en n'autorisant les paiements en « marks bloqués » que pour les achats de produits désignés par lui. Il a fait ainsi de sa propre faillite un instrument de *dumping* contre ses propres créanciers. Voilà à quelles absurdités dangereuses a conduit le détraquement systématique de l'appareil des transferts internationaux.

Encore ce système trouverait-il peut-être quelque excuse « patriotique » s'il avait profité en quelque manière aux nations responsables, mais il n'en est rien.

Si l'on prend pour base les chiffres d'avant-guerre (1913 = 100) pour chacun des quatre plus grands pays industriels du monde, on constate qu'à la veille de

la crise leurs exportations avaient progressé à peu près selon le même rythme : France 148 %, Angleterre 139 %, Allemagne 137 %. Seuls les Etats-Unis, pays encore neuf en 1913, avaient vu leurs exportations atteindre 215 %.

A la fin du premier trimestre 1933, les index sont tombés pour la France à 54 %, pour l'Angleterre à 41 %, pour l'Allemagne à 47 %, pour les Etats-Unis à 44 %.

Ainsi, malgré tant d'efforts faits par chacune des nations concurrentes pour rejeter sur les autres les pertes résultant de la crise, toutes ont été atteintes exactement dans la même proportion. La politique des « égoïsmes sacrés » s'est révélée parfaitement inopérante. Un juste destin les conduit avec une égalité parfaite, à la même vitesse, dans leur course à la ruine.

Mais les grands *leaders* de l'économie mondiale n'en sont point troublés.

Pour ces hommes « pratiques » toute entreprise — fût-ce leur propre sauvetage — est une affaire comme les autres (*business as usual*) et doit comporter un bénéfice. On ne saurait l'entreprendre en commun avec d'autres avant d'en avoir réparti les profits éventuels.

Et c'est ainsi qu'on laisse couler le navire pour mieux se disputer la prime de sauvetage!

CHAPITRE IV

VERS LA RESTAURATION MONETAIRE

Puisque personne, dans les milieux officiels n'a cherché une solution d'ensemble à la crise mondiale on excusera un simple particulier de tenter, — après tant d'autres, — une entreprise aussi hardie.

Il le fera sans parti-pris doctrinal, en s'appuyant uniquement sur l'observation des faits ci-dessus décrits. Et puisqu'il est admis — et prouvé par l'expérience — que toute solution nationale est inefficace et dangereuse, il s'efforcera d'éviter toute préoccupation particulariste (1).

Supposons qu'à la Conférence de Londres, les Hautes Parties Contractantes aient convenu ce qui suit :

— L'étalon-or est rétabli dans tous les pays ayant une banque d'émission.

— A partir de demain minuit, toutes les Banques

1. Nous reprenons ici en le précisant, un projet présenté par MM. Delaisi et Van Burren à l'*Institut d'Economie Européenne* de Bruxelles (mai 1933).

centrales échangent leurs billets contre de l'or, sur la base du change actuel diminué de 20 %.

— L'excédent d'or ainsi obtenu reste acquis aux banques d'émission ayant actuellement une « couverture » métallique inférieure à 50 % de leurs engagements à vue. Les autres conservent leur couverture actuelle, si forte qu'elle soit.

— Le surplus est propriété du Trésor national mais il est obligatoirement versé à un *Fonds commun de stabilisation monétaire*, géré par la Banque des Règlements Internationaux.

Le *Fonds* commun assure, à tout moment, le règlement en or des soldes des balances entre tous les pays adhérents à la présente convention.

UNE « MINE D'OR » DE 99 MILLIARDS

Examinons rapidement les effets d'une telle mesure :

a) Désormais, la Banque de France pour un billet de 100 francs ne sera plus tenue de donner que 4 gr. 66 d'or fin au lieu de 5 gr. 80. De même :

le billet de 100 liras	donnera	6 gr. 20	au lieu de	7 gr. 80
le billet de 100 marks	donnera	28 gr. 10	—	35 gr. 20
le billet de 100 dollars	donnera	82 gr. 40	—	102 gr. 90
le billet de 100 livres	donnera	400 gr.	—	500 gr.

Comme les monnaies convertibles s'échangent entre

elles sur la base de leur poids d'or fin, le rapport des poids étant celui des changes actuels, la cote des changes ne sera pas modifiée. Mais elle sera désormais stabilisée dans la limite des « gold points » (1).

b) Comme l'or a disparu de la circulation intérieure dans tous les pays (particulièrement dans les pays à étalon-or), les prix intérieurs dépendent uniquement du volume de la monnaie scripturale en circulation (billets et chèques). Ils ne pourraient être modifiés par la réforme que si telle grande banque d'émission profitait de la nouvelle évaluation de son encaisse pour accroître le nombre de ses billets.

Mais précisément la Convention lui retire cet excédent pour le confier au « Fonds Commun » international. Sans doute la masse d'or ainsi libérée provoquera à la longue une hausse des prix internationaux; mais alors elle se fera dans tous les pays à la fois et par conséquent ne changera rien à la parité du pouvoir d'achat de leurs monnaies respectives.

Au lendemain comme à la veille de la réforme (2) :

		Marchandises
1 billet de 100 francs	procurera en moyenne	29 kgs
1 billet de 100 livres	—	41 kgs 68
1 billet de 100 marks	—	167 kgs 70
1 billet de 100 dollars	—	467 kgs
1 billet de 100 livres	—	2.225 kgs 70

1. Nous supposons que les changes des trois groupes : bloc-or, bloc-sterling et dollar, ont été ramenés au niveau des pouvoirs d'achat. On a vu plus haut qu'ils n'en sont plus très éloignés.

2. Pour fixer les idées, nous avons pris pour base les index de fin juillet 1933.

Le public qui, dans les transactions intérieures, a perdu l'habitude d'échanger de l'or contre des billets ou des marchandises, ne s'apercevra même pas que le poids d'or théorique de la monnaie légale est changé.

c) Il n'en sera pas de même, il est vrai, s'il doit faire un règlement à l'étranger; car, en vertu de la stabilisation générale, il devra payer en or (ou en devises achetées à leur valeur-or).

L'importateur français qui doit solder un compte en Italie, s'il demande de l'or à la Banque de France, constatera que pour un billet de 100 francs il ne recevra plus que 4 gr. 6 d'or au lieu de 5 gr. 8. Mais comme le billet italien de 100 lires représentera aussi 20 % de moins d'or, il obtiendra pour son billet français la même quantité de monnaie italienne qu'avant la réduction générale, soit 74 lires 3.

Comme le public s'en apercevra immédiatement, aucune fuite de capitaux n'est à craindre.

L'or n'est ici qu'un commun dénominateur, et l'on sait que si l'on réduit dans la même proportion les dénominateurs de plusieurs fractions, on ne change rien au rapport des numérateurs entre eux.

Cela vaut la peine qu'on y insiste; car chaque fois qu'on touche à la monnaie, le public pense tout de suite soit à l'inflation, soit à la déflation. La « dévaluation » des monnaies n'est ni l'une ni l'autre. Elle ne justifie en rien ni les craintes — ni les espoirs — qu'elle a inspirés par l'effet d'une confusion trop répandue.

d) Une seule chose aura changé :

1 gramme d'or qui vaut aujourd'hui (monnaie-papier) 17 fr. 24, équivalant d'après l'index à 5 kgs 284 de marchandises, vaudra désormais 1 gramme d'or = 21 fr. 72 = 6 kgs 605.

Le coût de l'or comme son pouvoir d'achat aura augmenté partout de 25 %.

Les bijoutiers paieront l'or plus cher; ils en seront quittes pour majorer le prix de leurs marchandises; comme les bijoux sont une forme vaniteuse de la thésaurisation, il est probable qu'ils n'en vendront pas moins.

Les mines d'or verront — une fois de plus — leurs bénéfices accrus (dans la mesure ou l'impôt n'en prendra pas la plus grande part). Au reste, comme ce superbénéfice ne changera rien au prix des choses, le public n'en sera pas lésé.

Les particuliers, détenteurs de pièces ou de lingots réaliseront un profit net de 25 %. Profit injuste, puisqu'il sera la récompense d'une thésaurisation que tout le monde blâme, tout en la pratiquant. Mais ils ne pourront réaliser cette prime qu'à condition d'échanger leur métal contre des billets. Ainsi l'or rentrera de lui-même dans les caves des banques d'émission. Et ce sera la fin de la thésaurisation de l'or.

A ce compte, si l'on adopte notre convention, toutes les encaisse-or de toutes les banques d'émission se

trouveront immédiatement majorées de 25 % (1).

Si l'on admet, comme il a été proposé à la Conférence de Londres, que la couverture légale doit être au minimum de 25 % des engagements à vue, toutes les banques dont l'encaisse-or atteint 20 % et au-dessus se trouveront immédiatement en mesure de revenir à la convertibilité de leurs billets (Hongrie, Roumanie, Yougoslavie, etc.).

D'autres en seront encore assez loin, particulièrement l'Allemagne dont la couverture n'atteint encore que 10 %. Par contre, les quatre grandes banques des Etats-refuges se trouveront brusquement à la tête d'excédents énormes :

1. Lorsque, en 1928, la loi française de stabilisation ramena le poids d'or du franc de 0 gr. 29 à 0 gr. 058, la Banque de France, dans son bilan hebdomadaire, ne réduisit pas au cinquième le montant de ses engagements en francs, comme il eût été logique, si l'or était vraiment l'étalon de mesure, ainsi qu'on l'enseigne dans les écoles (Cela aurait obligé à refaire toutes les comptabilités publiques ou privées). Elle maintint son passif tel qu'il était écrit en francs dépréciés. Mais son encaisse-or, qu'elle avait comptée jusqu'alors en francs à 0 gr. 29 fut comptée en francs à 0 gr. 058 et se trouva du jour au lendemain portée de 11 milliards à 55 milliards de francs.

Ce qui prouve qu'en réalité, la monnaie-papier n'est pas évaluée en or, mais l'or en monnaie-papier. L'or — depuis qu'il ne s'échange plus directement contre des marchandises, — n'est plus en aucune façon la mesure des valeurs : il est simplement un moyen d'établir un rapport fixe entre les divers étalons-papier.

La même procédure comptable sera certainement appliquée par toutes les Banques d'Emission lors des prochaines stabilisations légales.

Couverture actuelle		encaisse actuelle	Nlle éva- luation	excédent disponible	en frcs français	couvert. nouvelle
78,12 %	B. de France	81.105	101.381		20.276	97 %
95 %	B. Nle Suisse	2.024	2.530	506	2.489	118 %
79,8 %	B. Nle Hollande	857.356	1.071	214.339	2.197	100 %
68,3 %	B. Nle Belgique	13.360	17.700	3.340	2.385	85 %
					<hr/> 27.347	

Soit pour l'ensemble de ces quatre banques un surplus en or de 27.347 millions de francs.

Pour l'Angleterre et les Etats-Unis, la majoration sera beaucoup plus forte encore.

Si l'on veut en effet que la réforme ne provoque aucun mouvement dans la cote des changes, — ce qui est évidemment nécessaire pour empêcher toute spéculation, — il convient que, pour toutes les monnaies actuellement non convertibles, la réduction de poids se fasse sur la base des changes actuels :

Supposons qu'au moment de la stabilisation générale la livre vaille 78 fr. 30 soit 4 gr. 45 d'or fin et le dollar 16 fr. 50 soit 0 gr. 945.

Avec la réduction générale de 20 %, l'équivalent or de la livre sera ramené à 3 gr. 64 et celui du dollar à 0 gr. 756.

Or l'encaisse actuelle de la Banque d'Angleterre est évaluée en livres à 7 gr. 32. Elle se trouvera portée d'un coup de £ 190.285.000 à £ 382.661.000.

De même l'encaisse-or de la Federal Reserve, aujourd'hui évaluée en dollars à 1 gr. 50 se trouvera

portée de \$ 3.521 millions à \$ 7.042 millions (1).

A ce compte, la Banque de France verra sa « couverture » or portée de 78 % à 97 %.

La Banque Nationale de Belgique de 68 % à 85 % ;

La Banque Nationale de Hollande de 79 % à 100 % ;

La Banque Nationale de Suisse de 95 % à 118 % ;

La Banque d'Angleterre de 46 % à 107 % (2) ;

La Federal Reserve de 68 % à 136 %.

Il est évident que des « couvertures » ainsi renforcées n'ajouteront rien à la sécurité des six monnaies en question.

On s'accorde à déclarer qu'aux taux actuels, elles sont déjà excessives. Cependant, les banques qui les détiennent se sont énergiquement refusées jusqu'ici à en distraire une partie si faible qu'elle soit, sous prétexte que leur position de banques-refuges les expose à de brusques retraits d'or résultant du « rapatriement » par les étrangers ou de fuite des capitaux de la part des nationaux.

1. Notons que s'il leur plaisait de stabiliser maintenant leurs monnaies au cours du change : livre égale 79 francs, et dollar égale 17 francs, les deux banques réaliseraient immédiatement un excédent de £ 116 millions (9.164 millions de francs) et de \$ 1.830 millions (30.110 millions de francs) soit au total 39.274 millions de francs.

Cela, elles peuvent le faire immédiatement, ensemble ou séparément sans autorisation de personne ; mais alors ce sera à leur profit, et sans rien verser à aucun fonds commun. En leur accordant par convention un nouveau surplus d'or de 25 % on obtient au contraire que tout le surplus (celui qui est déjà acquis comme l'autre) soit versé au fonds commun.

2. Dans ce rapport, ne sont pas comprises les masses d'or détenues par le *Fonds d'Egalisation* dont le montant est inconnu du public. Il viendra grossir l'encaisse de la Banque d'Angleterre dès que la stabilisation légale sera déclarée.

On voudra bien noter qu'à partir du moment où le Fonds commun sera constitué, elles seront dégagées de ces deux soucis. Cependant, pour n'inquiéter ni ne déranger personne, laissons-leur la totalité de leurs couvertures actuelles à 68 %, 79 % et même 95 %.

Il reste pour les six banques un surplus en métal entièrement disponible de 99 milliards de francs français en or.

Il ne s'agit pas là d'un crédit de banque, d'une série de *Bons or* (sans or) n'existant que par la fiction d'une garantie des gouvernements. C'est 184 millions d'onces de métal réellement existant dans les caves des Instituts d'émission et pouvant être mis à la disposition du public.

DÉPANNAGE DE L'APPAREIL ÉCONOMIQUE

Que va-t-on faire de ce Trésor?

Puisqu'il est né du désordre de l'appareil international des échanges, il est juste qu'il serve à le restaurer.

Chacune des six banques d'émission versera donc son excédent à un *Fonds commun de la stabilisation monétaire* (1).

1. Ce n'est pas là une nouveauté révolutionnaire : une telle institution a été prévue par la Conférence de Stresa (1932) pour les Etats européens. Seulement personne n'y a rien voulu verser. Le nouveau fonds pourrait être géré, soit par un organisme autonome, soit par la Banque des Règlements Internationaux (B. R. I.). Elle a été constituée précisément pour un semblable objet. Il conviendrait toutefois de modifier ses statuts, pour en faire une vraie banque, et la soustraire à l'emprise de ceux qui sont intéressés à la paralyser.

Son premier soin sera d'assurer le règlement en or, au jour le jour, des soldes de toutes les balances entre les divers Etats. Cela suppose évidemment que chaque banque d'émission possède d'avance dans ses coffres de quoi faire l'appoint.

On sait que chacune d'elles doit avoir une encaisse métallique égale au minimum à 30 ou 40 % du total de ses billets en circulation et de ses engagements à vue. Etant donné que le public, dans tous les pays civilisés, s'est depuis longtemps déshabitué des paiements en or, la Conférence de Londres a estimé que 25 % suffiraient. Ce minimum est nécessaire pour maintenir la confiance du public dans la monnaie fiduciaire; mais surtout il apparaît comme une sauvegarde indispensable contre l'abus du crédit, — l'approche de la limite légale rendant sensible à tous la menace de l'inflation.

Toutefois, justement parce que cette limite est un minimum, la Banque ne peut rien prélever sur cette réserve pour le règlement de ses balances avec l'étranger. Et il faut prévoir que, au début, tout au moins, des appels importants seront faits à son encaisse.

De plus, la reprise des affaires augmentera rapidement le volume de sa circulation fiduciaire. Accordons donc à toutes les banques d'émission, comme entrée de jeu, une encaisse-or nette de 50 % de leurs engagements actuels.

Le simple fait que, par décision de la Convention, le pouvoir libératoire de l'or sera accru de 25 % amè-

nera automatiquement un certain nombre de banques à ce niveau; et toutes les autres en seront rapprochées.

Un rapide calcul montre qu'une somme de 25 milliards de francs suffira largement pour assurer à toutes une couverture de 50 %.

Le *Fonds commun* n'aura d'ailleurs pas besoin de s'en dessaisir. L'or pourra rester dans ses coffres, il sera simplement consigné (*earmarked*) au nom de la banque bénéficiaire qui l'inscrira à son bilan, selon l'usage, sous la rubrique « avoir à l'étranger ». En cas de versement à faire d'un pays à l'autre, l'or passera du compte de la banque qui paye au compte de la banque qui est payée. Le métal changera de propriétaire sans changer de lieu. Il ne pourra donc pas être détourné de sa destination.

Ainsi donc, pas de déplacement d'or, pas de négociations compliquées, ni de marchandages de gouvernement à gouvernement.

Sur la simple signature d'un protocole à Londres, du jour au lendemain, tous les Etats adhérents sont en mesure de régler leurs balances en or; leurs changes ne peuvent plus varier que dans la limite des « gold points ». L'étalon-or universel est définitivement rétabli.

Il est vrai que pour certains pays une difficulté — passagère mais importante — ne manquera pas de surgir.

On a vu, que depuis deux ans, par suite précisément

du manque d'or, de nombreux Etats ont dû suspendre à la fois le paiement de leurs coupons à l'étranger, et aussi le remboursement de crédits à court terme qui leur avaient été consentis.

On évalue à 100 milliards de francs, les sommes ainsi immobilisées (50 milliards en Allemagne).

Ce sont ces « crédits gelés » qui, en immobilisant une partie des dépôts des banques américaines et anglaises, ont déterminé les crises bancaires et monétaires de ces deux pays. Aujourd'hui encore, dans ces deux pays, comme en Suisse, en Hollande et même en France, beaucoup de banques ne se tiennent en équilibre que parce qu'elles inscrivent à leur actif des sommes dont le remboursement devient de mois en mois plus improbable.

Du jour où l'étalon-or sera officiellement partout rétabli, il faut compter que toutes les banques créditrices réclameront le remboursement de leurs crédits à court terme; les porteurs de titres d'emprunts, les actionnaires étrangers exigeront le transfert de leurs coupons, et de leurs dividendes arriérés. Il en résulterait de telles sorties d'or que les encaisses des pays débiteurs se trouveraient ramenées rapidement à la limite légale, — et la stabilité des changes ne serait plus assurée.

Par bonheur, le *Fonds commun* dispose encore de 74 milliards en or. Il prêtera donc cette somme aux débiteurs, moyennant l'intérêt qu'ils payent actuellement. Il portera cet or au compte des banques d'émission des pays créditeurs, sans s'en dessaisir, (earmar-

ked); et celles-ci payeront les créanciers, banquiers ou actionnaires, en leur monnaie nationale.

Il est certain que, faute de pouvoir les utiliser dans leur propre pays, beaucoup de banques seront amenées à renouveler très vite leurs crédits à leurs anciens clients, du moment qu'elles seront assurées de pouvoir les recouvrer à volonté.

On peut donc admettre que les disponibilités-or du *Fonds commun* seront largement suffisantes pour assurer la liquidation générale de tous les « crédits gelés ».

Dès lors, plus de crainte que des sorties brusques de capitaux viennent soudain assécher les réserves-or que l'on vient de restituer aux banques pauvres. Certes, les pays débiteurs ne sont pas libérés de leurs engagements; simplement ils doivent au *Fonds commun* ce qu'ils devaient auparavant aux banques et aux particuliers étrangers. Mais ceux-ci sont remboursés : les actionnaires encaissent leurs dividendes, les porteurs de rentes et obligations touchent leurs coupons arriérés; les banques étrangères retrouvent la pleine liquidité de leurs dépôts.

De ce fait, toutes les mesures prises pour le « contrôle des devises » deviennent inutiles. Les contingents de marchandises sont pour la plupart supprimés, — en tant qu'ils servent le plus souvent à maintenir l'équilibre des exportations et des importations, faute d'or pour couvrir les soldes déficitaires qui pourraient se produire.

La libre circulation des capitaux peut désormais se faire sans aucune entrave. Les émissions sur les mar-

chés financiers étrangers peuvent reprendre, puisque le prêteur est désormais assuré de pouvoir toujours toucher ses coupons en sa propre monnaie et rapatrier ses capitaux à sa volonté.

L'appareil monétaire et l'appareil bancaire sont rétablis dans leurs fonctions normales d'avant la crise.

La circulation des marchandises s'en trouvera grandement facilitée. Plus de mesures de défense contre le « dumping du change », plus de *contingentements* de marchandises destinés à maintenir l'équilibre des exportations et des importations — faute d'or pour régler les soldes déficitaires. Alors on pourra « consolider » les tarifs douaniers que rien n'obligera plus à modifier sans cesse. On pourra revenir tout de suite au régime des traités de commerce d'avant la guerre puis former des unions douanières étendues et durables, et, dans un monde économique enfin stabilisé, réaliser l'abaissement par palier des tarifs protecteurs, prélude à la liquidation des nationalismes économiques qui ont fait tant de ravages.

Rien de tout cela ne saurait être tenté, tant que la stabilité monétaire n'aura pas été rétablie. Sur ce point la thèse française l'a justement emporté à la Conférence de Londres. Le rétablissement de l'étalon-or est la condition préalable de toute reprise des affaires. Si j'osais employer ici le pittoresque argot des mécaniciens, je dirais : il faut *dépanner* d'abord l'appareil monétaire pour faire *démarrer* la mécanique économique.

Tout cela peut être obtenu sans autre inconvénient qu'une prime injustifiée de 25 % aux détenteurs d'or. qui sans doute ne protesteront pas (1).

Mais on peut aller plus loin encore.

La masse d'or gérée par le *Fonds commun* ne lui appartiendra évidemment pas. L'esprit international est trop faible encore pour qu'on puisse concevoir une entité internationale possédant et gérant des capitaux qui lui appartiendraient en propre. Toutefois, la propriété n'en saurait être attribuée aux banques d'émission elles-mêmes : on ne peut faire un tel cadeau à leurs actionnaires.

L'excédent d'or, né d'une décision du pouvoir législatif, reviendra, conformément aux précédents, à leurs gouvernements respectifs. Ce sont eux qui toucheront, après déduction des frais de gestion, les intérêts produits par les prêts d'or pour complément d'encaisse et liquidation des crédits gelés.

De ce fait quelques milliards par an rentreront dans les caisses des Trésoreries des Etats-Unis, de France, d'Angleterre, de Belgique, de Hollande et de Suède.

Les gouvernements de ces pays ont actuellement des déficits budgétaires énormes qu'ils ne peuvent combler, pour la plupart, ni par l'impôt, ni par l'emprunt. On peut penser qu'ils ne se décideront pas sans peine à se dessaisir de telles masses d'or — même si elles ne leur ont rien coûté — au profit d'une institution internationale, même nécessaire, alors qu'il leur serait si

1. Notons d'ailleurs que personne ne la leur a contestée lors des précédentes stabilisations.

commode de les employer au soulagement de leurs contribuables.

En particulier, ceux qui sont encore sous le régime de l'étalon-or ne manqueront pas de faire valoir qu'ils craignent dès maintenant d'être acculés à l'inflation.

Dans ce cas, on pourrait proposer la réduction du poids d'or théorique des monnaies légales sur la base du change actuel diminué de 30 % (au lieu de 20 %). Il en résulterait pour les six banques un excédent d'or supplémentaire de 44 milliards 1/2 de francs, à répartir entre les Etats au prorata de leur mise.

De ce fait, le Trésor français encaisserait immédiatement 10.600 millions de francs, le Trésor américain \$ 1.418 millions, le Trésor hollandais 116 millions de florins, tandis que Berne recevrait 265 millions de francs suisses, et Bruxelles 1.554 millions de francs belges. Précieux appoint qu'une réduction sensible des déficits en ces temps d'extrême inquiétude fiscale!

Enfin on pourrait aller plus loin encore.

Une réduction de 40 % du poids d'or théorique des monnaies (au lieu de 30 %) donnerait un nouvel excédent d'or de 50 milliards de francs dont on pourrait faire deux parts :

— L'une destinée à retenir les stocks de blé, coton, cuivre, laine, pétrole, etc., loin du marché (1), afin de les empêcher de paralyser toute hausse des cours.

— L'autre serait employée à amorcer un grand plan de travaux publics internationaux, propres à

1. Les *pools* existants ne pourront y suffire longtemps encore sans compromettre la liquidité des banques qui les financent.

créer des débouchés nouveaux tout en donnant immédiatement du travail aux chômeurs.

Il n'y aurait, à une telle « dévaluation », rien d'excessif. Puisque, d'après les index, le prix moyen de toutes les marchandises a baissé de 40 %, et puisque, de ce fait, le pouvoir d'achat de l'or s'en est trouvé fortement accru, il est logique que le poids d'or des monnaies soit réduit dans la même proportion. Là toutefois est la limite que l'on ne saurait dépasser.

Et maintenant, considérons les effets psychologiques d'une telle Convention.

A la nouvelle de sa signature, le grand public regarde avec inquiétude la cote des changes; il s'aperçoit vite qu'elle ne bouge pas. L'idée qu'il doit acheter des valeurs étrangères est aussitôt abandonnée.

Il porte alors son attention sur les prix intérieurs : aucune émission de billets n'ayant eu lieu, aucune hausse des prix de détail ne se produit.

Cependant, quelques timorés courent à la Banque de France pour échanger des billets contre de l'or. On leur remet des « louis » sonnants contre 125 francs papier au lieu de 100. Mais en même temps, les malins qui ont thésaurisé des « louis » courent les porter à la banque pour avoir 125 francs en billets. Rapidement, tout l'or thésaurisés depuis la crise rentre dans les caves. Malgré les lingots expédiés au *Fonds commun*, l'encaisse métallique augmente au bilan; le pourcentage de la couverture s'élève. La confiance populaire dans le billet loin de diminuer s'accroît.

Puis les milieux commerciaux et industriels apprennent que, les uns après les autres, tous les gouvernements étrangers ont supprimé les restrictions à l'échange de devises; les *Offices nationaux de compensation*, source de tant de tracas, sont partout en liquidation. Quiconque a des paiements à faire à l'étranger peut, s'il le veut, se procurer de l'or. Plus besoin d'acheter ou vendre des devises à terme pour se couvrir contre les fluctuations brusques de la livre ou du dollar.

Les règlements internationaux ne rencontrent plus d'obstacles. Le commerce d'exportation et d'importation reprend confiance. L'activité renaît dans les ports. Et voici que les « moratoires » sont partout abolis. La Reichsbank elle-même peut rembourser les crédits à court terme « gelés » depuis 1931.

Le *Fonds commun* met au compte des Banques Centrales d'Angleterre, des Etats-Unis, de Suisse, de Hollande les sommes ainsi remboursées — que celles-ci remettent en monnaie-papier national aux créanciers. Ceux-ci les rapportent à leurs banques américaines, anglaises, suisses ou hollandaises qui retrouvent ainsi la pleine disposition de leurs dépôts.

Puis les porteurs d'emprunts roumains ou hongrois apprennent qu'ils peuvent toucher leurs coupons arriérés, les actionnaires européens ou américains des Sociétés argentines ou brésiliennes encaissent les dividendes immobilisés depuis deux ans en pesos ou milreis dans les banques de Buenos-Ayres ou Rio de Janeiro.

Alors, à la Bourse, les cours montent. Ce que voyant, le petit bourgeois court à son coffre pour en retirer les billets thésaurisés; il les fait d'abord inscrire à son compte-courant pour en tirer un modeste intérêt. Mais par suite de l'afflux des dépôts, le taux de l'argent à court terme devient insignifiant. Puisque les titres haussent, il achète des titres. Les gouvernements, dont les Trésoreries sont allégées, en profitent pour émettre des emprunts. Bientôt ce n'est plus la spéculation qui achète, c'est le « comptant », pressé de retrouver enfin pour ses capitaux thésaurisés un revenu dont il a été si longtemps privé. Au bout de quelques semaines, il faudra probablement freiner la hausse.

On parle d'ordinaire de la « crise de confiance » comme s'il s'agissait d'un phénomène de psychopathologie collective qui relève de la cure du docteur Coué. Hé non! la défiance de l'épargne n'a point de causes imaginaires : elle est l'effet de pertes trop réelles, et d'une insécurité trop évidente. Ce n'est pas par des déclarations officielles, des sermons et des exorcismes qu'on la conjurera.

L'existence à Bâle ou à Londres d'un fonds-or de 99 milliards et le remboursement à vue en métal des billets présentés aux guichets feront plus pour ramener la confiance que les « communiqués » sur la stabilité « inébranlable » du franc, isolé sur le roc d'une encaisse que des « rapatriements » massifs peuvent brusquement effriter.

Chose étrange! Pour obtenir ce résultat, aucun sacrifice n'est nécessaire pour personne.

C'est qu'il s'agit simplement de redresser une erreur.

On a un peu trop perdu de vue que les monnaies servent à échanger des marchandises, que leur valeur est déterminée par la quantité moyenne de marchandises qu'elles procurent; que le rapport des index est par conséquent leur seule *commune mesure*.

Comment peut-on encore attribuer un tel rôle à un soi-disant « étalon » dont la valeur a pu varier de 64 % en trois ans? En fait, depuis bientôt vingt ans que l'or a partout cessé de s'échanger directement contre des marchandises, tous les Etats vivent sous le régime de l'étalon-papier. L'or lui-même est porté dans les bilans à sa valeur papier. Il ne procure la stabilité des rapports entre les divers étalons papier que dans la mesure où il « fait l'appoint » nécessaire à l'équilibre des balances.

Mais quelle nécessité y a-t-il de fixer la valeur en billets d'un métal dont la valeur en marchandises a pu varier à ce point?

Tout gouvernement qui y astreint ses citoyens accroît indûment la charge des tous les débiteurs. Puisqu'on ne saurait modifier le prix de l'once, (car il est établi normalement chaque mardi par la loi de l'offre et de la demande) pourquoi ne pas réduire la quantité d'or à livrer en échange du billet, qui seul est la vraie monnaie? En agissant ainsi on ramènera simplement le pouvoir d'achat du billet à sa parité ancienne (en marchandises).

Quant à l'or ainsi libéré il n'est pas le produit d'une alchimie monétaire, ni d'une moderne « pierre philosophale ». Il représente simplement l'excédent indûment prélevé en marchandises par les créanciers sur les débiteurs au cours de ces trois dernières années.

Cet excédent s'est traduit, en terme de comptabilité, par la hausse du pouvoir d'achat de l'or. En le rendant sous sa forme de métal à la collectivité, on ne fait donc que restituer un trop perçu.

Par malheur, les experts de la Vieille Europe continentale ne l'ont pas encore compris. Aveuglément attachés au principe d'un étalon abstrait et immuable — qui d'ailleurs n'a jamais existé — soucieux de protéger leur épargne contre une inflation qui n'est pas à craindre, ils s'obstinent à faire peser sur leurs économies nationales des charges de capital à la fois ruineuses et injustifiées.

Ils ne se doutent pas que ce privilège de l'étalon-or, dont ils sont si fiers, — et qui leur coûte si cher, — ils l'auront perdu dans quelques mois.

Le jour prochain où la Grande-Bretagne et les Etats-Unis, ayant obtenu une certaine stabilité de fait entre leur monnaie et les prix, proclameront le retour à la convertibilité de leurs billets, ce jour-là, automatiquement, la Banque d'Angleterre portera son encaisse de £ 190 à £ 306 millions, la Federal Reserve portera la sienne de \$ 3.521 millions à \$ 5.351 millions (en supposant la stabilisation aux cours actuels 1 £ = 79 francs, 1 \$ = 17 francs). C'est un supplément de 40 milliards de francs-or qui se trouvera inscrit à leur bénéfice.

Pour cela les deux gouvernements n'auront pas besoin de l'autorisation d'une Conférence internationale. Ils peuvent faire l'opération dès maintenant, par leur simple volonté, et pour leur seul profit.

En admettant que la couverture de la Banque de France reste à 78 %, celle de la Banque d'Angleterre atteindra 74 % (1). Tandis que la Banque Nationale Suisse continuera de s'enorgueillir de sa couverture de 95 %, celle de la *Federal Reserve* atteindra 101 %. Bien mieux, à la nouvelle de la stabilisation de *jure* de la livre et du dollar, beaucoup d'Américains et d'Anglais « rapatrieront » leurs capitaux; l'or quittera Paris, Amsterdam et Bâle pour refluer vers Londres et New-York. Les grosses encaisses ne seront plus sur le vieux Continent. Le petit « bloc or » actuel aura perdu — sans compensation — cette primauté de l'or dont il est si fier.

Cet événement est imminent. Il n'est au pouvoir de personne de l'empêcher. Dès maintenant la « dévaluation » n'est plus une hypothèse. Elle est en voie d'exécution dans les deux plus grands pays du monde. Ils entraîneront avec eux leurs satellites.

Alors la France, la Belgique, la Hollande, la Suisse, l'Italie et la Pologne se trouveront en face d'un nouveau « bloc or » jouissant d'une monnaie stable, avec des encaisses or supérieures et l'avantage de charges de capital réduites de 30 à 40 %. Dans ces conditions la lutte n'est plus possible.

1. Sans compter l'or détenu par le Fonds d'Egalisation!

Il ne reste plus au « bloc or » actuel qu'à prendre les devants et proposer une « dévaluation » générale et simultanée sur la base des changes actuels, — en laissant aux Anglo-Américains le bénéfice de la baisse déjà acquise, mais sous la condition que toute la masse d'or ainsi obtenue servira au rétablissement de l'appareil des transferts internationaux.

Une telle mesure peut rétablir l'économie mondiale tout en évitant à la France et à ses associés actuels un « handicap » dangereux.

Sinon, la « réévaluation » des encaisses se fera sans eux, contre eux.

Au lieu de s'immobiliser dans un conservatisme dangereux, et d'ailleurs précaire, ils devraient prendre l'initiative de la « restauration monétaire ».

Ainsi ils assureraient à la fois le retour universel à l'étalon-or auquel ils tiennent tant, — et qu'ils ne sauraient maintenir pour eux seuls — et la reprise générale des affaires, nécessaire au salut commun.

CHAPITRE V

LA « CARENCE DE L'INTELLIGENCE »

En somme, ni inflation, ni déflation.

Le public, ignorant des mécanismes monétaires, n' imagine pas d'autres solutions. Mais la nature ni l'économie ne procèdent par antithèses.

L'inflation, tout le monde en connaît les dangers : hausse brusque du coût de la vie; diminution du pouvoir d'achat des traitements et salaires, chute des valeurs à revenu fixe, mutilation de l'épargne, arrêt des émissions à long terme, fuite des capitaux à l'étranger, « perte de substance » à l'exportation. Sans doute, il y a aussi quelques avantages : allègement des charges de capital et développement des exportations — pour autant quelles ne sont pas entravées par les tarifs douaniers « compensateurs » des voisins. C'est la ruine des créanciers au profit des débiteurs, mais aussi la destruction du crédit.

Les gouvernements y inclinent volontiers parce que c'est pour eux le moyen le plus facile de faire faillite. Et les « producteurs » les y poussent volontiers parce que la hausse artificielle des prix provoque une reprise

momentanée des affaires, qui donne l'impression d'une euphorie passagère. Mais les foules savent maintenant quels malaises économiques et sociaux suivent ces injections de morphine.

En France particulièrement, où la grande masse des paysans, artisans, petits commerçants, fonctionnaires sont aussi des épargnants, toute menace d'inflation suscite dès maintenant de redoutables inquiétudes.

Au reste l'opération n'est pas aussi facile que l'imaginent la plupart de ses partisans. Il ne suffit pas de fabriquer des billets de banque : encore faut-il qu'ils entrent dans la circulation. Nous vivons encore sur les souvenirs de la guerre et de l'après-guerre.

A ce moment les besoins des armées puis ceux de la reconstruction étaient énormes. Les usines regorgeaient de commandes, et offraient à tout venant des emplois toujours mieux rémunérés. Chacun s'empresait d'acheter ou de transformer, parce qu'il comptait revendre plus cher. Et l'Etat avait beau déprécier sa monnaie, elle trouvait toujours preneur.

Mais aujourd'hui les temps sont changés.

Les stocks énormes, accumulés pendant la période de prospérité paralysent tout espoir d'une hausse durable.

Et l'on voit, en ce moment même en Amérique, les industriels refuser d'emprunter les capitaux qu'on leur offre; l'argent prêté par la *Reconstruction Finance Co* revient dans les caisses des banques au lieu de servir à la reprise des affaires.

En fait sur vingt-deux pays qui ont abandonné l'étalon-or deux seulement ont augmenté leur circulation fiduciaire. Dans tous les autres le volume des billets en circulation a diminué.

Et si en France, depuis 1926, l'émission des billets de la Banque de France a augmenté de plus de 30 milliards (500 millions par mois en moyenne) tout le monde sait qu'ils ont été — fort heureusement — « thésaurisés », ce qui a évité une hausse dangereuse du coût de la vie.

Ne fait pas de l'inflation qui veut !

On le sait bien, en haut lieu ; et c'est pourquoi l'on prêche la *déflation*. Qu'est-ce que cela veut dire ?

Puisque les prix de vente ont baissé en moyenne de 40 % depuis la crise, il faut abaisser les prix de revient dans la même proportion.

Pour les matières premières, c'est déjà fait et au delà. Pour les salaires et traitements, c'est déjà plus difficile tant que le coût de la vie ne diminue pas.

Mais il faut aussi réduire de 40 % les charges de capital, les loyers, le coût des services publics, transports, électricité, etc.

Enfin il faut réduire de 40 % les charges fiscales : c'est-à-dire non pas seulement les traitements des fonctionnaires, qui ne représentent que la cinquième partie du budget, mais le service de la Dette, les armements, et les innombrables subventions, dont vivent tant d'entreprises agricoles, industrielles et commerciales.

Il est évident qu'il ne servirait de rien de réduire

un ou deux des éléments du prix de revient, si l'on augmentait en même temps les autres.

La *déflation* doit porter sur tous à la fois, et dans la même proportion.

A ce compte, il faut frapper simultanément les ouvriers, les fonctionnaires, les paysans, les rentiers, et les innombrables et puissantes entreprises subventionnées. C'est le mécontentement universel.

Jamais un régime parlementaire ne pourra venir à bout d'une pareille tâche.

C'est l'abdication fatale des Parlements, soit sous la menace d'un coup de force fasciste, (hitlérien ou communiste), soit sous la forme légale des « pleins pouvoirs » à la manière américaine.

Dans tous les cas, le résultat à la longue est le même : perte des libertés politiques et des libertés économiques.

La déflation, c'est la dictature et c'est l'étatisme.

Entre l'utopie inflationniste et l'oppression déflationniste n'y a-t-il donc point de moyen terme ?

La technique de la nouvelle monnaie nous en offre un :

Rétablir le change de toutes les monnaies sur la base de l'or. Mais puisque, par l'effet de la chute générale et prolongée des prix, le pouvoir d'achat du métal s'est indûment accru, réduire le poids d'or de toutes les monnaies dans la même proportion de façon à ramener leur pouvoir d'achat à ce qu'il était avant la crise.

C'est le procédé classique qu'ont employé depuis Solon tous les gouvernements au lendemain de toutes

les grandes perturbations sociales (guerres, révolutions). C'est ainsi que la livre d'argent (qui pesait à peu près une livre au temps de Charlemagne) avait fini sous Louis XVI par ne plus peser que quelques grammes!

Procédé violent et justement détesté des peuples au temps où les espèces métalliques étaient entre les mains des particuliers.

Procédé sans danger aujourd'hui puisque l'or n'est plus maintenant une monnaie mais simplement une marchandise d'appoint ne servant qu'au règlement des balances d'un pays sur l'autre.

Voilà l'avantage capital que nous offre la technique nouvelle de la monnaie-« scripturale ».

Certes, nous ne prétendons point que cette restauration monétaire suffira, à elle seule, à résoudre la crise mondiale. Le but final doit être la hausse générale des prix, — c'est-à-dire la reconstitution du pouvoir d'achat des populations à la fois dans les pays industriels et dans les pays arriérés, (qui sont tout ensemble leurs fournisseurs et leurs clients).

Mais précisément, c'est une erreur de prétendre réaliser cette hausse par des artifices monétaires. Tout ce qu'on peut attendre d'une altération des monnaies, c'est la réduction des charges d'endettement et leur juste retour au pouvoir d'achat d'avant la crise.

Quant à la hausse elle-même, elle sera toujours artificielle et précaire, tant que subsisteront les stocks énormes engendrés par une surproduction insensée. ~~Comment~~ Comment les éliminer ou les absorber, pour les empê-

cher de peser sur les cours? C'est un autre problème (1).

Dès maintenant, une chose apparaît certaine : aucune amélioration à la situation actuelle n'est possible sans la stabilisation générale des monnaies.

Sans doute le détraquement général de l'appareil international des paiements est la conséquence et l'ultime manifestation de la crise; mais précisément pour cette raison c'est par lui que la réorganisation doit commencer : libre circulation des capitaux, emprunts, travaux publics internationaux, abaissement des tarifs protecteurs, unions douanières, ententes industrielles, tout cela sera impossible tant qu'un gouvernement pourra, en dépréciant sa monnaie, confisquer tout ou partie des capitaux prêtés ou faire du *dumping* sur le marché de ses voisins.

C'est le seul point sur lequel la Conférence de Londres ait fait l'unanimité : réorganisation monétaire d'abord!

Reste à concevoir clairement le problème.

Pendant un siècle, depuis que l'usage du billet de banque s'est généralisé, on a vécu sur cette illusion qu'une monnaie est stable quand elle représente un poids d'or toujours le même. S'il est aujourd'hui une chose démontrée par l'expérience, c'est l'extrême variabilité du poids d'or que l'on obtient à quelques années de distance pour une même quantité de marchandises.

1. Nous nous proposons de l'étudier, selon la même méthode d'observation impartiale, dans un livre qui paraîtra prochainement.

En fait, une seule chose importe : c'est qu'une monnaie légale procure sensiblement la même quantité moyenne de marchandises à deux moments différents dans son propre pays; et qu'à tout moment chaque monnaie légale procure dans les autres pays sensiblement la même quantité moyenne de marchandises que dans le sien propre.

Pour cela, trois conditions sont nécessaires et suffisantes. Il faut :

— Qu'un organisme international assure chaque jour la compensation des devises des divers pays.

— Que les soldes déficitaires puissent être immédiatement réglés en or.

— Et que l'on veille à ce que le cours des changes de deux monnaies soit toujours égal à la parité de leurs pouvoirs d'achat.

La City de Londres a créé autrefois cet organisme; elle l'a géré pendant un siècle à la satisfaction générale. L'accident de la guerre mondiale lui en a, un moment, enlevé la direction, et des rivalités passionnées ont achevé de le détraquer. Il s'agit d'abord de restaurer l'appareil. Mais on ne peut tolérer plus longtemps qu'il soit l'enjeu de véritables luttes féodales, analogues à celles des Armagnacs et des Bourguignons, des York et des Lancastre se disputant l'exercice et les profits d'un pouvoir central, encore à ses débuts.

Sans doute, il faudra bien que cette Chambre de Compensation Internationale soit établie quelque part. Où sera son siège? A Londres? A New-York? A Paris? La réponse est simple : là où sont réunies

les meilleures conditions de son fonctionnement (1).

C'est une question de technique, non de prestige. Si la place de Londres est mieux située et mieux outillée, que ce soit Londres ! Et si les banques anglaises en tirent des bénéfices supplémentaires, tant mieux ! Tout service donne droit à un profit, à condition qu'on ne détruise pas le service pour accroître le profit.

Mais au-dessus, ou à côté du *Clearing*, il doit y avoir un appareil régulateur, pour que personne ne puisse plus fausser la cote des changes, et que toutes les balances des comptes puissent être chaque jour exactement ajustées.

L'idée n'est pas nouvelle, elle a donné naissance à la Banque des Règlements Internationaux (2).

Malheureusement, les grandes banques d'émission, — engagées à ce moment en pleine Guerre des Deux Roses — n'entendaient point laisser se créer au-dessus d'elles une Superbanque. On la priva donc en fait de tout moyen d'action ; et la gestion de l'appareil nouveau fut confiée à ceux-là même qui avaient — ou croyaient avoir — le plus d'intérêt à paralyser son fonctionnement.

La gérance du *Fonds commun* de 100 milliards en or lui donnera précisément cette matière première dont on l'a systématiquement privée.

1. Assurément pas à Bâle. Autant vaudrait établir le ministère de la marine française à Clermont-Ferrand, sous prétexte que cette ville est à peu près au centre géographique du pays.

2. Il suffit de lire ses statuts pour voir qu'elle n'avait point uniquement pour objet de faciliter les transferts nécessités par les paiements des réparations et des dettes de guerre.

Il suffira alors de déterminer ses fonctions.

Nous en voyons trois essentielles :

a) Elle devra assurer les règlements en or entre les différentes banques d'émission, par un mécanisme analogue à celui du *Gold Settement Fund* américain (1).

b) Elle devra remplir entre les banques d'émission, le rôle du *Federal Reserve Board* américain; simple organe d'information, de coordination et de contrôle, qui tout en laissant aux banques affiliées leur autonomie, maintient le respect de certaines règles de prudence, et atténue les oscillations des taux de réescompte. Par elle, on évitera d'être acculé dans l'avenir à de nouvelles « dévaluations ».

c) Enfin elle pourra servir de *trustee* pour les garanties accordées aux Emprunts d'Etat, aux entreprises de grands travaux publics internationaux, sociétés concessionnaires, etc...

Les Etats-Unis ont été amenés par la force des choses à construire le premier appareil bancaire fédéral à l'usage de quarante-huit Etats dont les conditions économiques, et les législations sont fort différentes. Malgré ses imperfections, cet appareil a résisté aux plus dures secousses de la guerre et de la crise économique. Il est aujourd'hui encore l'armature de la *National Recovery*.

Sans doute, les institutions américaines ne sauraient être transplantées telles quelles en Europe. Des modifications importantes seront nécessaires. C'est un pro-

1. V. Introduction, page 8.

blème d'organisation. Il est nécessaire si l'on veut empêcher le retour des erreurs, des abus et des luttes insensées qui ont aggravé la crise actuelle. Peut-on croire qu'il est au-dessus des forces humaines, quand la technique financière fournit tant de modèles et d'expériences, et quand le *Fonds commun* peut apporter les matériaux indispensables?

En réalité, une seule objection sérieuse a été faite. Elle n'est pas d'ordre technique, mais politique.

S'il y avait la guerre?... a-t-on dit. Ne serait-il pas à craindre que quelqu'un des belligérants mît la main sur les réserves communes, et s'assurât du coup la suprématie sur ses adversaires.

Ici nous demanderons la réponse à un banquier.

Au début de 1931, M. Georges E. Roberts, vice-président de la *National City Bank*, proposait déjà de créer une réserve internationale d'or, administrée par la B. R. I. pour le règlement des balances et la stabilisation des monnaies.

A l'objection : s'il y avait la guerre, tout le système serait brisé et les réserves perdues, il répliquait :

« Sans doute, *Mais à quoi bon faire n'importe quel plan pour l'avenir, si nous devons encore avoir la guerre.* Il serait tout de même temps que tout le monde voulût bien comprendre ce fait : que dans une société moderne à *organisation complexe*, il n'y a pas de place pour la guerre. » Et il ajoutait : « Je crois que les hommes d'affaires ne prennent pas les dangers

de la guerre assez au sérieux. Si nous devons continuer à avoir des guerres, et si elles doivent être toujours plus destructives, ce qui ne saurait manquer, elles mettront fin à tout progrès et anéantiront notre civilisation (1). »

Ce ne sont pas là propos de démagogue discourant devant des « pacifistes bêlants », c'est l'avertissement d'un grand banquier s'adressant dans le calme d'une revue technique de haute classe à d'autres hommes d'affaires.

Après un siècle d'intense développement industriel, les intérêts des peuples ont été tellement imbriqués les uns dans les autres sur toute la surface de la planète qu'ils ne peuvent plus se dissocier. La guerre elle-même est devenue « mondiale », et nous avons vu les armées « nationales » confondre finalement leurs armements, leurs approvisionnements, leurs effectifs et jusqu'à leurs états-majors.

Tout peuple aujourd'hui qui fait la guerre travaille à détruire ses fournisseurs et ses clients, ou ses débiteurs. Et le vainqueur lui-même ne peut tirer une indemnité du vaincu qu'à condition de lui prêter les sommes nécessaires.

1. Indeed, what use is there in planning for the future at all, if we are to have more war?

I would seem to be time that all peoples fairly grasped the fact that *there is no place in modern, highly organized society for war.*

I do not think business men take the menace of war as seriously as they should. If we are to continue to have wars and they continue to be more destructive, as they will if we have them, they will put an end to all progress and destroy our civilisation.

(Acceptance Bulletin, 29 mai 1931.)

La guerre et les affaires sont incompatibles. Si l'effroyable tuerie de 1914-1918 comporte une leçon, c'est assurément celle-là. Et la crise économique actuelle, qui en est issue, devrait à défaut de toute considération d'humanité, ouvrir les yeux des hommes « pratiques »

Entre l'économie internationale et la guerre nationale, entre la prospérité et la destruction, il faut choisir. Les peuples le sentent, les gouvernements, même celui de Hitler, même celui des Soviets, le proclament. (Pacte Briand-Kellog, Pactes de non-agression, Pacte à Quatre).

Et pourtant, par une étrange aberration — qui paraîtra inconcevable aux prochaines générations — ils s'obstinent à confondre dans leur action ces deux tendances contradictoires. Chacun prétend développer ses débouchés au dehors, en fermant aux autres son propre marché. On veut vendre sans acheter; on développe l'industrie ou l'agriculture des pays arriérés, mais on entrave la vente de leurs produits; on prête des capitaux pour créer des entreprises concurrentes, dont on arrête ensuite l'essor; et l'on exige le paiement des coupons tout en le rendant impossible. On prêche à l'épargne la confiance tout en dressant devant elle l'épouvantail des canons. Et quand la confusion est à l'extrême, et la faillite imminente, on propose de détruire par les armes les moyens de travail du débiteur, pour mieux l'obliger à payer ce qu'il doit.

Qui donc inspire et impose cette étrange folie?

Sous tous les régimes à toutes les époques, la politique a été l'art de mettre l'intérêt général au service des intérêts particuliers. Mais il y a une limite de sauvegarde, que les privilégiés ne peuvent dépasser sans compromettre leur propre existence. On ne saurait pratiquer indéfiniment les maximes de l'illustre Griboille, maître incontesté de la diplomatie contemporaine :

— massacrer les peuples pour assurer la sécurité des nations.

— ruiner les nations pour assurer la prospérité de leurs industries (1).

A la fin de 1932, sur la proposition de M. Ramsay Mac Donald les gouvernements et les Conseils de la S. D. N. ont nommé une Commission de trente experts, hauts fonctionnaires ou banquiers éminents, pour préparer l'ordre du jour de la Conférence de Londres.

Dans leur rapport officiel, ils disent :

« Dans les campagnes en faveur de la réconciliation économique, l'armistice a été signé à Lausanne; la Conférence de Londres doit élaborer le traité de paix.

« Si cette entreprise décisive devait échouer, on s'expose à voir toutes les nations du monde adopter un idéal d'autarchie qui ne manquerait pas de paralyser le progrès économique. Un pareil choix *ébranlerait jusque dans ses fondements* la structure financière internationale : les niveaux de vie s'abaisseraient, et

1. Cela peut s'écrire aussi : ruiner les peuples pour assurer leur sécurité, et les massacrer pour développer leur prospérité.

le *système social*, tel que nous le connaissons, ne pourrait guère survivre.

« Ces événements, s'ils se produisent, ne *seront pas imputables à une loi naturelle inéluctable*, mais à la *carence de l'intelligence et de la volonté humaines*, incapables de mettre en œuvre les garanties internationales nécessaires dans l'ordre politique et économique.

« La responsabilité des gouvernements est claire; ils ne peuvent l'éluder (1). »

Les gouvernements — et ceux qui les gouvernent — feraient bien sans doute d'écouter leurs experts.

Dès maintenant, il est acquis qu'aucune impossibilité technique, aucune loi « inéluctable » ne s'oppose au sauvetage de la civilisation — et au leur.

Si par un étrange aveuglement, ou par aboulie congénitale, ils venaient à détruire le « système social » dont ils sont les gérants et les bénéficiaires, ce ne serait ni un accident, ni une révolution, mais proprement un suicide.

1. *Projet d'ordre du jour annoté*, soumis par la Commission préparatoire des experts, p. 6. Edité par la S. D. N. sous le numéro C. 48. M. 18 1933.

M. Paul van Zeeland a terminé par la même citation son remarquable ouvrage : *Regards sur l'Europe*.

ANNEXE

Once d'or = 31 gr. 10

Livre = 7 gr. 32 d'or fin;
Dollar = 1 gr. 50;
Franc = 0 gr. 058.

1 once = £ 4,25;
1 once = \$ 20,7;
1 once = 536 fr. 20.

Pouvoir d'achat de la livre

	£ à Paris	£ par once	index 1913 = 100	index 1929 = 100	pouvoir d'achat de l'once kgs	pouvoir d'achat de la £
moyenne 1929..	124,02	£ 4,25	134,4	100	100	23,530
moyenne 1931..	115,60	£ 4,72	97,7	72,7	137,1	29,170
fin mars 1933..	87,21	£ 6,1	90,6	67,4	148,3	24,310
fin avril 1933..	85,30	£ 6,29	92,4	68,8	145,4	23,110
fin mai 1933..	86	£ 6,23	95,2	70,8	141,2	22,660
fin juin 1933..	86	£ 6,23	95,6	71,1	140,6	22,560
fin juill. 1933..	85,2	£ 6,29	96	71,4	140	22,257

Pouvoir d'achat du dollar

	\$ par livre	\$ par once	index 1913 = 100	index 1929 = 100	pouvoir d'achat de l'once kgs	pouvoir d'achat du \$
moyenne 1929.	\$ 4,857	\$ 20,7	136,5	100	100	4,830
moyenne 1931.	\$ 4,53	\$ 20,7	104,6	76,6	130,6	6,300
fin mars 1933.	\$ 3,47	\$ 20,7	86,2	63,1	158,5	7,650
fin avril 1933.	\$ 3,69	\$ 21,35	86,5	63,3	157,9	7,400
fin mai 1933.	\$ 4,04	\$ 25,22	89,8	65,7	152,2	6,030
fin juin 1933.	\$ 4,30	\$ 26,81	93,1	68,2	146,6	5,470
déb. août 1933.	\$ 4,60	\$ 28,92	100,8	73,9	135,3	4,670

Pouvoir d'achat du franc

	\$ à Paris	fr. par once	index 1913 = 100	index 1929 = 100	pouvoir d'achat par once	pouvoir d'achat du fr.
moyenne 1929...	25,53	536,20	627 (127,3)	100	100	186,3
moyenne 1931...	25,51	536,20	502 (101,9)	80	125	233
fin mars 1933...	25,13	536,20	390 (79,2)	62,2	160,7	300
fin avril 1933...	23,11	536,20	387 (78,6)	61,7	162	302
fin mai 1933...	21,28	536,20	383 (77,8)	61,1	163,6	305
fin juin 1933...	20	539,35	403 (81,8)	64,2	155,7	288
fin juill. 1933...	18,52	539	401 (81,4)	63,9	156,5	290

Livre contre dollar

fin mars 1933..	24 k. 310 = 1 £ = \$ 3,47	×	7 k. 650 = 26 k. 545 (+9,2 %)
fin mai 1933..	22 k. 660 = 1 £ = \$ 4,04	×	6 k. 030 = 24 k. 361 (+7,5 %)
fin juin 1933..	22 k. 560 = 1 £ = \$ 4,30	×	5 k. 470 = 23 k. 521 (+4,4 %)
fin juill. 1933..	22 k. 257 = 1 £ = \$ 4,60	×	4 k. 670 = 21 k. 481 (-3,5 %)

Livre contre franc

fin mars 1933	24 k. 310 = 1 £ = 87 fr. 21	×	300 gr. = 26 k. 163 (+ 7,6 %)
fin mai 1933	22 k. 310 = 1 £ = 86 fr.	×	305 gr. = 26 k. 230 (+15,7 %)
fin juin 1933	22 k. 560 = 1 £ = 86 fr.	×	288 gr. = 24 k. 768 (+ 9,7 %)
fin juil. 1933	22 k. 257 = 1 £ = 85 fr. 20	×	290 gr. = 24 k. 708 (+11, %)

Dollar contre franc

fin mars 1933	7 k. 650 = 1 \$ = 25 fr. 13	×	300 gr. = 7 k. 539 (- 1,45 %)
fin mai 1933	6 k. 030 = 1 \$ = 21 fr. 28	×	305 gr. = 6 k. 490 (+ 7,6 %)
fin juin 1933	5 k. 470 = 1 \$ = 20 fr.	×	288 gr. = 5 k. 760 (+ 5,7 %)
fin juil. 1933	4 k. 670 = 1 \$ = 18 fr. 52	×	290 gr. = 5 k. 350 (+15, %)

Parités normales (fin juillet 1933)

£ contre \$	22 kg 257 = 1 £ = \$ 4,78	×	4 kg 670 = 22 kg 257
£ contre fr.	22 kg 257 = 1 £ = 76 fr. 72	×	290 gr. = 22 kg 257
\$ contre fr.	4 kg 670 = 1 \$ = 16 fr. 10	×	290 gr. = 4 kg 670
£ contre \$	22 kg 257 = 1 £ = \$ 4,78	×	4 kg 670 = 22 kg 257
	ou £ = \$ 4,76 = 76 fr. 72		
	ou \$ = 16 fr. 10 (1)		

1. On remarquera que, depuis juillet, la cote réelle des changes n'a cessé de se rapprocher de ces chiffres.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION	7
CHAPITRE PREMIER. — POUR L'HÉGÉMONIE MONÉTAIRE	15
L'appareil monétaire international détraqué	17
Vers l'insolvabilité universelle	23
Le duel de la livre et du dollar	26
L'heure de la France	37
Le redressement de la livre	43
CHAPITRE II. — L'OR TROP CHER	52
La livre à bon marché	56
Prime ou « Fair Play » ?	63
La chute du dollar	70
CHAPITRE III. — COMBAT SUR DEUX FRONTS	85
L'étalon-or « vieux fétiche »	87
L'attaque contre le bloc-or	99
La paix manquée	110
Diplomatie d'affaires	125
CHAPITRE IV. — VERS LA RESTAURATION MONÉTAIRE	132
Une « mine d'or » de 99 milliards	133
Dépannage de l'appareil économique	140
CHAPITRE V. — LA « CARENCE DE L'INTELLIGENCE »	155
ANNEXE	169

EXTRAIT DU CATALOGUE

A. BIRNIE.

Histoire économique de l'Europe, 1760-1932. 25 fr.

PIERRE COSTE.

La lutte pour la suprématie. Les grands marchés financiers, Paris, Londres, New-York 20 fr.

Les loteries d'Etat en Europe et la loterie en France 12 fr.

MAURICE DRUESNE.

Les Problèmes économiques et la technocratie 12 fr.

JOSEPH BARTHÉLEMY.

Le Gouvernement de la France. 18 fr.

MAURICE LACON.

Vers un équilibre nouveau 25 fr.

R. LEWINSOHN.

Histoire de l'inflation. Le déplacement de la richesse en Europe (1914-1925). 36 fr.

R. LEWINSOHN et F. PICK.

La Bourse. 25 fr.

PIERRE LUCIUS.

Faillite du Capitalisme ? 18 fr.

Rénovation du Capitalisme 25 fr.

GERMAIN MARTIN.

Les finances publiques de la France et la fortune privée (1914-1925) 36 fr.

HUBERT A. MEREDITH.

Stock Exchange. Les drames de l'argent à la Bourse de Londres. 25 fr.

WERNER SOMBART.

L'apogée du capitalisme 150 fr.

R. I. WARSHOW.

Wall Street. Histoire de la Bourse de New-York. 25 fr.