

# JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

ÉMILE ROYOT

## **Essai statistique sur la valeur du franc**

*Journal de la société statistique de Paris*, tome 66 (1925), p. 221-242

[http://www.numdam.org/item?id=JSFS\\_1925\\_\\_66\\_\\_221\\_0](http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1925__66__221_0)

© Société de statistique de Paris, 1925, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme  
Numérisation de documents anciens mathématiques  
<http://www.numdam.org/>

### III

## ESSAI STATISTIQUE SUR LA VALEUR DU FRANC

---

**La valeur du franc à travers les index-numbers et les cours du change.** — La recherche de la valeur d'une monnaie se résout, aux époques normales, par le moyen de simples opérations d'arithmétique.

La valeur du franc correspondait avant la guerre au pouvoir d'achat d'un poids d'or pur exprimé, en grammes, par le rapport  $\frac{31}{9}$ . A l'intérieur de notre pays, ce pouvoir d'achat était apprécié — de façon imparfaite, sans doute, mais utile cependant — par l'emploi de tableaux d'index-numbers exprimant les variations des prix. S'agissait-il du marché extérieur, il fallait faire intervenir, en outre; les *cours du change*, c'est-à-dire l'expression des prix des monnaies étrangères estimées en notre propre monnaie.

Dans l'un et l'autre cas, la valeur du franc variait, sans doute, selon les lieux et, surtout, selon les époques; mais les variations constatées étaient généralement faibles. Vue avec le recul des dix années écoulées depuis 1914, la période d'avant-guerre apparaît, par comparaison, pour notre pays — ainsi, du reste, que pour beaucoup d'autres — comme l'âge de la monnaie stable.

L'établissement, le 5 août 1914, par l'une des premières lois de guerre, du cours forcé des billets de banque marque l'avènement d'une ère différente. La puissance publique tranchait les liens qui rattachaient notre monnaie au métal jaune, et une distinction naissait entre le franc d'avant-guerre, le franc-or, et le franc-papier, unité monétaire nouvelle, en vérité, bien qu'en apparence, comme en droit, la même que l'unité monétaire ancienne.

A dire vrai, les caractéristiques de ces temps nouveaux ne se concrétisèrent pas en manifestations immédiates d'un sens extrêmement net.

Ce n'est qu'à partir de 1915 que la valeur du franc dans notre pays subit une diminution sensible, qui ne fit guère que s'aggraver jusqu'en avril 1920, pour être ensuite l'objet de variations en sens divers.

Ces variations sont figurées, sur le graphique n° 1, pour la période ayant commencé le 1<sup>er</sup> janvier 1919. Le trait pointillé exprime le pouvoir d'achat de notre unité monétaire aux époques inscrites au-dessous de la ligne des abscisses.

Nous avons choisi, pour base de notre calcul, les indices mensuels des prix de gros de la Statistique générale de la France, la moyenne de 1913 étant représentée par 100. Les ordonnées représentent donc des centimes de 1913.

Quelques points de cette courbe sont susceptibles de retenir notre attention un instant. En avril 1920, le franc valait 17 centimes de 1913; en mai 1921, il dépasse 30 centimes; en février 1922, il s'était relevé à 33 centimes; deux ans plus tard, en février 1924, il était retombé à 18 centimes et demi. En février 1925, il faut 19 centimes.

Sur les marchés extérieurs, autant qu'on puisse le déterminer par la conju-

gaison des cours des changes et des index-numbers des pays considérés, la dépréciation du franc avait suivi d'abord une marche plus lente. On sait, d'ailleurs, que l'évaluation du pouvoir d'achat d'une monnaie à l'étranger, opération toujours délicate, comportait, durant la guerre, des causes particulières d'erreur.

Le trait plein du même graphique exprime les variations, depuis 1919, de la valeur du franc sur le marché des États-Unis. On voit immédiatement que l'écart entre la valeur du franc sur le marché intérieur et sa valeur sur le marché extérieur s'est, depuis quelques années, très notablement réduit.

Les considérations attachantes que notre collègue M. le baron Mourré vous a présentées antérieurement au sujet de l'*ajustement des changes aux prix intérieurs* me dispensent de commenter ce fait. Tout au plus me permettrai-je de dire que ce graphique accuse nettement la sensibilité particulière qu'offre aux contingences d'ordre politique la valeur d'une monnaie sur les marchés étrangers.

Mais je soulignerai qu'il accuse aussi, plus nettement que de longues séries de chiffres, l'extrême variabilité du pouvoir d'achat de notre franc.

Dans le même pays, suivant l'époque; au même instant, selon le lieu; et *a fortiori* lorsque les conditions de temps et d'espace sont l'une et l'autre différentes, des divergences considérables s'accusent et des fluctuations apparaissent, dont l'ampleur dépasse les limites du vraisemblable, telles que les eussent conçues, il y a dix ans, les hommes les plus avertis des phénomènes économiques.

Au reste, la fragilité des évaluations innombrables où intervient notre monnaie, le caractère fugitif de toutes les appréciations qui en dérivent, les contradictions sans cesse renouvelées qui naissent de cette agitation à la fois perpétuelle et profonde des prix, ne sont pas sans contrarier les aspirations de notre pays qui apprécie les routes droites et unies menant aux horizons découverts, qui est, avant tout, épris de netteté, de clarté et de vérité.



Il n'est donc pas surprenant que se pose pour chacun la question de savoir si notre monnaie ne possède pas une valeur indépendante des influences journalières qui s'exercent sur les cotes et sur les mercuriales. Les oscillations multiples des changes et des prix ne conduiraient-elles pas le franc, par des milliers de détours, à un niveau qui correspondrait à sa « vraie valeur » ?

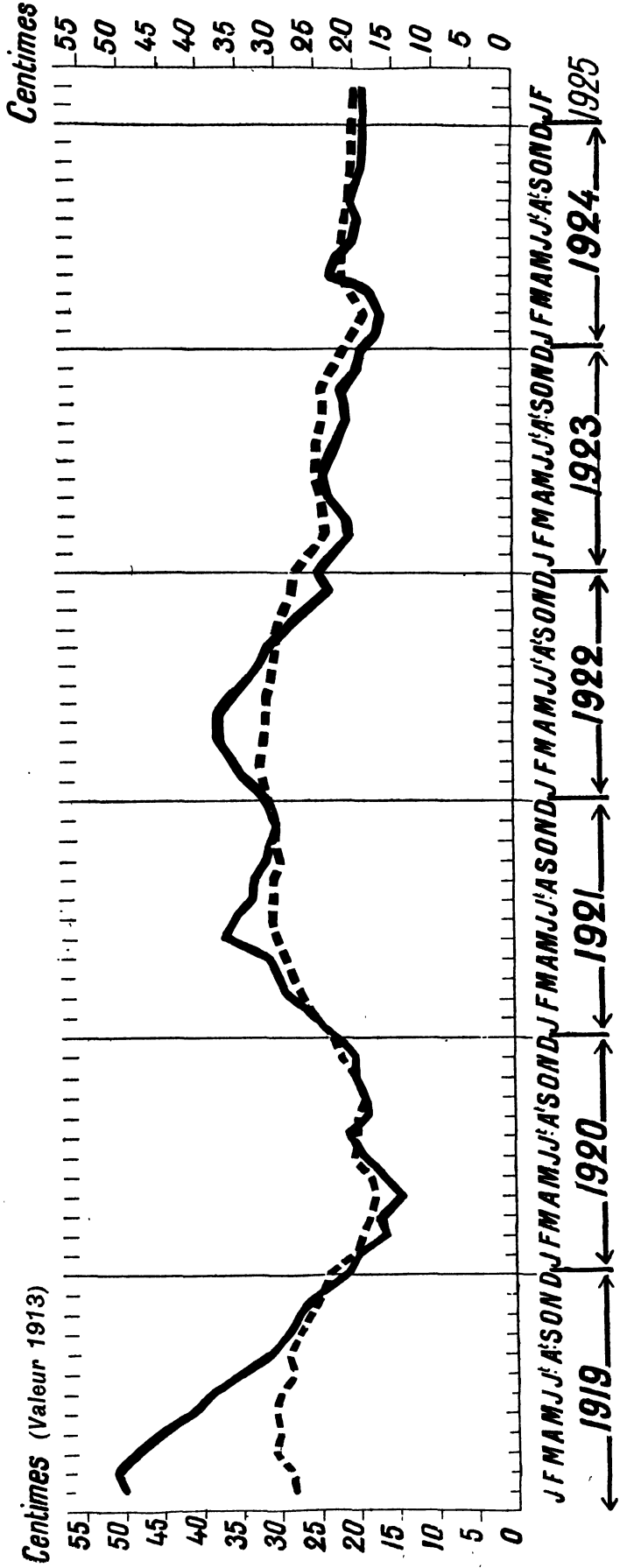
Ou, si l'on se trouve hors d'état de traduire, par un chiffre brutal, ce que serait cette « vraie valeur » du franc, ne pourrait-on définir certaines limites entre lesquelles la valeur de notre monnaie semblerait devoir rester comprise, ou enfin tenter simplement de découvrir le sens probable de ses variations futures ?

Mais, quel que soit le but qui se révèle accessible à l'esprit, il faut d'abord rechercher quels sont les facteurs dont dépend la valeur d'une monnaie consistant en billets ayant cours forcé, c'est-à-dire, suivant la terminologie classique, d'un papier-monnaie ?

Dans l'état actuel des esprits, cette question, bien que formulée en termes aussi généraux que possible, évoque inévitablement, me semble-t-il, ce problème de l'inflation à quoi ont été consacrés, depuis cinq ou six ans, dans

**Valeur du franc de janvier 1919 à février 1925**  
 exprimée en pour cent de la valeur moyenne du franc en 1913.

Valeur du franc sur le marché intérieur :   
 $\frac{i}{i}$  (i : index-number des prix de gros en France de la Statistique générale de la France. — Base 1913 = 100).  
 Valeur du franc sur le marché des États-Unis :   
 $\frac{5,18}{c \times \frac{1}{2}}$  (c : cours moyen mensuel du dollar ; i : index-number des prix de gros aux États-Unis, d'après Bradstreet. — Base 1913 = 100).



tout le monde civilisé, un nombre incalculable d'articles, d'études, de conférences, de discussions interminables, de polémiques parfois acharnées.

Et c'est pourquoi il me paraît nécessaire — même au prix d'une entorse à l'ordre qu'imposerait une logique rigoureuse — d'essayer, en premier lieu, de préciser les caractéristiques du phénomène de l'inflation et les conséquences qu'il est susceptible d'entraîner.

Tout d'abord, que doit-on entendre par ce mot anglais « inflation » qui s'est imposé à presque tous les pays du globe, et dont chacun — c'est mon excuse — croit pouvoir parler avec assurance?

**La définition de l'inflation; l'émission de billets destinés à l'industrie ou au commerce ne peut, en principe, être taxée d'acte d'inflation.** — Pour qu'il y eût inflation, suffirait-il qu'il se produisît un accroissement du total des billets de banque en *circulation*?

Non, de toute évidence, lorsque les billets émis représentent des espèces métalliques; et non, également, en principe, même si les nouveaux billets ne jouent pas le rôle de substitut de monnaies d'or ou d'argent. Sans quoi, le premier billet de banque émis par la première banque d'émission en excédent de la quantité représentant son encaisse eût été déjà, inéluctablement, un élément d'inflation, et toutes les nations se fussent trouvées, depuis des années, depuis plusieurs siècles même pour quelques-unes, en régime permanent d'inflation.

Puisqu'il ne peut en être ainsi, il nous faut rechercher en quoi diffèrent des créations de billets en temps normal, les émissions auxquelles il a été procédé à partir de fin juillet 1914 et qui, après l'avoir créé en France, ont donné au danger de l'inflation les proportions dont l'on s'effraie aujourd'hui.

Avant la guerre, comme on le sait, les billets émis, en excédent de son encaisse par notre banque d'émission, étaient créés — si l'on fait abstraction d'éléments d'ordre secondaire, tels que les dépôts en compte et les avances sur titres — en contre-partie d'effets de commerce. Ces effets étaient eux-mêmes, en général, la représentation de produits vendus à terme par le tireur de l'effet à celui qui devait, à l'échéance, en acquitter le montant.

Telles sont l'origine et la nature des émissions d'avant-guerre, que nous qualifierons d'*émissions commerciales*. Quelles en sont les conséquences?

Les tireurs d'effets de commerce, industriels ou négociants, sont mis en possession des sommes représentant la valeur des marchandises vendues par eux avant l'échéance fixée pour le règlement de leurs ventes. Grâce à cette sorte d'anticipation, leurs disponibilités s'accroissent, et, par conséquent, leur pouvoir d'achat se trouve augmenté.

Mais ce développement du pouvoir d'achat des industriels ou des commerçants d'un pays n'entraîne pas les conséquences qu'on pourrait, au premier abord, après les épreuves de ces dernières années, être tenté de lui attribuer.

Le pouvoir d'achat supplémentaire conféré aux producteurs ne vient pas s'exercer sur le marché des objets destinés aux consommations improductives; il est, au contraire, affecté à accélérer le fonctionnement, et même, par la voie de répercussions qu'il est aisé d'apercevoir, à faciliter le développement

des entreprises dont le but final est de fournir aux hommes les produits nécessaires à l'existence.

Des richesses inexploitées seront mises en valeur, tandis que le travail, sous l'effet de nouvelles sollicitations, gagnera en intensité et en fécondité.

Ainsi, les émissions commerciales de billets de banque, loin d'accroître la concurrence entre acheteurs préoccupés d'assurer la satisfaction de leurs besoins, accroissent la production des marchandises répondant à ces besoins.

Sans doute, l'extension des entreprises anciennes ou la création d'entreprises nouvelles ne seront pas sans déterminer certaines demandes de matières premières, d'outils, de machines, de main-d'œuvre. Il en résultera une certaine hausse de ces facteurs du prix de revient des produits finis, et ce prix de revient lui-même s'en trouvera accru. L'augmentation des sommes payées en salaires exercera aussi une action dans le mêmes sens.

Pourtant, si l'on veut bien observer que l'abondance des objets affectés aux consommations improductives en diminuera le prix; si l'on veut bien considérer que l'accroissement de l'activité industrielle ne portera pas seulement sur ces objets, mais également sur les matières premières, sur les outils, sur les machines, et qu'ainsi la hausse provoquée antérieurement sur les produits de cette catégorie se détruira elle-même, au moins en partie; si, enfin, l'on tient compte que les émissions de billets sont de nature à faire diminuer le taux de l'intérêt, qui est un élément du prix de revient, on en conclura qu'en définitive l'intervention des banques d'émission non seulement n'entraîne pas, en temps normal, la hausse des prix, mais, au contraire, en favorise la baisse.

En un mot, l'augmentation de la quantité de monnaie, aidant à l'essor de la production, est accompagnée d'une augmentation de la quantité des produits sur lesquels le pouvoir d'achat du pays a faculté de s'exercer. Elle assure aux hommes un contingent accru de biens répondant à leurs aspirations, sans diminuer la valeur des signes monétaires en leur possession.

On se trouve là en présence de conséquences analogues à celles que le phénomène économique du crédit entraîne *visiblement* lorsqu'il est réalisé sous la forme simple qu'il revêtait originairement de façon constante. Le crédit, permettant aux capitaux de passer de mains inaptes à les employer dans des mains plus qualifiées à cet égard, et substituant ainsi, à un pouvoir d'achat en sommeil, un pouvoir d'achat en action, accroît le pouvoir d'achat effectif de la collectivité; cependant, on ne peut nier qu'il ne soit conforme à l'intérêt commun.

Une objection se présente à l'esprit. Si l'émission de billets de banque est susceptible de tels résultats, pourquoi ne la développerait-on pas sans limite, afin d'en multiplier à l'envi les conséquences heureuses?

Pour marquer la mesure à observer en matière de circulation fiduciaire, il suffit de rappeler que les facilités données à la production doivent avoir pour effet principal et pour conséquence finale de développer non pas la concurrence entre les acheteurs de produits existants, non pas surtout les compétitions s'exerçant dans le domaine des consommations improductives, mais la mise en valeur de richesses ou de forces, humaines ou naturelles, encore infécondes.

Or, un supplément de ressources fourni à des producteurs pour être ainsi consacré, par eux, à la production, ne sera susceptible d'être employé utilement qu'autant qu'il ne dépassera pas certaines dimensions. Et la limitation nécessaire est, d'ailleurs, réalisée, sous le rapport de la quantité comme sous le rapport du temps, par le mode le mieux approprié, puisque les remises de billets, étant consenties à la suite d'escomptes, et en représentation de marchandises existantes, se trouvent être fonction de l'importance et de l'activité de l'entreprise qui en bénéficie.

Que, cependant, les émissions de billets de banque effectuées en représentation d'effets de commerce soient toujours, en toutes circonstances et toutes époques, rigoureusement adaptées aux possibilités ou aux besoins légitimes du pays, il serait téméraire de l'affirmer. Ce serait méconnaître, notamment, outre la possibilité des entraînements, la complexité des phénomènes économiques.

Il peut se produire qu'en période d'optimisme, où les affaires sont faciles et la circulation des produits rapide, les escomptes deviennent particulièrement importants. Souvent, cependant, l'augmentation de la production ne correspondra pas à l'accroissement des moyens d'échange, et les prix monteront.

Mais, s'il n'y a pas correspondance entre le développement des transactions et l'accroissement de la matière des échanges, c'est que des entreprises conçues hâtivement, dans la fièvre générale, n'auront pas donné les résultats espérés; c'est aussi, vraisemblablement, que le commerce proprement dit aura pris le pas sur la production véritable, et que des excès spéculatifs auront été commis. Et, dans ces causes mêmes du mal, se trouvera le remède.

Quelques écoles fâcheuses inquiéteront les dispensateurs du crédit; quelques accidents retentissants éteindront l'optimisme général; les escomptes deviendront, à tous les degrés, plus difficiles et plus onéreux, et, à chaque échéance, les rentrées de billets dépasseront largement les sorties. Les créations d'entreprises nouvelles seront plus rares, les achats spéculatifs disparaîtront. On sera peut-être en période de crise, à coup sûr en période de baisse des prix, et la monnaie reprendra sa valeur antérieure.

Ainsi, le désordre n'aura pas été définitif et ses traces s'effaceront complètement.

**Les « émissions gouvernementales », cause d'inflation.** — Mais à côté des émissions commerciales viennent, aux heures de conflit armé entre les peuples, se ranger d'autres émissions, destinées à pourvoir aux besoins impérieux du pays en lutte et qui prennent souvent des proportions considérables. Quelque sacré que puisse être le but de ces « émissions gouvernementales », elles ne sauraient exercer sur l'économie nationale la même influence favorable que les émissions commerciales.

Consacrées exclusivement à l'œuvre de guerre, c'est l'accroissement des consommations improductives qu'elles assurent, et cela à l'heure où la mobilisation de la majeure partie des forces vives du pays réduit la production. On ne voit donc pas apparaître cette augmentation simultanée des instruments d'échange et des biens à échanger qui suit les émissions commerciales;

bien loin de là, tandis que la quantité de monnaie augmente, la quantité de produits diminue.

Il n'est pas besoin d'invoquer la théorie quantitative, d'ailleurs sujette à caution sous la forme simpliste où elle pourrait ici être appliquée, pour affirmer qu'une telle situation est de nature à déterminer la hausse des prix ou la réduction de la valeur de la monnaie, aussi bien sur le marché intérieur que sur les marchés étrangers.

Ainsi, le pouvoir d'achat des billets jetés dans la circulation pour les besoins du Trésor leur est fourni par un prélèvement sur le pouvoir d'achat des billets préexistants. Les émissions gouvernementales provoquent donc, dès le moment où elles apparaissent, l'appauvrissement de la masse des détenteurs des instruments ou des signes monétaires. Mais il y a plus et pis.

Tandis que l'excès des émissions commerciales peut être rapidement corrigé, les émissions faites à la demande des gouvernements prennent un caractère de pérennité presque inévitable.

Lorsqu'un effet de commerce n'est pas payé à son échéance, lorsque les billets délivrés par la Banque lors de l'escompte de cet effet ne rentrent pas au bercaïl à la date prévue, c'est le protêt et la saisie, c'est le gendarme ! Pour les Bons du Trésor, bien qu'ils aient eux aussi une échéance, il n'y a pas de protêt, et pour leur signature de la rue de Rivoli, il n'y a pas de saisie, ni de gendarme. Les rectangles de papier officiel classés dans le portefeuille de la Banque y demeurent, ou y sont remplacés par d'autres qui leur ressemblent comme des frères.

L'accroissement des moyens de paiement résultant des facilités consenties au Trésor par l'institut d'émission prolonge donc ses effets durant une période dont nul ne saurait fixer le terme. L'altération de la monnaie se maintient, se perpétue, et la multitude des contrats où les engagements mutuels des parties sont exprimés en monnaie s'en trouvent rapidement faussés.

Comme la gangrène, qui dissout les tissus de l'organisme humain, les émissions d'État dissolvent les liens qui rattachent les uns aux autres tous les éléments du corps social, et si elles ne font pas, à proprement parler, œuvre de mort, elles ouvrent une ère interminable d'injustices et de souffrances dont la gravité ne le cède qu'au nombre.

On voit combien le mal que causent les émissions gouvernementales est plus grave, à tous égards, que celui qui peut résulter *parfois* des émissions commerciales. Sans doute, pensera-t-on que le terme d'*inflation*, évocateur d'une désorganisation profonde des systèmes monétaires, doit, sous peine d'une confusion des plus graves, être réservé exclusivement au phénomène funeste dont nous venons d'essayer de définir les caractères essentiels.

Ces caractères ainsi dégagés par le rapprochement de situations nettement opposées, il importe maintenant d'ajouter que ce n'est point seulement aux heures sombres de l'histoire que l'inflation peut naître ou se développer. Elle est susceptible de se rencontrer dans certaines conjonctures où se mêlent, plus que de coutume, les méthodes du temps normal et les errements des époques exceptionnelles.

Envisageons le cas d'un État qui équilibre son budget de dépenses ordinaires par l'appel à la Banque d'émission. Une partie des sommes qu'il affecte



à l'administration ou à la protection du pays est soldée en billets dont il lui est fait remise contre simple inscription au débit du compte qui lui est ouvert par la Banque d'émission.

Or, les dépenses ainsi réglées correspondaient à cette sorte de consommations qualifiées d'improductives; ni immédiatement, ni plus tard, elles n'ont donné naissance à des produits nouveaux, et la masse des marchandises n'a été l'objet d'aucun accroissement pouvant, dans une mesure quelconque, servir de contre-partie à l'accroissement des moyens d'échange. Nous reconnaissons, là, le régime d'inflation.

On serait encore en présence de l'inflation, si un Gouvernement, désirant, par exemple, remédier à une crise de chômage ou pour toute autre cause, affectait à de grands travaux publics des ressources demandées à la Banque d'émission. Sans doute, ces travaux ne seraient pas sans utilité; ils permettraient, par exemple, la mise en valeur, ou la reconstitution de certaines régions. Mais, avant qu'ils eussent commencé à porter leurs fruits, l'augmentation du nombre des unités monétaires en circulation n'aurait pas manqué d'exercer son influence habituelle.

Toutefois, il est utile d'observer que si l'État, dans les deux cas que nous venons d'évoquer, avait substitué au recours à la Banque le recours à un emprunt public, les souscripteurs auraient transféré au Trésor le pouvoir d'achat afférent au montant de leurs souscriptions et — si l'on néglige certaines incidences, sur lesquelles nous nous expliquerons tout à l'heure — la valeur de chaque unité monétaire n'aurait subi aucun changement.

Par contre, on reviendrait à l'inflation si les titres de cet emprunt public étaient remis en garantie d'avances effectuées par la Banque d'émission. La situation monétaire se trouverait modifiée comme si les dépenses de l'État avaient été, jusqu'à concurrence des sommes avancées par la Banque, couvertes par une émission de billets.

Toute création de signes monétaires destinés à pourvoir, directement ou indirectement, aux besoins de l'État constitue donc, en principe, un élément d'inflation, un facteur de dévalorisation de la monnaie à cours forcé.

Ne serait-il pas, néanmoins, certaines circonstances où une augmentation des avances de la Banque d'émission au Trésor n'entraînerait pas nécessairement ses conséquences habituelles?

Imaginons qu'en une contrée située très loin de nous, aux antipodes, — mais, comme la France, soumise au régime du papier-monnaie — se soient produits des conflits d'opinion influant sur la condition monétaire de cette contrée. Un nombre appréciable de détenteurs de billets de banque les laissent sans emploi, au lieu de les consacrer, comme de coutume, à des placements à court ou à long terme. De plus, le Trésor public va se trouver prochainement dans l'obligation de faire face à des échéances importantes. D'ordinaire, les règlements de cette sorte s'effectuent sans difficultés; mais il y a lieu de croire que l'État ne rencontrera pas, cette fois-ci, dans sa clientèle, la même fidélité que jadis, les mêmes dispositions favorables aux renouvellements sauveurs.

S'il arrivait, en ces conjonctures, que le Trésor dût faire appel à la Banque d'émission, nos antipodes — dont, par ailleurs, la situation est satisfaisante —

devraient-ils désespérer de leur monnaie et s'abandonner au découragement? Je ne le crois pas.

Car il semble que, parfois, les billets de banque remis à l'État doivent non pas se compter, mais, si j'ose dire, se peser. Pour en mesurer l'influence sur les prix, il est quelquefois indispensable de ne pas se borner à lire le chiffre pour lequel ils figurent au bilan de l'institut d'émission; il faut aussi, et avant tout, prendre en considération la destination qu'ils doivent recevoir.

Quel est le rôle dévolu au contingent supplémentaire des billets créés dans l'hypothèse que nous envisageons? Rien de plus qu'un *rôle de remplacement*, et la masse des instruments monétaires restant la même, le niveau des prix, comme la valeur de la monnaie, n'en seront point modifiés.

Il faut, il est vrai, prévoir l'époque où les billets thésaurisés — soit qu'ils aient été anciennement détournés du courant monétaire, soit qu'ils aient été reçus à l'échéance de valeurs du Trésor non renouvelées — quitteront le portefeuille fatigué ou le coffre-fort robuste qui les renfermait. Quelles en seront les conséquences?

Si l'unité s'est refaite dans le pays, si chacun a repris le chemin des guichets de l'État, ne voit-on pas que tout sera comme si rien ne s'était passé? Même, on se trouvera, au point de vue moral, en bénéfice certain — car il y a plus de joie dans le ciel pour un pécheur repentant....

Mais les dissensions peuvent subsister, et une partie des soutiens habituels du Trésor accorder maintenant leur appui au commerce et à l'industrie. Il est bien vrai que cette fois l'armée des instruments monétaires aura grossi, et elle comprendra un certain nombre d'unités d'autant plus ardentes à s'employer qu'elles auront bénéficié d'un long repos. Voilà bien le danger!

Cependant, si le pays considéré se trouvait — cela n'est point impossible — en période d'argent rare, d'argent très rare; si, au cours des dernières années, la quantité de billets mis à la disposition du public n'avait augmenté que de façon insignifiante alors que les prix et le volume des affaires s'accroissaient dans des proportions imposantes; si le taux de la Banque d'émission se maintenait, depuis assez longtemps déjà, à un niveau où il ne s'est jamais élevé depuis plus de 50 années; si, enfin de ce fait, les prix de revient étaient anormalement élevés, les bénéfices industriels réduits, la vie économique menacée de ralentissement, une crise, peut-être, sur le point d'éclater, ne serait-on pas en droit de penser et d'affirmer que l'afflux tant redouté de billets nouveaux, bien loin d'exercer dans l'économie nationale les ravages annoncés, lui serait, au contraire, éminemment favorable?

Car, en réalité, et en dépit des indications données par le bilan de l'institut d'émission, le Trésor public ne bénéficierait pas d'un emprunt à la circulation plus important que par le passé. On se trouverait en présence, non d'une émission gouvernementale, mais d'une émission commerciale.

Ce n'est pas la première fois du reste, — avant, ou depuis Bastiat — qu'il faut, dans un phénomène économique, écarter l'apparence, c'est-à-dire « ce que l'on voit » pour rechercher la vérité dans « ce que l'on ne voit pas ».

**L'inflation et notre situation monétaire.** — L'analyse à laquelle nous venons de procéder va nous permettre de délimiter, avec quelque précision, la pé-

riode durant laquelle notre monnaie a été soumise à l'action sans cesse renouvelée de faits d'inflation; elle nous mettra aussi en mesure, croyons-nous, de définir notre situation monétaire actuelle.

Bien que ses effets normaux ne soient apparus que quelques mois plus tard, l'inflation s'est installée dans notre pays dès fin juillet 1914, au moment où s'inscrivait, au bilan de la Banque de France, un nouveau compte d'avances à l'État, tout à fait distinct du compte ancien des avances permanentes, dont le montant est resté, d'ailleurs, immuablement fixé, depuis fin 1911, à 200 millions.

Comme on le sait, le cadet de ces deux comptes n'imita pas la discrétion de l'ainé. Il serait superflu d'en décrire, par le menu, l'accroissement à peu près régulier durant la guerre. Après l'armistice, les avances nouvelles de la Banque à l'État ont continué de s'élever dans une mesure importante : elles avaient pour objet, non plus d'assurer la défense du pays, mais d'équilibrer le budget ordinaire et surtout d'aider à la reconstitution des régions dévastées. Mais si les causes de l'inflation s'étaient modifiées, ses effets restaient les mêmes.

Le trait inférieur du graphique n° 2 marque les variations des avances à l'État depuis janvier 1920 (d'après le dernier bilan de chaque mois). Durant l'année 1920 et le premier semestre de 1921, elles sont, à peu de chose près, restées au même niveau; leur maximum effectif, soit 26 milliards 700 millions, a été atteint le 6 mai 1921.

A partir de juillet 1921, elles enregistrent des diminutions successives, et, en décembre, elles oscillent autour de 24 milliards 500 millions; ce recul facilitait, notons-le en passant, la première application de la convention du 29 décembre 1920 relative au remboursement des avances de la Banque à l'État. D'ailleurs, des circonstances diverses donnant quelque aisance au marché des capitaux, le montant des avances à l'État continue de décroître et tombe, le 16 mars 1922, à 21 milliards 200 millions (le minimum accusé par le graphique est de 21 milliards 500 millions, au 30 mars).

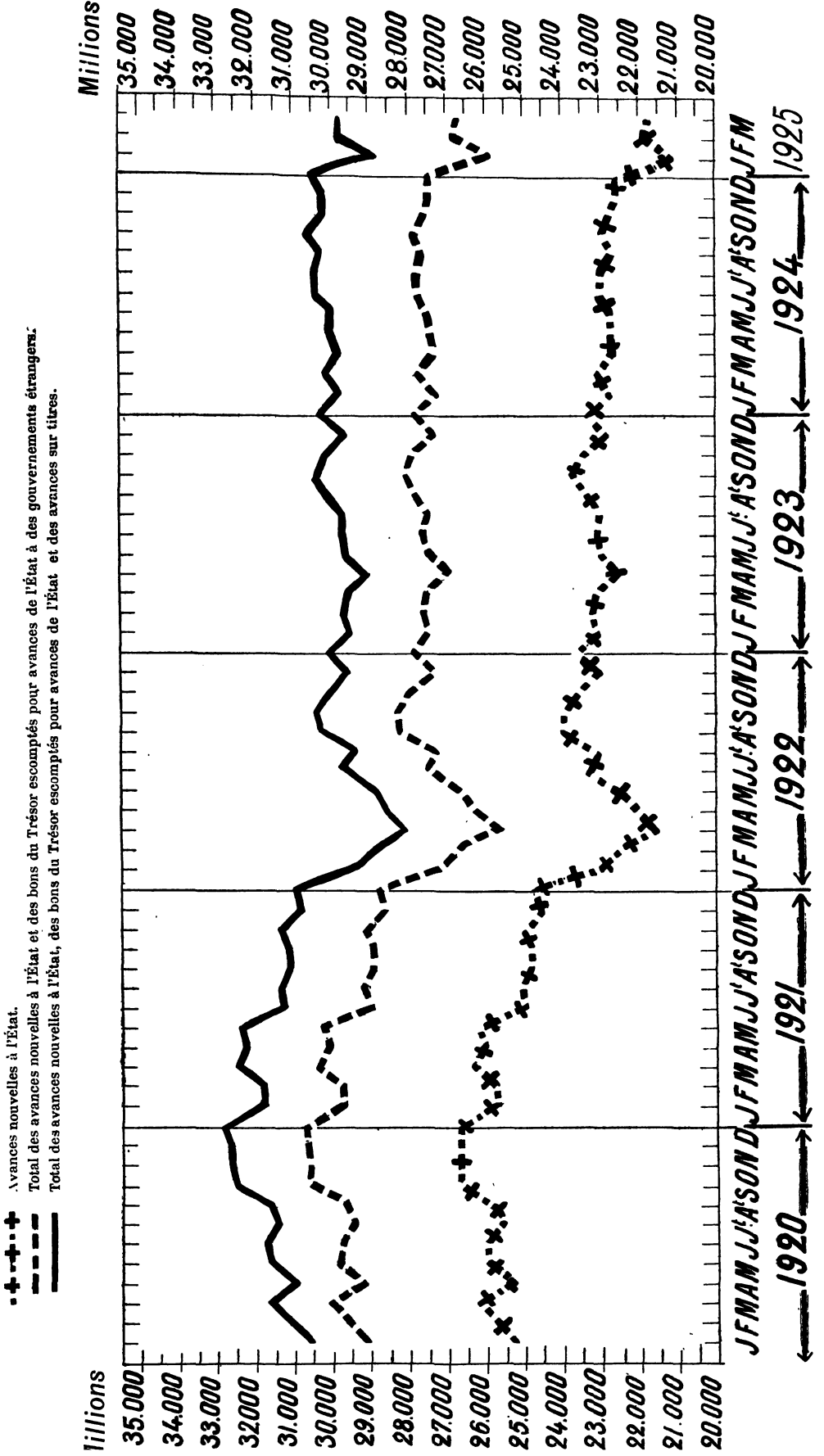
Mais la carence de l'Allemagne, les difficultés du règlement des réparations agissent fâcheusement sur notre change et sur le marché des capitaux. Les avances à l'État reprennent leur marche ascendante jusqu'en octobre 1922 pour diminuer ensuite dans les derniers mois de l'année. Fin 1922, la Convention du 29 décembre 1920, qui ne reçoit alors qu'une application partielle, ramène de 25 à 24 milliards le maximum légal des avances à l'État.

Durant 1923, le montant de ces avances ne présente que des variations relativement peu importantes. Et le maximum légal ayant été, au 31 décembre 1923, ramené à 23 milliards 200 millions, c'est un peu au-dessous de ce chiffre que s'est établi le solde des avances durant l'année 1924.

Enfin, conformément aux modalités d'application, à la fin de 1924, de la Convention de 1920, le maximum légal des avances à l'État est alors ramené à 22 milliards. Au bilan du 26 mars 1925, ces avances figuraient pour 21 milliards 800 millions; au dernier bilan publié (9 avril 1925) elles y étaient inscrites pour 22 milliards, soit pour 4 milliards 700 millions de moins qu'au 6 mai 1921.

Ainsi, il apparaît en première analyse que le mal de l'inflation s'est atténué

**Mouvement des avances de la Banque de France de janvier 1920 à mars 1925**  
(d'après le dernier bilan de chaque mois.)



depuis 1920. Après être resté stationnaire durant environ une année et demie, il s'est résorbé assez sensiblement, et si les progrès réalisés ont été ensuite, à un certain moment, en grande partie compromis, une nouvelle amélioration a permis de les retrouver en quasi-totalité.

Toutefois, il est loyal d'observer que le recours du Trésor à la Banque a diminué, en fait, dans une proportion moins forte qu'il ne semble résulter des variations du solde des avances à l'État.

A côté de ces avances existe, au bilan de la Banque, un poste dénommé « Bons du Trésor français escomptés pour avances de l'État à des Gouvernements étrangers ». Ainsi que l'indique sa dénomination, il représente des avances indirectes à l'État; il ne s'accroît plus guère maintenant, d'ailleurs, que de ses intérêts.

Néanmoins, de 4 milliards 25 millions le 6 mai 1921, il est passé à 4 milliards 973 millions, à la date du dernier bilan, soit une augmentation d'environ 950 millions.

Le second trait du graphique représente le total de ce que l'on pourrait appeler les avances directes et les avances indirectes à l'État.

Une deuxième correction doit être effectuée. Le montant des avances sur titres de la Banque de France s'élevait, le 6 mai 1921, à environ 2 milliards 160 millions; il est au dernier bilan de 3 milliards 138 millions. Cette augmentation de près d'un milliard provient, pour une fraction sans doute importante, d'avances effectuées sur titres émis par l'État, et jusqu'à concurrence du montant de ces avances, joue le rôle d'agent d'inflation.

Ne pouvant faire aucune distinction dans le chiffre des avances sur titres, nous l'avons ajouté tel quel au total des avances directes et des avances indirectes à l'État. Le trait supérieur du graphique correspond au total général ainsi obtenu, et donne l'image des variations dont les emprunts à la circulation effectués par l'intermédiaire de l'institut d'émission, ont été l'objet de mai 1921 à fin mars 1925.

Il en ressort notamment qu'entre le maximum de la circulation correspondant aux besoins de l'État (maximum atteint en mai 1921) et le chiffre actuel existe une différence d'environ 3 milliards. Cette réduction des billets fauteurs d'inflation a même été plus forte que ne l'accuse notre graphique, puisque nous avons compté l'augmentation des avances sur titres pour son montant global, alors qu'elle ne doit intervenir que pour partie.

**Le rôle des Bons de la Défense nationale.** — Dans le même ordre d'idées, une autre question doit être élucidée. Nul n'ignore le chiffre considérable auquel s'élève le montant des Bons de la Défense nationale et des Bons du Trésor en circulation. Ces créances à court terme sur l'État ne constituent-elles pas une inflation déguisée?

Cette question a été vivement débattue. Certains ont vu, dans les Bons de la Défense nationale, de véritables substituts des billets de banque exerçant sur les prix une action effective et profonde. Par contre, des théories subtiles ont été développées, qui tendent à établir que les Bons de la Défense ne constituent, en aucune manière, des moyens de paiement ayant un pouvoir d'achat propre venant s'ajouter à celui des instruments monétaires d'usage courant.

Il semble bien que la vérité se tienne entre ces deux opinions extrêmes. Assimiler les Bons de la Défense à des billets de banque, c'est ne tenir aucun compte, notamment, du fait que le plus grand nombre d'entre eux sont à échéance de plus de trois mois, et, par conséquent, d'une mobilisation difficile, incomplète et onéreuse. Par contre, soutenir la thèse de l'innocuité absolue de ces valeurs à court terme, c'est assimiler à des placements durables des opérations qui ne sont fréquemment autre chose que la mise en réserve d'un pouvoir d'achat à utiliser dans un délai plus ou moins bref, à la première occasion favorable.

Mais, d'ailleurs, la question pour nous n'est point là. Nous avons simplement à retenir que l'importance prise par les Bons de la Défense a entraîné le Trésor à jouer, en fait, le rôle de banquier à l'égard des particuliers, commerçants ou non, comme à l'égard des banques.

Aussi, lorsque la quantité des billets de banque exigés par le règlement des échanges et des transactions décroît, les souscriptions aux Bons de la Défense augmentent, et assurent au Trésor la disposition d'une masse plus importante des moyens de paiement. Les demandes adressées par la rue de Rivoli à la rue de La Vrillière diminuent; même il peut s'établir un courant monétaire partant du premier de ces deux centres de notre vie financière pour aboutir au second.

Si, au contraire, la hausse des prix ou le développement des affaires imposent l'emploi de quantités de billets plus importantes, l'inverse se produit, et le chiffre des avances de la Banque à l'État tend à s'accroître.

Le total des Bons de la Défense en circulation et le montant de la dette du Trésor envers la Banque de France ne sont donc pas sans rapport; et si l'on veut mesurer les emprunts de l'État à la circulation, ces deux chiffres doivent entrer en ligne de compte.

Toutefois, comme les Bons de la Défense et les billets fournis à l'État ne sont pas au même degré des agents d'inflation, les nombres qui en expriment le montant ne peuvent être conjugués par simple voie d'addition ou de soustraction. Il serait indispensable, pour tenir compte de leur importance réelle, de leur appliquer des coefficients dont la détermination offrirait, à coup sûr, de graves difficultés.

Fort heureusement, il se trouve, — ce qui lève toute hésitation — que le total des Bons de la Défense a, comme le total des billets facteurs d'inflation, subi une diminution au cours de la période que nous envisageons.

En effet, le chiffre des Bons de la Défense en circulation était, fin 1920, un peu supérieur à 50 milliards; à la fin de l'année suivante, il dépassait 65 milliards. Il y a lieu de penser qu'en mai 1921, il était d'au moins 56 milliards. Quant aux Bons ordinaires du Trésor, assimilables aux Bons de la Défense, leur montant était d'environ 2 milliards. On était donc presque certainement en présence d'un total d'au moins 58 milliards.

Or, d'après une réponse au ministère des Finances à une question écrite publiée récemment par le *Journal officiel*, ce total était, au 31 janvier 1925, de 56 milliards 739 millions dont 54 milliards 866 millions en Bons de la Défense et 1 milliard 873 millions de Bons ordinaires du Trésor. Il avait donc subi une réduction de plus d'un milliard.

Au sujet des Bons de la Défense, il nous faut encore examiner une autre question.

On sait qu'il se trouve des Bons dans le portefeuille de la Banque de France. Ce fait doit-il être pris en considération dans nos recherches?

J'ai trois courtes observations — pas une de plus — à présenter sur ce point.

Voici une banque — un établissement de crédit, par exemple — qui possède, dans ses coffres, 100 millions d'effets de commerce et 100 millions de Bons de la Défense, les uns et les autres escomptables par l'institut d'émission. Cet établissement de crédit se propose de porter rue de La Vrillière la moitié de son portefeuille. S'il négocie ses effets de commerce, il n'y aura pas là un fait générateur d'inflation. La situation n'est-elle pas foncièrement la même dans le cas où l'établissement de crédit en question conserve ses effets de commerce pour réescompter ses Bons de la Défense?

En second lieu, le portefeuille de la Banque de France, effets prorogés compris, s'élevait, au 6 mai 1921 (date à laquelle on s'en souvient, les avances de la Banque à l'État ont atteint leur maximum), à 3 milliards 175 millions ; au bilan du 9 avril 1925, il atteint 6 milliards 186 millions, soit 3 milliards 11 millions de plus. Cette augmentation paraît-elle démesurée en présence du retour graduel à l'emploi des effets de commerce, de la hausse des prix (qui n'est pas inférieure à 60 %) et du développement des affaires, également considérable.

Enfin, n'y aurait-il pas double emploi à faire état d'une augmentation des Bons de la Défense compris dans le portefeuille de l'institut d'émission, alors que leur montant est inclus dans le total des Bons en circulation et que ce total, comme nous venons de le voir, a diminué depuis 1921?

Les emprunts de l'État par création de signes monétaires, loin de prendre un nouveau développement, accusent donc bien, depuis quatre ans, une diminution importante : plus de trois milliards sur les avances de la Banque de France, et un milliard au moins sur les Bons de la Défense.

Il faut, d'ailleurs, ajouter à ces chiffres environ 1 milliard 250 millions correspondant à la différence entre la valeur, au cours du change, des 89 millions de dollars produits par le dernier emprunt Morgan et la valeur de ces 89 millions au cours de 5,18 sur la base duquel le Trésor a été crédité par la Banque de France. On arrive ainsi à une diminution totale d'environ 5 milliards 500 millions, chiffre assurément de beaucoup supérieur au montant des rectifications que nous aurions pu omettre ou dont la nécessité pourrait apparaître prochainement.

Il n'est pas douteux qu'il faille voir, dans ce fait, une circonstance favorable à notre monnaie. Effectivement, la condition primordiale pour qu'un papier-monnaie déprécié conserve une certaine valeur est que l'inflation à quoi est due la dépréciation de ce papier-monnaie cesse de se développer ; c'est que la quantité de billets en circulation ne subisse pas d'augmentation importante et continue, ni ne soit considérée comme étant susceptible de s'accroître indéfiniment. S'il en était autrement, tous les porteurs de billets et tous les détenteurs de titres à revenu fixe, dont la valeur est en rapport direct avec celle du billet de banque, ne tarderaient pas à perdre confiance dans l'avenir de leur monnaie, et un phénomène analogue à celui qui a reçu

la dénomination pittoresque de « fuite devant le mark » se produirait inévitablement, entraînant la dévalorisation totale du signe monétaire.

Mais l'opinion est, chez nous, quasi unanime sur ce point. Aussi bien, comme nous venons de le voir, est-ce seulement par l'impôt et par l'emprunt à moyen ou à long terme que notre pays a fait face, en ces quatre dernières années, aux charges ordinaires du budget et couvert, en outre, les dépenses que lui imposait la reconstruction des régions dévastées, ce champ de bataille immense où, durant des années, dix nations ont concentré leur puissance de destruction, et où nous sommes restés seuls pour relever les ruines. Depuis 1921, 45 milliards ont été consacrés à cette tâche sacrée, mais combien lourde!

L'importance de ce chiffre, la gravité des difficultés de trésorerie qu'il a fallu surmonter, l'esprit de sacrifice qu'ont exigé certaines décisions rendues nécessaires par la renonciation à tout concours nouveau de la Banque, attestent suffisamment la ferme volonté du pays de soustraire désormais la valeur du franc à toute atteinte qui résulterait d'une politique monétaire de faiblesse et d'abandon.

**Le franc et la dette de la France.** — Mais le degré d'inflation n'est pas, tant s'en faut, le seul élément dont dépende la valeur d'un papier-monnaie. Si l'on en pouvait douter, un simple regard jeté sur les deux graphiques analysés tout à l'heure emporterait toute hésitation. Ne voit-on pas, en effet, de mai 1921 à février 1925, le franc perdre plus du tiers de sa valeur, bien que cette période soit marquée par un recul de l'inflation?

Parmi les autres facteurs qui ont exercé leur influence sur la valeur de notre monnaie, l'accroissement de notre dette publique intérieure a été, à mes yeux, le plus agissant.

En 1913, le budget des dépenses s'est élevé, en chiffres ronds, à 4 milliards 200 millions, dont 3 milliards affectés aux services publics, et 1 milliard 200 millions représentant la charge de la dette publique proprement dite (non compris les intérêts ou amortissement de la dette afférente aux chemins de fer de l'État).

Quel était alors le revenu de l'ensemble des Français? En d'autres termes, quel était, à cette époque, le montant total des ressources individuelles sur lesquelles étaient prélevées les sommes à verser au Trésor?

La détermination de ce chiffre a fait l'objet de diverses recherches. Nous retiendrons celui de 35 milliards 870 millions, soit 36 milliards environ, qui a été adopté par le Service financier français à la Commission des Réparations. Il en résulte qu'en 1913 le revenu de notre pays était affecté au paiement de l'impôt jusqu'à concurrence de 11,50%, dont 8,17% pour les services publics et 3,33% pour la dette de l'État.

Quelle est aujourd'hui notre situation à cet égard?

La charge annuelle de notre dette publique (y compris la dette viagère) s'élève à plus de 18 milliards. Quant au total des revenus privés, il a subi l'influence de divers facteurs.

Tout d'abord, les arrérages de la dette de l'État se sont accrus, comme nous venons de le voir, de 17 milliards environ. On ne peut connaître exactement la part des titres représentant cet accroissement qui se trouvent entre les mains



d'étrangers. Toutefois, il est certain que cette part, sauf en ce qui concerne les valeurs à court terme du Trésor, est d'importance relativement faible, et l'on nous autorisera sans doute à dire que l'augmentation des arrérages de notre dette profite à des Français jusqu'à concurrence d'environ 15 milliards. Après cette première correction, le total des revenus privés ressortirait à

36 milliards (chiffre de 1913) + 15 milliards environ, soit à un peu plus de 50 milliards.

D'autre part, la productivité du travail national a pu s'accroître sous l'effet des progrès du machinisme. On se tromperait cependant, croyons-nous, si l'on attribuait à cette considération une influence décisive. Il faut tenir compte, en effet, que, si nos moyens de production ont augmenté assez considérablement, ils ne peuvent malheureusement pas toujours être pleinement utilisés; c'est le cas, sans aucun doute, de notre métallurgie, et c'est aussi, semble-t-il bien, celui de nos industries du matériel électrique, du matériel roulant, des constructions navales, d'autres peut-être encore.

Notre développement industriel, même renforcé par le retour de l'Alsace-Lorraine, n'a eu, en fait, qu'une action limitée.

Par contre, la disparition de 1.500.000 jeunes hommes et la diminution de la capacité de travail d'un grand nombre d'autres; sans doute aussi l'institution de la journée de huit heures et de la semaine anglaise; et enfin les difficultés économiques spéciales à l'époque présente ont certainement entraîné une diminution sensible de la production. Les statistiques agricoles, notamment, paraissent probantes à cet égard.

Par surplus, le magnifique portefeuille de valeurs étrangères que nous possédions avant la guerre, et qui était encore renforcé par d'importants avoirs à l'étranger, a singulièrement perdu en volume, comme en qualité.

Nous sommes en droit, par conséquent, de considérer que, sans la dévaluation de notre unité monétaire, le total des revenus privés ne dépasserait pas sensiblement 50 milliards. Les contribuables français devraient donc consacrer chaque année, au seul service de la dette publique, non plus, comme en 1913, 3 1/3%, mais 36% de leurs ressources. Il n'est pas besoin de réfléchir longtemps pour conclure à l'impossibilité d'un tel prélèvement répété chaque année.

Assurément, si le surcroît des impôts auquel on doit faire face provenait d'une dette d'État uniformément répartie entre tous les membres du corps social, aucune difficulté réelle ne se présenterait. Bien qu'il en coûte au commun des mortels de rendre de la main droite ce que la main gauche a reçu, il faudrait bien, sous la menace des feuilles multicolores du fisc, que chacun s'y résolût.

Mais la situation réelle est tout autre. D'une part, un très grand nombre de personnes ne possèdent pas ou ne possèdent que très peu de titres de la dette publique, et la majorité de ces personnes, remarquons-le en passant, appartiennent à des catégories qui ne sont pas, tant s'en faut, dénuées d'influence politique.

D'autre part, il n'y a pas, ou il n'y a que relativement peu de titres de la dette publique dans le portefeuille de la très grande majorité des sociétés

commerciales ou industrielles, dont on sait la place prépondérante dans la vie économique.

Enfin, les exemptions fiscales dont bénéficient les titres de la dette publique constituent, à divers égards, un autre obstacle au prélèvement effectif, par la voie de l'impôt, d'une fraction très importante des revenus individuels.

L'accroissement de la dette publique doit donc être corrigé, dans une plus ou moins grande mesure, par l'accroissement des revenus privés, et puisque la valeur *intrinsèque* de ces revenus est restée au même niveau, il faut que leur valeur *nominale* se modifie. L'unité monétaire employée pour mesurer le revenu national se rapetissera, afin que le nombre qui exprime cette mesure grossisse dans les proportions nécessaires.

Il serait trop long de fixer en détail le processus de cet ajustement. Notons seulement quelques-unes de ses phases.

Le premier élément d'accroissement de la dette publique est généralement constitué par les avances de la Banque d'émission à l'État : c'est l'inflation qui ouvre la marche. Nous avons vu quelles en sont les conséquences sur les prix.

Puis viennent d'ordinaire les emprunts publics, émis pour rembourser les avances de l'institut d'émission... et parfois pour en obtenir de nouvelles. Ici, pas d'action directe sur la valeur de la monnaie.

Mais les dépenses de l'État — dépenses improductives au sens donné à ce terme par l'économie politique — ont provoqué un appauvrissement du pays, auquel devrait correspondre, pour que subsiste l'équilibre économique, une réduction des dépenses improductives des particuliers. Or, l'emprunt ne joue à cet égard qu'un rôle insuffisant; la demande de produits garde une intensité qui dépasse celle de l'offre; c'est donc encore la hausse des prix.

De plus, l'émission d'emprunts publics entraînera la hausse du taux de l'intérêt, élément du prix de revient dont le rôle présente souvent une importance réelle.

Entre temps, le déficit budgétaire apparaît et s'installe dans les finances publiques, non sans provoquer des inquiétudes. N'est-il pas, en effet, annonciateur de difficultés prochaines? Ne faudra-t-il pas encore s'adresser à l'épargne, et si, sous l'influence des emprunts antérieurs, l'argent est devenu rare et cher et qu'un nouvel appel au public paraisse voué à l'échec, ne devra-t-on pas se tourner à nouveau vers la Banque d'émission?

Suivant les circonstances, selon que l'opinion est ignorante ou avertie, ces questions se posent avec plus ou moins d'acuité. Il arrive que des années s'écoulent dans une molle quiétude; puis, un jour, le spectre du déficit sort de son tombeau moins pour effrayer que pour enhardir les spéculateurs, dont les attaques — même si elles sont, à un certain moment, victorieusement enrayées — pèsent lourdement sur la monnaie du pays en cause. N'est-ce pas là le spectacle que nous ont offert les derniers mois de 1923 et le début de 1924?

Le remède, c'est l'impôt — l'impôt qui, permettant le rétablissement de l'équilibre du budget, écarte les dangers qui menaçaient l'unité monétaire. Mais quelque sympathie, tout à fait exceptionnelle, que puisse inspirer, en la circonstance, le collecteur du fisc, on ne saurait, sans exagération, voir en lui un sauveur providentiel au pouvoir illimité.

La vertu de l'impôt a des bornes. Sans doute, les taxes sur le revenu ou sur la fortune ont pour conséquence de réduire, par un prélèvement direct, les ressources des contribuables, et, par conséquent, de diminuer le pouvoir d'achat des particuliers. Grâce à cette diminution, qui sert, en quelque sorte, de contre-partie aux dépenses de l'État, la valeur de la monnaie se trouve, au moins partiellement, sauvegardée.

Mais, d'une part, les impôts directs ont leurs incidences, qui tendent au relèvement des prix; d'autre part, ils ne peuvent, à eux seuls, fournir au budget la totalité des ressources nécessaires. Il faut avoir recours aux impôts indirects qui s'incorporent au prix des choses et entraînent, par suite, une réduction du pouvoir d'achat de l'étalon monétaire.

Ainsi, le rétablissement de l'équilibre budgétaire par l'impôt élève un barrage efficace contre les avalanches susceptibles d'entraîner une monnaie fiduciaire à l'abîme; mais il ne saurait, seul, lui faire remonter la pente sur quoi elle avait glissé.

Quoi qu'il en soit, la situation du franc, au point de vue que nous examinons, est singulièrement meilleure qu'il y a quelques années. La loi du 23 mars 1924, d'une part, et, d'autre part, l'éventualité — mieux, l'espoir — d'un budget en équilibre pour l'exercice 1925, ou tout au moins pour 1926, permettent de penser que notre pays fera face à ses obligations sans en appeler à un allègement de ses charges qui proviendrait d'une nouvelle dépréciation de notre unité monétaire.

Il est vrai que notre dette intérieure risque de s'accroître encore de 15 à 20 milliards, reliquat des dépenses exigées pour la reconstitution des régions libérées. Mais on doit observer que se trouve inclus, dans les dépenses ordinaires du budget, près d'un milliard consacré à l'amortissement de notre dette intérieure.

De plus, maintenant que sont franchies, après les années terribles de la guerre, les années les plus difficiles de l'après-guerre, il est normal d'escompter un développement nouveau de la richesse nationale, analogue à celui dont témoignent les siècles précédents, et un accroissement parallèle des facultés contributives du pays.

La courbe de notre dette intérieure n'est donc pas seulement, aujourd'hui, voisine de son niveau maximum. Mais encore on peut, à bon droit, espérer la voir, dans un avenir prochain, traduire une réduction progressive de nos charges. Cette réduction constituera l'un des facteurs les plus efficaces qui puissent agir en faveur d'un redressement — peut-être limité, mais cependant substantiel — de la valeur du franc.

**Le franc et le change.** — Comme nous venons de le voir, la valeur d'une monnaie sur le marché intérieur est directement soumise à la double action des phénomènes d'inflation et de l'accroissement de la dette publique. Par contre, la valeur de la monnaie sur le marché extérieur subit l'influence immédiate de la balance des paiements. Cette influence s'exerce, d'ailleurs, suivant un mécanisme suffisamment connu pour qu'il soit inutile de l'examiner ici.

Nous nous bornerons, par conséquent, pour fixer la situation du franc

à cet égard, à examiner quelle est aujourd'hui et quelle pourra être demain la position de notre pays sur le marché international des devises.

Il est vrai qu'il est trop tôt pour formuler une opinion catégorique à ce sujet. Une question, qui pourrait être grosse de conséquences, celle des dettes interalliées, n'est pas résolue encore, et ne le sera vraisemblablement pas avant un certain temps.

Mais il faut reconnaître, toutefois, que le voile épais qui barrait jadis l'horizon semble avoir perdu quelque peu de son opacité. Certains aspects du problème qui nous préoccupe comportent moins d'obscurités que naguère; l'adoption du plan Dawes, par exemple, a ramené dans le domaine des grandeurs susceptibles de mesure, au moins approximative, un élément d'importance considérable, mais qui, auparavant, ne pouvait guère donner lieu qu'à des évaluations subjectives, dont les résultats, cela va de soi, variaient à l'extrême.

Par surplus, le règlement des questions en cours ne suffira pas à fixer définitivement, tant s'en faut, tous les termes du problème, et, à quelque époque qu'on se propose, plus tard, d'en rechercher la solution, on se trouvera inmanquablement en présence de plus d'un point d'interrogation.

Il n'est donc pas absolument déraisonnable d'essayer, tant bien que mal, et sous toutes réserves, de prévoir dès maintenant l'avenir de notre change.

Au reste, notre exposé ne sera fait qu'en fonction d'une hypothèse. Nous admettrons que le plan Dawes recevra application, sinon de façon complète, du moins dans une mesure appréciable : entre autres circonstances, l'appui des États-Unis — dont le prestige, ainsi que les intérêts, sans doute, seront liés à cette application — autorise, aux yeux de beaucoup, semblable supposition.

Or, le plan Dawes prévoit que l'Allemagne effectuera des versements dont le montant annuel ira en s'accroissant et atteindra, à partir de 1929, 2 milliards 500 millions de marks-or, ce chiffre étant susceptible d'être augmenté d'un supplément en rapport avec la prospérité de l'Allemagne.

Ne tenons aucun compte de cette augmentation éventuelle de l'annuité normale, et admettons que la France reçoive, en moyenne, un peu plus de la moitié de cette annuité diminuée des diverses priorités prévues, soit 1 milliard 100 millions à 1 milliard 200 millions de marks-or, ou, au cours actuel du change, environ 5 milliards de francs-papier.

De ce chiffre devront être déduits les versements que nous pourrions avoir à effectuer à l'Angleterre et aux États-Unis en vue du règlement de nos dettes de guerre. D'après la dernière note du Gouvernement britannique (7 février 1925) la créance de l'Angleterre semblerait être réduite à 3 milliards de marks-or, chiffre auquel pourrait correspondre une annuité d'environ 200 millions de marks-or, soit un peu moins de 900 millions de francs-papier.

Si elle faisait l'objet d'un règlement analogue, la créance des États-Unis, à peine supérieure à celle de l'Angleterre, nous coûterait environ 1 milliard de francs-papier par an.

Il en est assurément qui jugeront ces évaluations inspirées par un optimisme excessif. Pourtant je voudrais mettre en garde ceux qui consentiront à m'entendre contre un pessimisme qui ne me paraît pas justifié.

Il faut surtout, à mon avis, éviter toute assimilation entre la dette de la France envers l'Angleterre ou les États-Unis et celle de l'Allemagne envers les alliés. Ces dettes présentent, à bien des égards, des caractères totalement différents; pour illustrer l'un, entre autres, de leurs aspects particuliers, il suffirait de souligner que si la dette de l'Allemagne comporte, à juste titre, la garantie d'une occupation militaire, on ne verra pas demain, ni jamais, Calais assiégé ou les coteaux du Bordelais dépouillés de leur riche parure d'automne par des vendangeurs qui, pour apporter quelque ardeur à leur tâche, devraient oublier l'interdiction la plus originale de leur législation.

Or, le règlement de la dette de l'Allemagne comporte des modalités qui ne trahissent pas, tant s'en faut, l'absence des ménagements ou des tempéraments nécessaires. Personne ne fera à nos anciens alliés l'injure de supposer qu'ils se refuseront, à notre égard, aux abattements et aux allègements commandés par la plus élémentaire justice.

Nous sommes donc en droit d'espérer fermement que, même en faisant abstraction des recouvrements auxquels pourraient donner lieu nos propres créances sur certains alliés, la liquidation de la guerre, dans nos rapports avec les autres pays, pourrait nous laisser des rentrées nettes annuelles de 2 à 3 milliards de francs-papier.

Ce chiffre est, à coup sûr, extrêmement modeste, et il pèse bien peu à côté des centaines de milliards que nous ont coûtés la guerre et ses conséquences. Néanmoins, il paraît suffisant pour que les versements qu'il représente exercent sur notre change une influence véritable.

Ces versements, en effet, tireront leur efficacité moins de leur importance que de notre situation actuelle sur le marché des changes. On a beaucoup discuté, au commencement de l'année dernière, sur la nature du solde de la balance des paiements de notre pays. Mais l'amélioration de 3 milliards 500 millions que présente le solde de notre balance du commerce pour 1924 par rapport au solde correspondant de 1923 ne laisse plus de doute sérieux à ce sujet.

Cette opinion est confirmée par le dernier compte rendu de la Banque de France, qui, au sujet de notre balance des paiements, s'exprime en ces termes :

« L'ensemble de nos créances et de nos dettes présente un solde créditeur certainement important, et qui a déjà commencé à compenser l'arriéré de nos balances débitrices de guerre et d'après-guerre, qui a pesé si lourdement, au cours des derniers exercices, sur la valeur internationale de notre monnaie. »

L'appoint qu'il est maintenant possible d'escompter jouera, un jour prochain peut-être, le rôle d'un poids nouveau venant s'ajouter à l'un des plateaux également chargés d'une balance particulièrement sensible. Ce jour-là, l'équilibre des changes sera nettement rompu à notre avantage.

Sans doute, pour qui s'est borné, pendant ces derniers mois, à enregistrer automatiquement les variations des cours des changes, un certain scepticisme apparaîtra indispensable. Mais il me sera permis d'observer, bien que je ne puisse apporter de chiffres à l'appui de cette observation, qu'il n'est pas douteux qu'il se soit produit, durant cette période, des exportations de capitaux importantes.

Et il est remarquable, à mon avis, que malgré le développement pris par les opérations de cette sorte, notre équilibre monétaire ait pu être maintenu presque intégralement? Le sang qui s'est échappé à flots des blessures faites au pays a été remplacé par une quantité presque égale de sang nouveau, recréé par le travail de ses enfants.

N'est-on pas en droit de conclure de ce fait que, malgré la guerre toute proche encore, la France a retrouvé déjà sa vitalité et ses merveilleuses qualités d'autrefois?

D'autres raisons encore nous autorisent à envisager l'avenir avec confiance au point de vue que nous examinons.

Il est clair que l'achèvement des travaux de reconstitution des régions libérées provoquera à la fois une diminution des importations et un accroissement des exportations.

D'autre part, les cours actuels du dollar et de la livre sont assez sensiblement supérieurs aux moyennes correspondantes de 1924. Or, la hausse des changes étrangers favorise les exportations, puisqu'elle réduit, aussi longtemps qu'elle se maintient, la fraction des prix de revient afférente aux charges financières privées, comme aux charges financières publiques.

Mais, à supposer même que, sous l'influence d'une certaine revalorisation du franc, ce dernier facteur d'amélioration de notre balance des paiements vienne à disparaître, il en resterait un autre dont l'action ne serait pas négligeable : je veux dire l'abaissement du taux de l'intérêt qui accompagnerait vraisemblablement — et qui, normalement, devrait accompagner — la hausse de notre monnaie. Ne doit-on pas, en effet, penser que si le loyer de l'argent est devenu particulièrement élevé en France, la cause en est, jusqu'à un certain point, dans les doutes qu'éprouvent les prêteurs au sujet de la valeur de la monnaie en laquelle ils seront remboursés au terme de l'opération. Aux deux éléments qu'on distinguait naguère dans le taux de l'intérêt, à savoir la rémunération du service rendu par le capitaliste et une prime d'assurance contre les risques de perte du capital prêté, s'ajoute maintenant une autre prime d'assurance destinée à couvrir les risques de la dépréciation de la monnaie.

Il est certain que si notre devise venait à reprendre une fraction, même faible, de la valeur qu'elle a perdue, et qu'il en résultât un renforcement de la confiance des détenteurs de capitaux dans l'avenir du franc, l'élément qui gonfle aujourd'hui le taux de l'intérêt ne manquerait pas de se résorber dans une proportion importante. Il pourrait même se produire que la perspective de recevoir, à l'échéance d'un prêt, des francs meilleurs que les francs versés à l'origine, conduisit les prêteurs à accepter un taux inférieur au loyer normal de l'argent. Les produits français, dont le prix de revient serait ainsi abaissé, trouveraient plus facilement des débouchés à l'extérieur.

Ainsi, l'examen de notre situation monétaire, au triple point de vue que nous avons envisagé, conduit à des constatations rassurantes.

Le péril de l'inflation, à quoi ont succombé les monnaies de maintes nations, est, grâce à la volonté quasi unanime du pays, sur le point d'être définitivement conjuré.

La pression de la dette publique sur le franc est voisine de son maximum. On est en droit d'espérer que l'année en cours, ou du moins l'année prochaine, nous donnera, par un rétablissement de l'équilibre budgétaire, qui correspond, en fait, à un amortissement de la dette, l'assurance que les charges du présent ne seront plus, au détriment de la valeur de notre unité monétaire, rejetées sur l'avenir.

Enfin, l'abondance des moyens de change sur quoi il est maintenant permis de compter nous libérera des influences de l'extérieur, quelquefois favorables, mais plus souvent contraires.

Sans doute, des circonstances particulières à l'époque présente peuvent provoquer des mouvements de surface en opposition avec les réalités profondes. Mais, pour mettre en péril l'équilibre d'un grand et robuste navire, suffit-il de quelques querelles parmi les passagers?

Il semble donc bien qu'en regardant vers l'avenir, on voie poindre une aurore annonçant que le défilé obscur suivi péniblement depuis des années va bientôt rejoindre la route ensoleillée d'autrefois.

Comme vous le voyez, mes chers collègues, j'ai essayé de préciser la situation du franc en prenant exclusivement en considération les faits statistiques qui définissent cette situation dans le présent ou les conséquences d'ordre matériel qu'ils sont susceptibles d'entraîner. La valeur de notre monnaie peut assurément se modifier sous l'action d'autres facteurs encore

Selon, par exemple, la politique monétaire qui sera suivie dans l'avenir, ou les mesures législatives qui seront adoptées, le franc vaudra plus ou moins. Mais étendre mes recherches à cet aspect du problème qui nous préoccupe me conduirait à aborder un sujet à la fois, vaste, complexe et délicat, dont l'étude prolongerait outre mesure notre réunion de ce soir.

J'arrêterai donc ici cette communication, à laquelle, d'ailleurs, je n'attribue pas davantage d'utilité que n'en présentent d'ordinaire les exposés qui s'adressent à des auditoires pénétrés de la même conviction. Nous avons tous gardé notre foi à la monnaie de notre pays, et j'ai simplement voulu dire les motifs solides qui, à mon sens, justifient devant notre raison la fidélité de notre cœur.

Émile ROYOT.

---