

LA
MONNAIE
ET SES
PIEGES

MILTON FRIEDMAN
PRIX NOBEL D'ECONOMIE

DUNOD

LA
MONNAIE
ET SES
PIÈGES

MILTON FRIEDMAN
PRIX NOBEL D'ECONOMIE

LA MONNAIE ET SES PIÈGES

*Traduit de l'américain par Henri Bernard
Professeur honoraire
au Centre d'études supérieures de banque*

DUNOD

L'édition originale de cet ouvrage a été publiée aux États-Unis par Harcourt Brace Jovanovich, Publishers, New York, sous le titre *Money Mischief*.

© 1992 by Milton Friedman.

Certains passages ont déjà été publiés dans *Free to Choose* de Milton et Rose Friedman © 1980, 1979 by Milton Friedman and Rose D. Friedman ; et certains chapitres d'abord publiés par *Journal of Political Economy*, 1990 ; *Journal of Economic Perspectives*, 1990 ; et *Monetary and Economic Studies* (Bank of Japan), 1985.

M. Montet a participé à l'élaboration de l'édition française.

Au dos de la couverture, photo : D. H. Latimer

© DUNOD, Paris, 1993
ISBN 2 10 001544 3

Toute représentation ou reproduction, intégrale ou partielle, faite sans le consentement de l'auteur, ou de ses ayants droit, ou ayants cause, est illicite (loi du 11 mars 1957, alinéa premier de l'article 40). Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code pénal. La loi du 11 mars 1957 n'autorise, aux termes des alinéas 2 et 3 de l'article 41, que les copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective d'une part, et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration.

*Je dédie ce livre
à RDF
et à plus d'un demi siècle
d'affectueuse collaboration.*

Sommaire

Préface à l'édition française **9**

Préface **13**

CHAPITRE 1

L'île à la monnaie de pierre **19**

CHAPITRE 2

La monnaie et son mystère **23**

CHAPITRE 3

Le crime de 1873 **63**

CHAPITRE 4

*Que se serait-il passé si le bimétallisme
avait subsisté après 1873 ?* **89**

CHAPITRE 5

*William Jennings Bryan et la production d'or
par cyanuration* **111**

CHAPITRE 6

Retour sur le bimétallisme **131**

CHAPITRE 7

Roosevelt, l'argent et la Chine **159**

CHAPITRE 8

L'inflation : sa cause, comment la combattre **189**

CHAPITRE 9

*Le Chili et Israël : politiques identiques
et résultats opposés* **231**

CHAPITRE 10

La politique monétaire dans un monde fiduciaire **245**

CHAPITRE 11

Épilogue **257**

Bibliographie **263**

Préface

à l'édition française

J'ai, en écrivant cet ouvrage, abondamment utilisé l'histoire monétaire de la France, en particulier celle du dix-neuvième siècle, et j'ai beaucoup appris des travaux des économistes français. Il m'est donc très agréable de voir cet ouvrage traduit en français.

Ce que je pense de la politique monétaire a, en particulier, été fortement influencé par un livre remarquable publié en France en 1954, les « Souvenirs d'un gouverneur de la Banque de France », d'Émile Moreau. J'ai d'abord lu ce livre en français, peu de temps après sa parution ; il m'avait été recommandé par Jacques Rueff, haut fonctionnaire en même temps qu'économiste de renommée internationale, qui en avait dirigé la publication, et m'honorait de son amitié. Ce n'est que récemment qu'une traduction en anglais de cet ouvrage a été publiée, sous le titre « The Golden Franc ».

Dans l'avant-propos que j'ai donné à ce travail, j'ai écrit ce qui suit :

« La relecture des mémoires dans cette superbe traduction m'a impressionné en raison des importantes subtilités qui m'avaient échappé lorsque je les ai lues dans une langue qui n'est pas la mienne et que je suis loin de maîtriser totalement. Si je les avais parfaitement saisies lorsque Anna Schwartz et moi-même écrivions notre “Monetary History of the United States”, nous aurions probablement défini d'une façon quelque peu différente les responsables du caractère international de la Grande Dépression. Nous avons attribué aux États-Unis la responsabilité du début de la contraction mondiale, et je persiste dans cette opinion. Mais nous avons aussi fait remarquer que “les conséquences internationales ont été sérieuses et la propagation rapide, non seulement parce que l'étalon de change-or avait rendu le système financier international plus vulnérable, mais aussi parce que les États-Unis n'ont pas observé les règles de l'étalon-or”. Aujourd'hui j'écrirais “parce que les États-Unis et la France n'ont pas observé les règles de l'étalon-or”...

Strong [le gouverneur de la Banque de réserve fédérale de New York] et Moreau ont tenté de concilier deux objectifs totalement incompatibles : la fixité des taux de change et la stabilité interne des prix. Grâce au niveau auquel la Grande-Bretagne est revenue à l'or en 1925, le dollar s'est trouvé sous-évalué et, grâce au niveau auquel la France est revenue à l'or en 1926, c'est le franc qui l'a été. Les États-Unis et la France ont alors connu des entrées d'or substantielles. Les règles de l'étalon-or exigeaient que l'on laissât la masse monétaire augmenter à la suite de l'afflux d'or, et que l'on permît à une hausse des prix aux États-Unis et en France, et à une baisse des prix en Grande-Bretagne, de corriger ces sur- et sous-évaluations. Mais Strong comme Moreau étaient bien décidés à prévenir le retour de l'inflation, et l'un et l'autre stérilisèrent donc l'or qui entrait, empêchant ainsi l'augmentation de la quantité de monnaie, qui eût été nécessaire. Les autres banques perdirent une bonne part de leurs avoirs en or, de sorte qu'elles devinrent extrêmement vulnérables à toute nouvelle baisse de leurs réserves. Je vois maintenant que la France a pris dans ce processus une part beaucoup plus grande que nous ne l'avons dit dans notre "Histoire". »

Aujourd'hui la France est engagée dans un épisode qui rappelle curieusement les événements de 1926–1936, non point dans les détails, mais dans le conflit entre taux de change fixes et prix stables à l'intérieur. Je veux parler de la participation de la France au Système monétaire européen. Jusqu'en 1989, la décision française de lier le franc au mark pour faciliter la désinflation sembla donner les résultats souhaités, sans entraîner d'inconvénients notables en matière de conjoncture interne. Pendant cette période, il semble que cela a été dû en grande partie au fait que l'Allemagne était forte exportatrice de capitaux. L'Allemagne aidait la France à financer le déficit de ses paiements courants, exactement comme dans les années trente les États-Unis et la France ont aidé la Grande-Bretagne à financer le sien. Puis vint l'unification de l'Allemagne, et le coût très lourd de l'intégration de l'ex-RDA. L'Allemagne s'est trouvée obligée de réduire fortement ses exportations de capitaux, ou même d'en importer.

En fait, les taux de change réels d'équilibre entre les pays avaient soudainement évolué : il fallait que la monnaie allemande devienne plus onéreuse par rapport aux autres monnaies. Dans un régime de taux de change flottants, cela se serait réalisé par une appréciation du mark allemand, sans affecter nécessairement le niveau des prix internes dans aucun des pays concernés. Mais, dans le « corset » que constitue le SME, ce résultat ne pouvait être obtenu que par une inflation en Allemagne (qui, comme une appréciation du mark, rendrait les exportations allemandes plus chères pour les étrangers) et une déflation ou une désinflation dans les autres pays. L'Allemagne a été, dans une certaine mesure, forcée de laisser monter ses prix malgré ses réticences, et aujourd'hui l'inflation y est plus forte qu'en France. Mais une large part du fardeau de l'ajustement pèse sur les autres membres du SME, ce qui a provoqué une récession en France, en Grande-Bretagne et dans d'autres pays. Une fois encore, des événements non anticipés — dans le cas présent l'effondrement du monde communiste — entraînent des conséquences perverses à partir de modifications — conçues avec les meilleures intentions — de la politique monétaire.

Je pense personnellement que les accords de Maastricht prévoyant une monnaie européenne unique vont conduire à une situation du même genre. Il est encore trop tôt pour pouvoir en préciser les détails et le dénouement, mais il y a une chose dont je suis sûr : une monnaie unique, un écu, remplaçant toutes les autres monnaies européennes, n'existera pas encore à la fin du vingtième siècle.

Je me joins à mes lecteurs français pour remercier M. Bernard d'avoir entrepris la traduction du présent ouvrage. Il est rassurant de savoir que ce travail est fait par un économiste qui connaît bien les problèmes monétaires et qui a déjà traduit un autre de mes livres.

MILTON FRIEDMAN
Hoover Institution
Stanford, Californie
4 mai 1992

Préface

Il y a bien longtemps que j'étudie les phénomènes monétaires, et je suis toujours impressionné par l'ubiquité et le caractère souvent imprévisible des effets de ce qui, à première vue, n'est qu'une modification mineure des institutions monétaires.

J'ai, dans la préface d'un de mes précédents ouvrages, écrit ceci : « La théorie monétaire ressemble à un jardin japonais : elle en a l'unité qu'engendre sa diversité, la simplicité apparente qui cache une réalité complexe, et un aspect général qui s'efface peu à peu à mesure que l'on en étudie les détails. Tous ces caractères ne se révèlent pleinement que s'ils sont vus sous de nombreux angles différents, s'ils sont étudiés tranquillement mais en profondeur. Ils sont les uns et les autres faits d'éléments que l'on peut apprécier en eux-mêmes, mais ils ne prennent leur pleine signification que comme parties d'un ensemble » (*The Optimum Quantity of Money*).

Ce qui est vrai de la théorie monétaire l'est aussi de l'histoire de la monnaie. Des structures monétaires qui semblent curieuses quand elles sont vues sous un certain angle n'apparaissent, regardées différemment, que comme des versions moins familières de structures que nous tenons pour acquises et, pour ainsi dire, comme des éléments du monde qui nous entoure. Le premier chapitre de cet ouvrage en donne un exemple frappant : la monnaie de pierre et la monnaie d'or sont si proches l'une de l'autre qu'on les trouve parfois dans la même carrière.

Ce bref chapitre ayant, je l'espère, éveillé votre curiosité en vous montrant combien les apparences peuvent être trompeuses en matière monétaire, le second expose en termes simples l'essentiel de la théorie qui s'y réfère. Il constitue la base à partir de laquelle on pourra saisir la portée des développements historiques qui vont être décrits.

Les trois chapitres suivants racontent l'histoire véridique d'événements qui, mineurs en apparence, ont eu dans le passé des

effets vastes, durables, et totalement inattendus. Le chapitre 3 montre comment l'omission — apparemment sans intentions précises — d'une simple ligne dans une loi sur la frappe des pièces de monnaie a eu, pendant plusieurs décennies, des répercussions importantes à la fois sur la politique et sur l'évolution économique des États-Unis ; le chapitre 4 expose la base empirique sur laquelle sont fondées ces conclusions ; le chapitre 5 raconte comment le travail de deux obscurs chimistes écossais a anéanti les ambitions présidentielles de William Jennings Bryan, l'un des hommes politiques les plus pittoresques du siècle dernier, mais qui ne fut jamais apprécié à sa juste valeur.

Après cette revue de quelques épisodes historiques, le chapitre 6 aborde un vaste sujet, le bimétallisme, qui a joué un rôle majeur dans les événements décrits aux chapitres 3, 4 et 5. Un auteur a récemment écrit du bimétallisme qu'il a donné naissance « entre le milieu de la décennie de 1860 et le milieu des années 1890 [aux] plus vives controverses théoriques entre économistes et [aux] débats les plus ardents en matière de politique économique, de tout le monde "civilisé" » (Roccas, 1987, p. 1).

Je prétends, dans le chapitre 6, que l'opinion couramment admise touchant les mérites et les démérites du bimétallisme en tant que régime monétaire est sérieusement erronée. Ma position concerne un point précis : une comparaison du bimétallisme et du monométallisme en tant que régimes monétaires. *Je ne soutiens pas* que les États-Unis, ni tout autre pays, doivent dans le contexte actuel chercher à instituer un régime bimétallique. En fait, une tentative de ce genre serait en opposition totale avec ce que je pense (comme Bagehot déjà il y a plus d'un siècle) des systèmes monétaires : comme Topsy*, ils se développent et évoluent assez librement. Ils ne sont jamais, et ne peuvent être, construits sans références à des données antérieures. Mais, comme le montre ce

* Topsy est un personnage du roman américain *La case de l'oncle Tom*. Il s'agit d'un enfant qui grandit sans contrainte. Le nom est utilisé pour désigner tout développement indépendant et débridé. (Les notes du traducteur sont appelées par un astérisque.)

que l'on a appelé « le crime de 1873 »*, ils peuvent être modifiés et affectés de toutes les façons par une action délibérée : c'est la raison pour laquelle une bonne compréhension des phénomènes monétaires a un grand intérêt potentiel.

Ces quatre chapitres traitent donc, selon des points de vue différents, des mêmes événements historiques.

Le chapitre 7 revient à un épisode particulier de notre histoire monétaire, le programme d'achat d'argent-métal de la décennie de 1930 et ses conséquences. Il paraît extraordinaire que la décision prise par Franklin Roosevelt pour complaire à quelques sénateurs des états de l'ouest ait pu, de quelque façon, contribuer au triomphe du communisme dans la lointaine Chine. Et néanmoins, le déroulement des événements par lesquels cela s'est accompli est clair et incontestable, et ses premières étapes ont même été évidentes à ceux des contemporains qui avaient quelque intelligence des fondements de la théorie monétaire.

La dernière étape de cette séquence d'événements à laquelle a contribué la politique américaine de l'argent-métal a été l'hyperinflation, forme extrême d'une maladie qui a frappé de nombreux pays au cours des âges. Le chapitre 8 étudie les causes de l'inflation et les remèdes à y apporter, à l'aide de données anciennes ou récentes relatives à un certain nombre de pays ; la thèse centrale qu'il veut ainsi illustrer est que l'inflation est toujours et partout un phénomène *monétaire*.

Le chapitre 9 atteste du rôle du hasard dans les effets du changement en matière monétaire. Ce qui survint aux États-Unis — et qui était totalement hors de la sphère d'influence des responsables de la politique économique du Chili et d'Israël — eut pour conséquence de jeter l'opprobre sur ceux de l'un de ces deux pays, et de faire des héros de ceux de l'autre.

* Cette expression désigne, dans l'histoire des États-Unis, l'omission — sans doute par inadvertance — dans la loi monétaire de 1873, du dollar d'argent parmi les pièces devant avoir cours légal. Cette omission ne fut dénoncée qu'un peu plus tard par les partisans de l'argent-métal.

Le chapitre 10 examine les conséquences probables du système monétaire en vigueur aujourd'hui dans le monde, un système qui n'a aucun précédent historique. Depuis le moment où le président Richard Nixon a rompu le dernier lien, bien ténu, entre le dollar et l'or en 1971, aucune grande monnaie n'est plus — pour la première fois dans l'histoire — rattachée à un bien quelconque. Aujourd'hui, chaque monnaie repose exclusivement sur la confiance qu'on lui accorde ; elle a pour seule base l'autorisation ou la sanction de la puissance publique.

Le dernier chapitre est une conclusion qui tire quelques leçons générales des événements historiques étudiés dans les divers chapitres.

Le présent ouvrage ne donne que de petits aperçus de ces jardins monétaires sans cesse fascinants, qui se sont épanouis puis flétris au cours des quelques millénaires écoulés depuis que l'homme a jugé utile de séparer l'acte de vente de l'acte d'achat : quelqu'un a alors considéré qu'il pouvait sans inconvénient vendre un produit ou un service contre quelque chose d'indéterminé qu'il n'avait pas l'intention de consommer ou d'utiliser pour produire, mais plutôt d'employer à l'achat d'un autre produit ou service, destiné cette fois à être consommé ou à servir à une production. Ce « quelque chose » qui relie les deux transactions, c'est la monnaie, qui a revêtu d'innombrables formes matérielles, depuis les pierres et les plumes jusqu'au tabac, aux coquillages, au cuivre, à l'argent et à l'or, et enfin à des morceaux de papier et des écritures dans des livres de comptes. Qui peut savoir ce que seront les incarnations de la monnaie dans l'avenir ? Des signes dans la mémoire d'un ordinateur ?

Certains chapitres de ce livre ont déjà été publiés séparément dans d'autres versions antérieures : les chapitres 3 et 4 dans le *Journal of Political Economy* (décembre 1990), le chapitre 6 dans le *Journal of Economic Perspectives* (automne 1990), le chapitre 7 dans le *Journal of Political Economy* (février 1992), et le chapitre 10 dans les *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* (septembre 1985). J'ai une dette de reconnaissance à l'égard de ces revues pour m'en avoir permis la réimpression. Le chapitre 8 est une version révisée du chapitre 9 de *Free to Choose*, de Milton et Rose Friedman (1980).

J'ai apporté quelques révisions mineures à ces versions plus anciennes, afin d'éviter certaines répétitions et d'assurer une meilleure continuité d'un chapitre à l'autre, ainsi que pour tenir compte des réactions qu'ont suscitées ces premières versions.

J'ai largement bénéficié du savoir et des conseils de nombreux amis. Leurs contributions à tel ou tel chapitre sont mentionnées en notes. J'ai une gratitude plus vaste envers Anna Jacobson Schwartz, qui collabore depuis longtemps à mes travaux sur la monnaie, et qui a toujours été présente quand j'avais besoin d'aide. J'ai cette même gratitude à l'égard de Gloria Valentine, ma secrétaire et assistante depuis de nombreuses années, qui a fait un inestimable travail de recherche sur les sources des données de base ; avec patience elle a dactylographié, recommencé, relu une version du texte après l'autre, s'est assurée que toutes les références bibliographiques étaient exactes, et elle a toujours été disponible quand j'avais besoin d'elle, même en dehors des heures de bureau.

William Jovanovich, qui a tant participé à deux ouvrages précédents écrits par mon épouse et moi-même, *Free to Choose* et *The Tyranny of the Status Quo*, a largement contribué aussi à celui-ci. Et les lecteurs et moi-même avons une dette à l'égard de Marianna Lee, responsable de la publication de cet ouvrage, et du compétent correcteur qui a rectifié maintes erreurs dans le texte original.

La Hoover Institution, sous deux directeurs successifs, W. Glenn Campbell et John Raisian, m'a accordé des conditions de travail idéales ; elle m'a laissé la plus grande liberté pour mes travaux personnels et donné des facilités presque parfaites pour les accomplir.

J'ai gardé le meilleur pour la fin. J'ai été comblé au-delà de ce que je pouvais rêver en la personne de mon épouse, Rose Friedman, qui a enrichi ma vie depuis que, il y a cinquante-neuf ans, nous nous sommes rencontrés pour la première fois. Je ne peux faire le compte de ses nombreuses contributions soit à cet ouvrage, soit à toutes mes autres activités personnelles et intellectuelles.

MILTON FRIEDMAN
Stanford, Californie
5 juillet 1991

C H A P I T R E 1

L'île à la monnaie de pierre

La plus occidentale des îles de l'archipel micronésien des Carolines — Uap ou Yap — comptait, à l'époque de la colonisation allemande de ce groupe d'îles, entre 1899 et 1919, quelque cinq à six mille habitants.

Leurs mœurs et leurs coutumes ont été décrites par l'anthropologue américain William Henry Furness III qui, pour avoir vécu plusieurs mois parmi eux, leur consacra en 1910 un ouvrage passionnant, intitulé « L'île à la monnaie de pierre », en raison du système monétaire local qui l'avait particulièrement frappé ; c'est aussi le titre du présent chapitre.

Comme leur île ne renferme aucun métal, ils ont eu recours à la pierre. Celle-ci, qu'il leur faut extraire et façonner, représente aussi pleinement un travail que les pièces métalliques des pays civilisés, dont la matière première est tirée du sous-sol avant d'être traitée.

Ils utilisent ainsi comme instrument d'échange des roues de pierre de grande taille, peu friables et épaisses, d'un diamètre de 30 cm à 3,6 m, qu'ils appellent *fei* ; ces roues sont percées en leur centre d'un trou proportionné à leur diamètre, où peut être enfilée une perche assez grosse et assez robuste pour en supporter le poids et faciliter leur transport. Ces « pièces de monnaie » de pierre sont faites d'un calcaire que l'on trouve sur une autre île, distante d'environ quatre cents milles. Elles sont extraites des carrières de cette île, taillées sur place, et rapportées à Uap par des navigateurs indigènes d'esprit aventureux, sur des canots ou des radeaux...

Cette monnaie de pierre présente une caractéristique notable : son propriétaire n'a pas besoin d'en détenir matériellement la possession. Si la conclusion d'une transaction implique le prix d'un *fei* trop lourd pour être aisément transportable, son nouveau propriétaire accepte parfaitement en paiement une simple attestation de propriété, sans même l'apposition sur la pierre d'une marque distinctive signalant l'échange réalisé : la « monnaie » demeure sur les terres de son précédent propriétaire.

Mon vieil et fidèle ami Fatumak m'a assuré que vivait dans le village voisin une famille dont la richesse était admise et reconnue par tous ; cependant personne — et pas même cette famille — ne l'avait jamais vue ni touchée ; elle consistait en un énorme *fei* dont seule la tradition orale certifiait la taille : depuis deux ou trois générations, et à l'époque encore, il reposait au fond de la mer !

De nombreuses années auparavant, en effet, un ancêtre de cette famille, étant allé chercher des *fei*, s'était assuré la possession de cette pierre énorme et de très grande valeur ; il l'avait placée sur un radeau pour la remorquer vers son île. Une violente tempête s'éleva et les hommes d'équipage, pour ne pas périr, durent trancher l'amarre du radeau, qui dériva ; la pierre coula et disparut à leurs yeux. Arrivés chez eux, ils témoignèrent tous de la très grande taille du *fei* et de son extraordinaire qualité, et affirmèrent que son propriétaire n'était en rien responsable de sa perte. Sur ce, les insulaires, hommes d'une foi simple, admirèrent que sa disparition purement accidentelle ne méritait pas qu'on en parlât et que quelques centaines de pieds d'eau au large ne devaient pas affecter sa valeur marchande puisqu'elle avait été taillée selon l'usage. La pierre conserva donc intact son pouvoir d'achat, absolument comme si elle avait été déposée, bien visible, devant la maison de son propriétaire.

Les véhicules à roues sont inconnus à Uap, et donc les routes carrossables, mais des sentiers bien balisés permettent les communications entre les différents hameaux. Quand le gouvernement allemand entra en possession des Carolines pour les avoir acquises de l'Espagne en 1898, un grand nombre de ces sentiers étaient en mauvais état, et les chefs de district reçurent l'ordre de les réparer pour en permettre une meilleure utilisation. Cependant, les pavés de corail à peine dégrossis convenaient parfaitement aux pieds nus des indigènes, et les ordres, quoique réitérés, demeurèrent lettre morte. En fin de compte, on décida de frapper d'une amende les chefs de district désobéissants. Les Allemands eurent en définitive la bonne

idée de percevoir cette amende en envoyant dans chaque *failu* et chaque *pabai* des districts réticents, un homme chargé tout simplement de marquer d'une croix de peinture noire un certain nombre des *fei* qui avaient le plus de valeur, indiquant ainsi que ces pierres étaient devenues la propriété du gouvernement. Cette mesure eut instantanément un effet magique ; les habitants, douloureusement appauvris, entreprirent si bien la réparation de leurs routes d'une extrémité à l'autre de l'île qu'on croirait être maintenant dans un beau parc. Le gouvernement fit alors effacer les croix. Tout alla très vite. L'amende payée, les heureux *failus* récupérèrent leur capital, et jouirent en paix de leur richesse (pp. 93, 96–100).

Comme je l'ai fait moi-même, le lecteur moyen se dira : « C'est stupide. Comment des gens peuvent-ils être aussi peu logiques ? » Mais avant de juger trop sévèrement les innocents habitants de Yap, on doit se rappeler un épisode de l'histoire des États-Unis qui aurait bien pu provoquer une réaction similaire à celle de nos insulaires. En 1932–1933, craignant l'abandon par l'Amérique de l'étalon-or fondé sur le prix traditionnel de 20,67 dollars l'once de métal, la Banque de France demanda à la Banque de réserve fédérale de New York de convertir en or la plus grande partie de ses avoirs en dollars aux États-Unis. Pour éviter de transporter cet or à travers l'Atlantique, la Banque de France demanda simplement à la Banque de réserve fédérale de le conserver pour son compte. Des employés descendirent donc à la chambre forte les lingots qui revenaient à la Banque de France et les placèrent dans des tiroirs distincts sur lesquels ils apposèrent des étiquettes ou des marques indiquant que leur contenu appartenait à la France. Ces tiroirs auraient d'ailleurs pu être signalés d'une « croix de peinture noire », réplique exacte de celle par laquelle les Allemands avaient identifié leurs pierres.

Les journaux financiers firent leurs titres de cette « perte d'or », d'une menace pour le système financier américain, ou d'autres manchettes du même genre. Les réserves d'or des États-Unis avaient diminué, celles de la France avaient augmenté. Aux yeux des marchés, le dollar s'était affaibli, et le franc renforcé. Ce qu'on a qualifié de ponction d'or par la France sur les États-Unis a été l'un des facteurs de la panique bancaire ultérieure de 1933.

La crainte éprouvée par la Banque de réserve fédérale de se trouver affaiblie au plan monétaire parce que certains tiroirs de sa chambre forte portaient une marque particulière diffère-t-elle fondamentalement de la conviction des insulaires de Yap que des signes tracés sur leur monnaie de pierre les avaient appauvris ? De même, le sentiment de la Banque de France d'être en meilleure situation monétaire grâce aux marques apposées sur quelques tiroirs dans un sous-sol situé à trois mille milles, diffère-t-il de la conviction d'une famille de Yap d'être plus riche grâce à une pierre immergée à une centaine de milles de chez elle ? À cet égard, combien d'entre nous ont-ils réellement la certitude personnelle et directe de l'existence de la plupart des éléments que nous considérons comme constitutifs de notre richesse ? Nous détenons, plus probablement, des écritures sur un compte bancaire, la propriété de certains biens authentifiée par des papiers qu'on appelle actions de capital, etc.

Les insulaires de Yap considéraient comme l'expression de leur richesse des pierres extraites d'une carrière et taillées sur une île lointaine avant d'être apportées sur leur sol. Pendant un siècle et plus, le monde civilisé a considéré comme une manifestation concrète de sa richesse un métal tiré des profondeurs de la terre, raffiné à grand peine, transporté sur de longues distances, pour être de nouveau profondément enfoui sous le sol dans des chambres fortes sophistiquées. L'une de ces deux pratiques est-elle plus rationnelle que l'autre ?

Ce que montrent ces deux exemples — et on pourrait en citer bien d'autres — est l'importance que revêt, en matière monétaire, l'apparence, l'illusion, ou le « mythe », lorsque le doute est exclu. Notre monnaie, celle avec laquelle nous avons été élevés, le système qui la gouverne, tout cela nous semble « réel » ou « rationnel ». Par contre, la monnaie des autres pays nous apparaît souvent comme un papier ou un métal sans valeur, même quand il s'agit de coupures ou de pièces dotées d'un grand pouvoir d'achat.

La monnaie et son mystère

Le mot « monnaie » a deux sens très différents dans le langage courant. On dit souvent de quelqu'un qu'il « se fait de l'argent »* et on veut dire par là qu'il perçoit un revenu. Cela ne signifie pas qu'il a dans sa cave une presse à imprimer qui débite des morceaux de papier ayant toutes les apparences d'un billet de banque. Le mot « monnaie » est ici synonyme de revenu ou de recettes, et se réfère à un flux, à un revenu ou un certain montant de recettes par semaine ou par an. On dit aussi de quelqu'un qu'il a de la monnaie dans sa poche, ou dans un coffre, ou en dépôt dans une banque. Dans ce deuxième sens, la monnaie est un actif, un élément du patrimoine. En d'autres termes, le premier sens désigne un poste d'un compte de résultats, et le second un poste de bilan.

Je vais m'efforcer, dans ce livre, d'employer le mot « monnaie » exclusivement dans le second sens, celui d'un poste de bilan. Je dis « m'efforcer », car l'emploi de ce mot comme synonyme de revenu ou de recette étant répandu, je ne peux être sûr — bien que depuis des décennies je sois conscient de l'importance de la distinction entre les deux sens du mot — de ne jamais l'employer par inadvertance dans le premier sens.

* En français, on se fait « de l'argent », en anglais on se fait « de la monnaie ».

Une des raisons pour lesquelles la monnaie est mystérieuse est le rôle que jouent ici le mythe, la fiction, ou les conventions. C'est précisément pour mettre cela en évidence que le premier chapitre de ce livre parle de la monnaie de pierre. Pour illustrer mon propos par un exemple qui sera plus conforme à notre expérience quotidienne, considérons deux rectangles de papier ayant à peu près la même taille. L'un est en grande partie de couleur verte sur une face, et porte sur l'autre un portrait d'Abraham Lincoln, le chiffre 5 à chaque coin, et quelques mentions imprimées. Ce type de rectangle de papier peut être échangé contre des produits alimentaires, des vêtements, ou toute autre chose, et chacun accepte volontiers cet échange.

L'autre rectangle — qui peut avoir été découpé dans une revue sur un beau papier — comporte peut-être aussi un portrait, quelques chiffres, et certaines mentions imprimées. Il est peut-être aussi coloré en vert sur une face. Mais il ne peut servir qu'à allumer le feu.

Pourquoi cette différence ? Ce qui est imprimé sur le billet de 5 dollars ne l'explique pas ; il est écrit seulement : « Billet de la Réserve fédérale / Les États-Unis d'Amérique / 5 dollars » et, en caractères plus petits, « Ce billet est monnaie légale pour toutes dettes, publiques et privées ». Il n'y a pas très longtemps, les mots « promettent de payer » figuraient entre « Les États-Unis d'Amérique » et « 5 dollars ». Cela signifiait-il que le Gouvernement vous donnait quelque chose de tangible en échange de ce papier ? Non, cela voulait dire seulement que si vous alliez dans une banque de la Réserve fédérale et demandiez à un caissier d'honorer cette promesse, ce caissier vous aurait donné cinq papiers identiques portant le chiffre 1 au lieu de 5 et le portrait de George Washington au lieu de celui d'Abraham Lincoln. Si alors vous aviez demandé au caissier de payer la somme de 1 dollar inscrite sur l'un de ces papiers, il vous aurait remis des pièces de monnaie que, une fois fondues (bien que cela soit illégal) vous auriez vendues pour moins de un dollar. Ce qui est imprimé aujourd'hui sur les billets — ce n'est plus une « promesse de payer » — est pour le moins plus franc, sinon plus explicite.

Le fait pour les billets d'être « monnaie légale » signifie que le Gouvernement accepte ce papier en paiement des dettes et impôts qui lui sont dus, et que les tribunaux le reconnaissent comme paiement valable de toute dette libellée en dollars. Pourquoi devrait-il être également accepté par des personnes privées, dans les transactions entre elles, en échanges de biens et de services ?

En peu de mots, la bonne réponse à cette question est que les personnes privées acceptent ce papier parce qu'elles savent que d'autres l'accepteront. Ces papiers ont une certaine valeur parce que tout le monde pense qu'elles l'ont. Chacun pense qu'ils ont cette valeur parce que, selon l'expérience commune, ils l'ont eue auparavant (ce qui est vrai aussi pour la monnaie de pierre du chapitre 1). Les États-Unis pourraient difficilement vivre sans un instrument d'échange accepté par tous (ou tout au plus un petit nombre de ces instruments) ; cependant, l'existence même d'un instrument d'échange largement répandu et reconnu repose sur une convention : l'ensemble de notre système monétaire doit son existence à l'acceptation par les uns et par les autres de quelque chose qui, d'un certain point de vue, n'est rien de plus qu'une fiction.

Celle-ci est solide : l'intérêt d'avoir une monnaie largement répandue est si grand que les gens s'accrochent à cette fiction même dans les difficultés les plus extrêmes. Mais elle n'est pas indestructible : l'expression « ça ne vaut pas un "continental" » nous rappelle comment la fiction a été détruite par le volume excessif de « monnaie continentale » que le « Congrès continental »* avait émise pour financer la Révolution américaine.

Les nombreuses inflations que l'histoire a connues — qu'il s'agisse des inflations modérées intervenues récemment aux États-Unis, en Grande-Bretagne et dans d'autres pays développés, ou des très fortes inflations récentes en Amérique du Sud ou en Amérique centrale, des hyperinflations qui ont suivi les deux dernières guerres mondiales, ou encore des inflations plus anciennes

* En 1774, s'est réuni le premier « Congrès continental » composé de délégués des colonies britanniques. Ce fut le prélude de la Guerre d'Indépendance.

en remontant jusqu'à l'époque romaine — ont montré la force de la fiction et, indirectement, son utilité. Il faut des taux d'inflation très graves — des taux à deux chiffres élevés persistant pendant des années — pour que le public cesse d'utiliser une monnaie qui se déprécie aussi ouvertement. Et, quand ils ont perdu leur foi en la fiction, les individus n'ont pas recours au troc : ils adoptent une autre monnaie. Dans la plupart des inflations de l'histoire, cette monnaie de substitution a été l'or, l'argent ou le cuivre et souvent, comme lors de la Révolution américaine, des pièces de monnaie étrangère. Qui plus est, il arrive que les gens ne délaissent pas totalement les billets : ils se tournent parfois vers une monnaie de papier dont l'émission n'a pas été excessive.

La Révolution américaine, il y a plus de deux siècles, et la Révolution russe de 1918, en sont deux exemples particulièrement révélateurs. La « monnaie continentale » a été émise en trop grandes quantités. En conséquence, la promesse de rachat en métal ne fut pas honorée, et la « monnaie continentale » finit par n'être acceptée que sous la menace d'une arme. Par ailleurs, plusieurs des treize colonies d'origine émirent, en quantités d'ailleurs limitées, leur propre papier-monnaie, qui demeura en usage en même temps que des pièces étrangères. La Révolution russe en donne un exemple encore plus frappant ; elle a été suivie par une hyperinflation beaucoup plus forte que l'inflation de la Révolution américaine. Quand cette hyperinflation se termina en 1924, et qu'une nouvelle monnaie fut instituée, un rouble nouveau s'échangeait contre 50 milliards de roubles anciens. *Or, ces roubles anciens étaient ceux qui avaient été émis par le nouveau gouvernement soviétique.* Il existait aussi de vieux roubles-papier de l'époque tsariste. Comme il était peu probable qu'un tsar reviendrait pour honorer la promesse inscrite sur les vieux roubles, il est remarquable qu'ils fussent encore acceptés comme monnaie de substitution et qu'ils eussent conservé leur pouvoir d'achat. Ils avaient toujours leur valeur précisément parce qu'il n'était plus possible d'en émettre de nouveaux, et que le volume de ceux qui circulaient encore ne pouvait plus s'accroître.

Pendant l'hyperinflation allemande après la Première Guerre mondiale, diverses monnaies étrangères servirent de monnaies de

substitution. Après la Seconde Guerre mondiale, les autorités d'occupation alliées exercèrent en matière monétaire un contrôle suffisamment strict des prix et des salaires pour qu'il soit difficile d'utiliser des monnaies étrangères. Cependant, le besoin d'une monnaie de substitution était si fort que les cigarettes et le cognac finirent par en tenir lieu et par atteindre une valeur économique bien supérieure à leur valeur en tant que biens destinés à la consommation.

J'ai fait en 1950 l'expérience personnelle de ce qui subsistait de l'emploi des cigarettes comme monnaie ; à cette date, la stabilité monétaire avait été rétablie en Allemagne et le mark-papier était de nouveau en circulation. Je venais en voiture de Paris, où j'avais passé quelques mois en tant que conseiller des services américains d'administration du plan Marshall, et me dirigeais vers Francfort, nouvelle capitale temporaire de l'Allemagne et lieu où se trouvaient les autorités américaines d'occupation. Il me fallut faire le plein d'essence de ma « quatre chevaux ». Je n'avais pas de marks sur moi, car on devait m'en donner à mon arrivée à Francfort. Mais j'avais des dollars, des francs français et des livres anglaises. La *frau* allemande qui m'avait servi l'essence ne voulut accepter aucune de ces monnaies ; c'était illégal, dit-elle. « Haben Sie keine Ware ? » [n'avez-vous pas de marchandises ?], me demanda-t-elle alors. Nous nous mîmes gentiment d'accord quand je lui donnai un carton de cigarettes (acheté 1 dollar au PX* de Paris — cela se passait il y a longtemps) en échange de l'essence qui, pour elle, valait 4 dollars au taux de change officiel mark-dollar, mais que je pouvais acquérir dans un PX pour 1 dollar. De son point de vue, elle obtenait des cigarettes pour une valeur de 4 dollars en échange de 4 dollars d'essence. De mon point de vue, j'obtenais 1 dollar d'essence en échange de 1 dollar de cigarettes. Et nous étions satisfaits l'un et l'autre. Mais, ainsi que j'avais l'habitude de le demander à mes étudiants, qu'était-il advenu des 3 dollars manquants ?

* Le PX est un magasin militaire américain.

Il me faut ajouter que, quelques années plus tôt, avant la réforme monétaire de Ludwig Erhard en 1948 — le premier pas dans la remarquable renaissance d'après-guerre de l'Allemagne — un carton de cigarettes aurait été estimé beaucoup plus cher que ce que permettaient alors d'acheter, au taux de change officiel, 4 dollars. En tant que monnaie, les cigarettes s'échangeaient alors normalement par paquets de vingt, parfois même à l'unité, et jamais par cartons, car cela représentait une valeur beaucoup plus élevée pour la plupart des achats courants. Souvent, les étrangers s'étonnaient de voir les allemands tellement amateurs de cigarettes américaines qu'ils étaient prêts à les payer très cher. La réponse était d'habitude : « Ce n'est pas pour les fumer ; c'est pour les échanger. »

Comme le suggère l'exemple des cigarettes (ou du cognac) on a, selon les époques, employé comme monnaie une variété incroyable de biens. Le mot « pécuniaire » vient du latin « pecus », qui signifie bétail, l'un des nombreux biens qui ont servi de monnaie. On peut citer aussi le sel, la soie, les fourrures, le poisson séché, le tabac, même les plumes et, comme on l'a vu au chapitre 1, les pierres. Les perles et divers coquillages, tels que le « wampum » des Indiens d'Amérique, ont été les types de monnaie primitive les plus utilisés. Les métaux — or, argent, cuivre, fer, étain — ont été les formes les plus répandues dans les pays développés avant la victoire du papier et de la plume du comptable (quoique la monnaie de papier ait été temporairement en usage en Chine il y a plus d'un millénaire).

Qu'est-ce qui détermine le choix de tel ou tel bien en tant que monnaie ? Il n'y a pas de réponse bien satisfaisante à cette question simple. Mais nous savons que, quelle que soit la façon dont se prenne l'habitude d'utiliser comme monnaie un bien ou un autre, cette habitude acquiert une vie propre et, comme Topsy, elle ne fait que grandir. Ainsi que Walter Bagehot, rédacteur en chef de l'hebdomadaire anglais *The Economist*, au XIX^e siècle, l'a écrit dans *Lombard Street*, son chef-d'œuvre, « le crédit est un pouvoir qui peut grandir, mais qui ne peut être instauré autoritairement ». Si on remplace ce « crédit » par « unité de compte » ou par « monnaie », on retrouve ce que nous avons dit jusqu'ici.

Il est possible de mieux formuler une réponse assez générale à une question différente et fondamentalement plus importante : qu'est-ce qui détermine la valeur en termes de biens et de services de l'objet, quel qu'il soit, qui se trouve un jour accepté comme monnaie ?

Quand la monnaie était constituée principalement par l'or, l'argent, ou un bien quelconque ayant aussi un usage non monétaire, ou par une promesse, ayant force légale, de payer un volume déterminé à l'avance de ce bien, le sophisme « métalliste » naquit, selon lequel « il est, en bonne logique, essentiel que la monnaie soit faite d'un bien quelconque, ou soit "couverte", garantie, par ce bien, de telle sorte que la valeur d'échange ou pouvoir d'achat de cette monnaie trouve logiquement son origine dans la valeur d'échange ou pouvoir d'achat de ce bien, vu sous un angle indépendant de son usage monétaire » (Schumpeter, 1954, p. 288). Les exemples de la monnaie de pierre de Yap, des cigarettes en Allemagne après la Deuxième Guerre mondiale, et de la monnaie de papier de nos jours montrent à l'évidence que cette vision « métalliste » est une illusion. Il se peut que l'utilité de certains biens pour la consommation ou pour d'autres emplois non monétaires ait joué un rôle dans leur accession au rang de monnaie (quoique l'exemple de la monnaie de pierre de Yap montre qu'il n'en a pas toujours été ainsi). Mais une fois qu'ils ont acquis le statut de monnaie, il est clair que leur valeur d'échange a été affectée par d'autres facteurs. La valeur non monétaire d'un bien n'est jamais une grandeur fixe. Le nombre de quintaux de blé, ou de paires de chaussures, ou d'heures de travail, que l'on peut échanger contre une once d'or ne sont pas des constantes. Ce nombre dépend des goûts, des préférences, et des quantités relatives. Par exemple, l'emploi de l'or comme monnaie tend à modifier la quantité de métal disponible pour d'autres usages et, par là, à modifier la quantité de biens qu'une once d'or permet d'acquérir. Comme nous le verrons au chapitre 3, quand nous étudierons les conséquences de la démonétisation de l'argent aux États-Unis en 1873, la demande non monétaire d'un bien qui sert de monnaie exerce un effet important sur sa valeur monétaire, mais de son côté la demande monétaire affecte sa valeur non monétaire.

Pour le moment, nous pouvons simplifier notre tentative pour démystifier la monnaie en nous intéressant à ce qui est aujourd'hui la règle générale (quoique dans le temps ce soit un cas très particulier), la pure et simple monnaie de papier sans valeur aucune en tant que marchandise. Cette situation n'est la règle générale que depuis que le président Richard Nixon a « fermé le guichet de l'or » le 15 août 1971, c'est-à-dire a mis fin à l'obligation que les États-Unis avaient assumée à Bretton Woods de convertir en or, au prix fixe de 35 dollars par once, les dollars détenus par des autorités monétaires étrangères.

Avant 1971, toutes les grandes monnaies avaient été, depuis des temps immémoriaux, rattachées directement ou indirectement à une marchandise. Ce n'est qu'occasionnellement, et généralement en temps de crise, qu'un lien fixe avait été rompu. Comme Irving Fisher en 1911 quand il évaluait la portée de ces épisodes du passé, « le cours forcé du papier-monnaie a presque toujours été une calamité pour le pays qui y a eu recours » (1929, p. 131). En conséquence, ces périodes de cours forcé étaient prévues comme devant être temporaires, et l'ont été en fait. Mais le lien fixe a été peu à peu affaibli jusqu'à ce que la décision du président Nixon le supprime définitivement. Depuis lors, aucune grande monnaie n'est plus liée à un bien quelconque. Les banques centrales, y compris le Système de réserve fédérale des États-Unis, conservent à leur bilan une ligne pour l'or évalué à un cours nominal fixe, mais ce n'est là que le sourire d'un chat du Cheshire*.

Qu'est-ce qui détermine alors la quantité que l'on peut acheter avec ce billet de papier de 5 dollars d'où nous sommes partis ? Comme pour toute espèce de prix, le facteur déterminant est l'état de l'offre et de la demande. Mais cela amène une autre question. Pour obtenir une réponse complète, nous devons nous demander ce qui détermine l'offre de monnaie et ce qui détermine sa demande, et en quoi, concrètement, consiste la « monnaie ».

* Dans *Alice au pays des merveilles*, le chat du Comté de Chester disparaît à l'exception de son sourire.

Dans l'abstrait, le concept de monnaie est clair : est monnaie tout ce qui est accepté de manière constante et générale en échange de biens et de services, et accepté non pas pour être consommé, mais en tant que constituant un réservoir temporaire de pouvoir d'achat qui servira à l'acquisition d'autres biens et services. La contrepartie empirique de ce concept abstrait est beaucoup moins claire : pendant des siècles, lorsque l'or et l'argent étaient les principaux instruments d'échange, seules les pièces étaient considérées comme de la monnaie par les économistes et diverses autres personnes. On y a ajouté plus tard les billets de banque remboursables à vue en or ou en argent. Plus tard encore — il y a un peu plus d'un siècle — on a admis comme monnaie les dépôts en banque remboursables à vue et transférables par chèques. Aujourd'hui, aux États-Unis, on calcule régulièrement un certain nombre d'agrégats monétaires, dont chacun peut être considéré comme la contrepartie concrète de la monnaie. Ces agrégats vont de la monnaie en circulation, qui est le total le moins vaste, jusqu'à la somme des actifs liquides désignés de façon précise, agrégat que la Réserve fédérale désigne par « L »¹.

Laissons de côté cette question très technique et bornons-nous à un monde hypothétique dans lequel le seul instrument monétaire en circulation est la monnaie de papier, par exemple notre billet de 5 dollars. Pour nous conformer à la situation d'aujourd'hui, nous supposerons que le nombre de ces dollars est fixé par une autorité monétaire officielle (aux États-Unis, c'est le Système de réserve fédérale).

L'offre de monnaie

L'étude de l'offre de monnaie, et en particulier de ses variations, est simple dans son principe, mais en pratique extrêmement complexe, aussi bien dans notre monde hypothétique que dans le

1 On trouvera une étude complète de la définition de la monnaie dans Friedman et Schwartz (1970, 1^{re} partie).

monde d'aujourd'hui. Elle est simple dans son principe, car l'offre de monnaie est ce que les autorités monétaires décident qu'elle sera ; complexe dans la pratique, car les décisions des autorités monétaires dépendent d'un grand nombre de facteurs. Parmi ceux-ci, on trouve les besoins des administrations publiques, les convictions et opinions personnelles des responsables, les pressions politiques dont ceux-ci peuvent être l'objet, les développements courants ou prévus de la vie économique ; cette liste pourrait être allongée indéfiniment. Telle est la situation actuelle. Dans le passé, naturellement, la situation était très différente, car l'engagement de payer en métal la monnaie émise par le Gouvernement ou par les banques impliquait que les conditions matérielles de la production du métal jouaient un rôle significatif. Nous verrons en grand détail dans les chapitres suivants quelles conséquences a pu avoir cet engagement de payer.

La façon dont l'offre de monnaie est ainsi gérée par une autorité centrale peut être expliquée simplement. C'est à peine croyable. J'ai remarqué que ceux qui ne sont pas des économistes admettent difficilement que douze personnes sur dix-neuf — dont aucune n'a été élue par le public — assises autour d'une table dans un magnifique temple grec de Constitution Avenue à Washington, détiennent légalement le terrifiant pouvoir de doubler ou de réduire de moitié la quantité totale de monnaie dans le pays. La façon dont ils utilisent ce pouvoir dépend de toutes les pressions complexes citées plus haut. Mais cela ne change rien au fait que c'est eux, et eux seuls, qui ont le pouvoir arbitraire de fixer le volume de ce que les économistes appellent la « base monétaire » ou la « monnaie banque centrale », c'est-à-dire les billets en circulation plus les dépôts des banques dans les Banques de réserve fédérale, autrement dit les billets plus les réserves des banques. Et toute la structure des actifs liquides, y compris les dépôts dans les banques, les fonds de placement monétaires, les obligations, etc., forme une pyramide inversée qui repose sur sa pointe constituée par le volume de la base monétaire, et qui en dépend.

Qui sont ces dix-neuf personnes ? Ce sont les sept membres du Conseil des gouverneurs du système de réserve fédérale, nommés par le président des États-Unis pour une durée de quatorze ans

non renouvelable, et les présidents des douze Banques de réserve fédérale, désignés par leurs conseils d'administration respectifs, sous réserve du veto du Conseil des gouverneurs. Ces dix-neuf forment le comité de l'Open-Market du Système de réserve fédérale, mais cinq seulement des présidents des Banques de réserve ont droit de vote dans une réunion du comité (et ceci par roulement entre les douze) afin d'assurer davantage l'autorité des sept membres du Conseil des gouverneurs.

L'exercice de ce pouvoir arbitraire a parfois été bénéfique. Il a cependant, selon moi, été plus souvent nuisible. Le Système de réserve fédérale, dont la création a été autorisée par le Congrès en 1913, et qui a commencé à fonctionner en 1914, a présidé à la hausse des prix, qui ont plus que doublé pendant et après la Première Guerre mondiale. Il a alors réagi trop vigoureusement, ce qui a entraîné la forte dépression de 1920–1921. Après une courte période de stabilité relative pendant la décennie de 1920, son action a aggravé et prolongé de façon significative la grande contraction de 1929–1933. Plus récemment, le Fed porte la responsabilité de l'accélération de l'inflation des années 70 ; ce ne sont là que quelques exemples de la façon dont il a exercé en fait ses pouvoirs¹.

1 On trouvera une analyse complète de ce sujet dans Friedman et Schwartz (1963).

Le changement de nom de l'organe dirigeant du Fed, intervenu en 1935, fournit un exemple assez amusant du genre de préoccupations personnelles mesquines qui peuvent se glisser dans les délibérations d'une assemblée aussi solennelle. Le « Conseil de la réserve fédérale » est devenu le « Conseil des gouverneurs du système de réserve fédérale ». Pourquoi avoir substitué une appellation plus lourde à une autre plus brève ? La raison tient toute entière dans des considérations de prestige. Dans l'histoire des Banques centrales, le dirigeant d'une de ces banques a toujours été un « gouverneur ». C'est un titre prestigieux. Avant 1929, le chef de chacune des douze Banques de réserve fédérale était appelé « gouverneur », ce qui correspondait au désir des fondateurs de créer un système décentralisé et authentiquement régional. Au Conseil de la réserve fédérale, seul le président était appelé « gouverneur » ; les six autres membres n'étaient que « membres » du Conseil. Dans le *Banking Act* de 1935, les chefs des douze Banques de réserve fédérale reçurent le titre de « présidents », et l'organe central devint le « Conseil des gouverneurs », de sorte que chacun de ses membres devenait gouverneur ! C'est mesquin, mais c'est aussi un symbole du véritable transfert de pouvoir des douze banques au profit de Washington.

La demande de monnaie

La Réserve fédérale peut déterminer la masse monétaire, c'est-à-dire le nombre de dollars entre les mains du public. Mais qu'est-ce qui peut inciter le public à détenir précisément ce montant là, ni plus ni moins ? Il est essentiel, pour répondre à cette question, de distinguer entre la quantité nominale de monnaie (c'est-à-dire le nombre de dollars) et la quantité réelle de monnaie (c'est-à-dire le volume de biens et de services que cette quantité nominale permet d'acquérir). Le Fed peut déterminer la première, et le public détermine la seconde, par le canal de sa demande de monnaie.

Il existe de multiples manières d'exprimer la quantité réelle de monnaie. L'une des plus significatives porte sur le flux de revenu auquel correspondent les encaisses liquides. Soit un individu qui perçoit un revenu de 20 000 dollars par an, par exemple. S'il conserve en moyenne 2 000 dollars sous forme liquide, son encaisse liquide représente un dixième de son revenu annuel, soit 5,2 semaines de revenu : son encaisse liquide lui donne un certain pouvoir sur la quantité de biens et de services qu'il peut acheter avec le revenu de 5,2 semaines.

Un revenu est un flux ; il se mesure en dollars par unité de temps. La quantité de monnaie est un stock, au sens d'un stock de marchandises ; c'est le contraire d'un flux. Les encaisses liquides nominales se mesurent en dollars à un instant donné : par exemple, 2 000 dollars à 16 heures le 31 juillet 1990. Les encaisses liquides réelles, comme on vient de les définir, se mesurent en unités de temps, par exemple 5,2 semaines ; on ne parle pas ici de dollars¹.

Il est naturel pour nous, détenteurs de monnaie, de croire que ce qui importe est le nombre de dollars que nous détenons, c'est-à-dire nos encaisses liquides nominales. Mais il n'en va ainsi que

1 La méthode la plus courante pour définir les encaisses réelles consiste à diviser les encaisses nominales par un indice de prix. Cet indice représente normalement le coût, estimé à des dates diverses, d'un panier normalisé de certains biens (tant de pains, de livres de beurre, de paires de chaussures, etc. représentant, s'il s'agit d'un indice des prix à la consommation, le budget normal d'un consommateur). Selon cette définition, les encaisses réelles représentent le nombre de paniers que les encaisses nominales permettent d'acheter.

parce que nous tenons pour acquis les prix en dollars, aussi bien les prix qui déterminent notre revenu que ceux des choses que nous achetons. Je pense qu'après réflexion nous devons admettre que ce qui importe *vraiment*, ce sont les encaisses réelles, c'est-à-dire ce que les encaisses nominales permettent d'acheter. Si par exemple nous exprimons les grandeurs nominales en cents plutôt qu'en dollars, le revenu nominal et les encaisses nominales sont multipliés par 100, mais les encaisses réelles demeurent inchangées, et personne ne voit de différence (sauf ceux qui, de ce fait, vont devoir écrire des nombres plus longs).

De la même manière, tentons d'imaginer que chaque prix, y compris ceux qui déterminent notre revenu, soit multiplié (ou divisé) subitement par 100 et que, corrélativement, nos encaisses liquides, dettes nominales, et actifs nominaux, soient simultanément multipliés ou divisés par 100. Rien ne serait changé dans la réalité. Ce n'est pas de cette façon, bien entendu, que généralement se produisent des variations de la masse monétaire ou des prix, et c'est bien ce qui fait la difficulté de l'analyse monétaire. Mais c'est ce qui se passe quand un gouvernement, en particulier pendant ou après une forte inflation, annonce ce qu'on appelle une réforme monétaire, qui remplace une unité monétaire par une autre. C'est ce que, par exemple, le général de Gaulle a fait en France le 1^{er} janvier 1960, lorsqu'il a remplacé le franc existant par le « nouveau franc », en supprimant simplement deux zéros sur tous les chiffres exprimés en « anciens francs ». En d'autres termes, un nouveau franc valait cent anciens francs. Pour de Gaulle, cette modification faisait partie d'une vaste réforme monétaire et fiscale qui a produit des effets remarquables, quoique le simple changement d'unité monétaire n'ait eu aucune véritable conséquence. Néanmoins, ce fait montre ici encore combien les attitudes du public envers la monnaie sont profondément enracinées : en effet, pendant des décennies, de nombreux français ont continué à citer des prix et à faire des calculs en anciens francs ; ils se bornaient à supprimer deux zéros au moment du paiement en nouveaux francs.

Lorsque ce mode de changement de l'unité monétaire est associé à une réforme fiscale et monétaire purement superficielle, comme

lorsque l'Argentine a, en 1985, remplacé la peseta par l'austral, il n'a, au mieux, que des effets tout à fait temporaires et mineurs, car il n'affecte pas par lui-même les grandeurs réelles.

Du fait que c'est la quantité réelle — et non la quantité nominale — de monnaie qui importe, quel est le facteur qui incite les individus à détenir des encaisses liquides correspondant en moyenne à environ le revenu de cinq semaines — comme c'est le cas depuis longtemps dans de nombreux pays — plutôt qu'à seulement trois ou quatre jours de revenu, comme par exemple au Chili en 1975 ?¹

Deux grandes forces déterminent les montants que les individus souhaitent détenir : d'une part l'utilité des encaisses liquides en tant que réservoir temporaire de pouvoir d'achat, et d'autre part le coût de la détention d'encaisses liquides.

1. L'utilité — Les encaisses sont utiles en tant que moyen pour un individu de séparer un acte d'achat d'un acte de vente. Dans un monde sans monnaie, les transactions doivent prendre la forme d'un troc. Vous voulez vendre A et acheter B. Il vous faut, pour réaliser cette opération, trouver quelqu'un qui désire vendre B et acheter A et, également, conclure la transaction à des conditions qui agréent aux deux parties — c'est ce que les manuels appellent « la double coïncidence du troc ». Dans une économie monétaire, vous pouvez vendre A contre de la monnaie — qui est une possibilité d'achat généralisée — à quiconque désire A et détient ce pouvoir d'achat. Vous pouvez ensuite acheter B contre de la monnaie auprès de quiconque offre B à la vente, et peu vous importe ce que le vendeur de B veut acheter à son tour. Cette séparation de l'acte de vente et de l'acte d'achat est la fonction productive fondamentale de la monnaie.

Le rôle de réserve pour les cas imprévus est une autre raison, liée à la précédente, de détenir de la monnaie. Celle-ci n'est que

1 Ces chiffres donnés à titre d'exemple valent pour les billets en circulation et les dépôts à vue et correspondent à la réalité. Pour des agrégats plus larges, comme M2 aux États-Unis, les encaisses liquides sont beaucoup plus importantes. Elles sont actuellement dans ce pays proches de neuf mois de revenu national.

l'une des nombreuses formes d'actifs qui peuvent jouer ce rôle, mais elle est parfois, pour certaines personnes, la forme d'actif préférée.

Le degré d'utilité de la monnaie pour ces différents objets dépend de facteurs nombreux. Par exemple, dans une économie sous-développée constituée par des cellules familiales largement auto-suffisantes, chacune produisant l'essentiel de ce qu'elle consomme, les transactions monétaires sont relativement peu importantes. Lorsque ces sociétés se développent et que s'élargit la gamme des transactions monétaires, les encaisses croissent beaucoup plus vite que le revenu, de sorte que les encaisses réelles, exprimées en semaines de revenu, augmentent. Cette évolution s'accompagne en général d'une urbanisation, qui a en gros les mêmes effets, car elle implique que les transactions sont plus fréquemment impersonnelles. Le crédit consenti par l'épicerie « du coin » a dès lors moins de chance de pouvoir servir à combler la différence entre les revenus et les dépenses.

À l'autre extrême, dans les sociétés complexes et développées sur le plan financier, comme les États-Unis d'aujourd'hui, il existe une grande variété d'actifs qui peuvent plus ou moins bien jouer le rôle de réserve temporaire de pouvoir d'achat. Cela va de l'argent que l'on a en poche aux dépôts bancaires transférables par chèques tirés sur des banques inspirant confiance, aux fonds de placement monétaires, aux titres à court terme, aux cartes de crédit, etc. ; la liste est étonnamment variée. Ces divers actifs réduisent la demande d'encaisses liquides réelles au sens étroit du terme (billets et dépôts à vue), mais ils peuvent accroître la demande d'encaisses réelles dans une définition plus large en renforçant leur utilité pour faciliter les transferts entre les diverses catégories d'actifs ou de dettes¹.

1 En fait, pour l'essentiel de la période écoulée depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, ces effets se sont en gros compensés aux États-Unis, de sorte que M2 dans sa définition actuelle s'est toujours situé autour de neuf mois, ses variations répondant principalement à celles du coût de la détention des actifs liquides.

2. Le coût — Les encaisses liquides sont un actif et, comme tel, elles représentent une alternative à d'autres types d'avoirs, depuis d'autres actifs nominaux comme les hypothèques, les comptes d'épargne, les titres à court terme et les obligations, jusqu'aux actifs physiques comme les terrains et les maisons, les machines, les stocks de marchandises, etc. qui peuvent être possédés directement ou indirectement par le truchement d'actions (parts de capital). La constitution d'un actif exige une épargne, c'est-à-dire une abstention de consommation. Lorsque l'actif a été constitué, sa préservation peut entraîner un coût (dans le cas par exemple d'un stock de marchandises) ou donner une rémunération sous la forme d'un flux de revenu (un intérêt sur une hypothèque ou une obligation, ou des dividendes sur une action).

Comme dans le cas des encaisses liquides, il importe de distinguer entre le rendement nominal et le rendement réel d'un actif. Si par exemple vous recevez sur une obligation 10 cents par dollar alors que le niveau général des prix s'élève de 6 % par an, le rendement réel n'est que 4 cents par dollar parce que vous devez réinvestir 6 cents par dollar pour retrouver, en fin d'année, le même pouvoir d'achat que celui qui a été investi au début de l'année¹.

Le rendement nominal est de 10 %, le rendement réel de 4 %. De même, si les prix sont orientés à la baisse, le rendement réel dépasse le rendement nominal du taux de la baisse des prix.

Ce qui importe, en dernière analyse, ce sont les grandeurs réelles, et non les grandeurs nominales. Il en découle que, sur de longues périodes, le rendement nominal d'actifs tels que les obligations tend à évoluer de façon à garder à peu près inchangé le rendement réel. Mais cela est loin d'être vrai sur de courtes périodes, en raison du temps qu'il faut aux individus pour s'adapter à des circonstances nouvelles.

Dans le cas des encaisses liquides, un des coûts à considérer — celui que l'analyse monétaire a mis en évidence — est l'intérêt auquel on renonce en détenant un actif liquide au lieu d'autres

1 Dans la pratique, la situation est plus complexe car il faut tenir compte de la fiscalité.

actifs rémunérés, par exemple l'intérêt perçu pour 1 dollar investi en bons du Trésor des États-Unis par opposition à l'intérêt reçu sur 1 dollar d'encaisse liquide (éventuellement zéro comme c'est le cas pour les dépôts à vue).

Un autre coût, ou une autre rémunération — dont on parle moins malgré leur importance beaucoup plus grande — est la variation de la valeur réelle de 1 dollar. Si les prix augmentent par exemple de 6 % par an, 1 dollar permettra, en fin d'année, de n'acheter que ce que 94 cents auraient permis d'acheter un an plus tôt. Pour maintenir constante la valeur réelle d'une encaisse liquide, il faut alors détenir en fin d'année une encaisse supérieure de 6 % à ce qu'elle était au début. En moyenne donc, chaque dollar détenu pendant l'année coûte 6 cents. À l'inverse, si les prix baissent au rythme de 6 % par an, le rendement est de 6 % pour chaque dollar détenu pendant l'année. Il est évident que les liquidités sont un actif moins attrayant quand les prix montent que quand ils baissent.

Dans le cas d'un actif nominal, il n'est pas possible de faire la somme de l'intérêt sacrifié et de la variation du pouvoir d'achat, pour la raison que nous avons déjà exposée : le taux d'intérêt nominal est affecté par la hausse des prix, et par conséquent la prend déjà en compte. Dans le cas d'un actif réel, le coût de la détention d'un dollar se divise en deux parties : la perte (ou le gain) de pouvoir d'achat résultant de la hausse (ou de la baisse) des prix, plus la rémunération réelle sacrifiée sur l'actif alternatif.

Sur la longue période, les rendements réels des diverses catégories d'actifs tendent à s'égaliser. Mais en un instant donné quelconque, les rendements réels peuvent différer fortement d'une catégorie à l'autre. De plus, le rendement que les individus *attendent* d'un actif qu'ils acquièrent — c'est le rendement *ex ante* — peut différer fortement de ce qu'ils recevront en fait — c'est le rendement *ex post*.

La figure 1 illustre bien ce fait. Ses courbes montrent, sur plus d'un siècle, le rendement nominal annuel observé d'un ensemble de valeurs à long terme, le rendement effectif réel *ex post* année après année, et le rendement réel moyen pour les cent années 1875–1975.

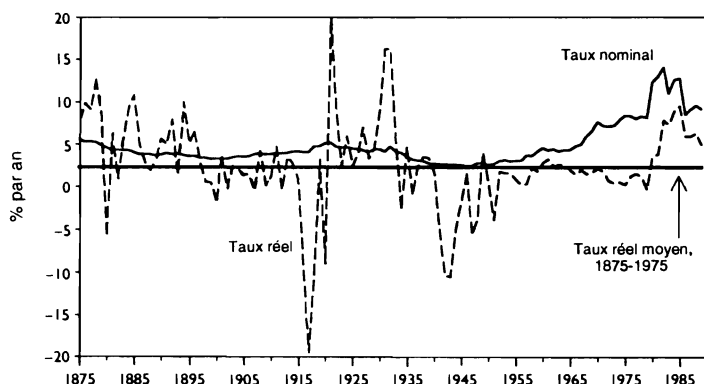


Figure 1

Taux d'intérêt des obligations, nominal et réel, 1875-1989 (chiffres annuels)

Le rendement nominal est assez stable sur presque toute la période, alors que le rendement réel *ex post* fluctue d'un bout à l'autre du graphique. Il est évident que, lors de l'achat de ces actifs, de telles variations des rendements n'étaient pas envisagées. Ces actifs sont normalement détenus pendant de longues périodes, de sorte que le rendement *ex post* pour leur détenteur a, en fait, fluctué beaucoup moins que ne le montrent les chiffres observés chaque année. La relative stabilité des rendements nominaux implique que les détenteurs des titres anticipaient, *en moyenne*, une inflation nulle. Et ils ont eu raison jusqu'à la Seconde Guerre mondiale : le niveau des prix aux États-Unis était à peu près le même en 1939 qu'un siècle plus tôt.

Les courbes du graphique changent d'allure après la Seconde Guerre mondiale, à mesure que le public prend conscience du fait que l'inflation n'est pas un phénomène passager. Le rendement nominal a augmenté du fait de cette prise de conscience, et le rendement réel est devenu plus stable, tendant d'abord vers la moyenne de longue période, puis la dépassant dans les années 80.

Étant donné la variété de catégories d'actifs qui peuvent remplacer la détention de monnaie, il est plus simple de parler du coût de celle-ci. Il existe en fait un vecteur de coûts, ceux-ci variant avec la catégorie d'actifs choisie. Mais c'est là encore une simplification

excessive. Même s'agissant d'un actif bien précis, il y a une gamme de rendements, nominaux et réels, possibles. Un des motifs de la détention de monnaie est l'incertitude quant au rendement nominal des autres actifs possibles, alors que le rendement nominal de la monnaie est connu avec certitude. Cependant, l'incertitude demeure quant à son rendement réel. Dans les faits, les taux d'inflation élevés tendent à être plus instables que les taux faibles. En conséquence, le niveau et l'instabilité de l'inflation dissuadent de la détention de monnaie. C'est la raison pour laquelle, pendant les périodes où le taux d'inflation est à la fois élevé et incertain, comme en 1975 au Chili, les encaisses réelles diminuent aussi fortement, bien que ce fait accroisse sensiblement les coûts des transactions.

La rencontre de l'offre et de la demande

Nous avons fait un long chemin depuis notre question initiale, qui était simple : qu'est-ce qui détermine le volume de ce que nous pouvons acheter avec notre billet de 5 dollars ? Nous pouvons maintenant y retourner en rassemblant les deux lames des ciseaux monétaires, l'offre et la demande.

Dans notre monde hypothétique où seule la monnaie de papier circule, étudions d'abord une situation stationnaire dans laquelle la quantité de monnaie est constante depuis longtemps, et où les autres conditions sont stables. Les individus membres de la communauté, soumis à diverses incertitudes, estiment de ce fait que leurs encaisses liquides sont utiles pour faire face à des écarts imprévus entre leurs recettes et leurs dépenses. Mais ces incertitudes se compensent, de sorte que la communauté dans son ensemble souhaite détenir comme encaisses liquides un montant équivalent à un dixième de son revenu annuel.

Dans ce contexte, il est évident que le niveau des prix est déterminé par la quantité de monnaie qui existe, c'est-à-dire par le nombre de billets des diverses dénominations. Si cette quantité s'établit à la moitié du volume estimé antérieurement, chaque prix sera réduit de moitié ; si elle s'établit au double, chaque prix sera doublé. Les prix relatifs resteront inchangés.

Cette situation très hypothétique et très peu réaliste, que nous allons abandonner sous peu, montre nettement une caractéristique particulière de la monnaie ; son utilité pour l'ensemble de la communauté ne dépend pas de sa quantité. L'utilité que l'on retire de presque tous les biens et services dépend de leur quantité physique, du nombre de leurs unités. Il n'en va pas de même pour la monnaie. Le doublement ou la réduction de moitié du nombre de dollars signifie seulement que les chiffres écrits sur les étiquettes sont doublés ou diminués de moitié. Quand l'or faisait la loi en matière monétaire, on discutait beaucoup du point de savoir s'il y aurait assez de métal pour constituer les réserves monétaires. Cette question n'était pas la bonne. En principe, une unique once d'or suffirait. Elle ne circulerait pas matériellement — c'était d'ailleurs le cas pour l'or en général — mais les droits que l'on aurait sur elle pourraient être émis pour tout montant extrêmement faible — par exemple un milliardième d'once — qui conviendrait.

La raison pour laquelle ce n'était pas la bonne question est que cette situation hypothétique d'offre et de demande constantes ne suscite aucun problème important ou intéressant de théorie monétaire. Comme David Hume l'a écrit il y a plus de deux siècles, « il est sans conséquences, du point de vue du bonheur domestique d'un état, que la monnaie existe en quantité plus ou moins grande » ([1742] 1804, p. 305). Comme il l'a dit aussi, ce qui importe, ce sont les variations de la quantité de monnaie et des modalités de sa demande.

Supposons donc qu'un jour un hélicoptère survole notre hypothétique communauté stable depuis longtemps, et laisse tomber du ciel un supplément de monnaie égal à ce qui circule déjà, par exemple 2 000 dollars par individu gagnant 20 000 dollars par an¹. Cette monnaie sera, bien entendu, rapidement ramassée par les membres de la communauté. Supposons encore que chacun d'eux est convaincu que cet événement ne se répètera pas.

1 Cet exemple de l'hélicoptère, et le reste de cette section, sont basés sur Friedman (1969, chapitre 1).

Supposons enfin que chaque individu collecte une quantité de monnaie égale à ce qu'il détient déjà ; chacun d'eux se trouvera donc détenir une encaisse double de celle qu'il possédait auparavant.

Si chaque individu décidait de ne pas utiliser cette monnaie supplémentaire, il ne se passerait rien. Les prix resteraient inchangés, et les revenus individuels seraient toujours de 20 000 dollars par an. Les encaisses liquides équivaldraient au revenu de 10,4 semaines au lieu de 5,2.

Mais les hommes ne se conduisent pas ainsi. Il ne s'est rien passé qui puisse les inciter à détenir davantage d'encaisses qu'auparavant, en raison de notre hypothèse selon laquelle chacun est convaincu que le miracle de l'hélicoptère ne se renouvèlera pas (en l'absence de cette hypothèse, l'apparition de l'hélicoptère pourrait accroître le degré d'incertitude dans la communauté, ce qui pourrait modifier la demande d'encaisses liquides).

Voyons le cas d'un individu représentatif qui, auparavant, possédait une encaisse égale à 5,2 semaines de son revenu et qui, aujourd'hui, détient le revenu de 10,4 semaines. Il aurait pu détenir 10,4 semaines de revenu auparavant s'il l'avait voulu, en dépensant moins qu'il ne gagnait pendant une période suffisamment longue. Quand il ne conservait que 5,2 semaines de revenu, il ne considérait pas que le gain découlant de la possession de 1 dollar de plus dans son encaisse valait le sacrifice encouru en dépensant au rythme de 1 dollar en moins par an pendant un an, ou 10 cents de moins par an pendant dix ans. Pourquoi en jugerait-il autrement maintenant, alors qu'il détient 10,4 semaines de revenu ? L'hypothèse selon laquelle il était en situation d'équilibre stable auparavant implique qu'il voudra maintenant accroître sa consommation et réduire son encaisse jusqu'à ce qu'elle retrouve son niveau antérieur. Ce n'est qu'à ce niveau que le sacrifice dû à une consommation moindre se trouve exactement compensé par le gain correspondant découlant d'une encaisse plus élevée.

Notons que cet individu a deux décisions à prendre :

1) Jusqu'à quel niveau désire-t-il ramener son encaisse temporairement accrue ? Comme l'apparition de l'hélicoptère n'a pas

modifié son revenu réel, ni aucune autre de ses conditions d'existence, la réponse ne fait pas de doute : jusqu'au niveau antérieur.

2) À quel rythme veut-il revenir à ce niveau antérieur ? Ici, nous ne connaissons pas la réponse. Elle dépend de la nature de ses préférences, que ne traduit pas la situation d'équilibre stationnaire.

Nous savons seulement que chaque individu tendra à réduire son encaisse à un certain rythme. Il le fera en dépensant davantage qu'il ne perçoit. Mais les dépenses d'une personne sont les recettes d'une autre. Les membres de la communauté dans son ensemble ne peuvent pas dépenser plus que celle-ci ne reçoit. La somme des encaisses individuelles est égale au total des liquidités disponibles. L'ensemble des individus ne peut « dépenser » ses encaisses ; les individus ne peuvent que les transférer. Une personne ne peut dépenser plus qu'elle ne reçoit que si elle en amène une autre à recevoir plus qu'elle ne dépense. C'est en fait un jeu de chaises musicales.

On peut voir aisément ce que sera la situation finale. Les tentatives des individus pour dépenser plus qu'ils ne reçoivent ne seront pas couronnées de succès, mais chemin faisant elles auront fait progresser la valeur nominale des biens et des services. Les papiers tombés du ciel n'ont pas modifié les conditions de vie fondamentales de la communauté. Ils n'ont pas procuré une capacité de production supplémentaire, ni modifié les goûts et les préférences. Ils n'ont, non plus, rien changé au rythme apparent ou effectif auquel les consommateurs souhaitent substituer un produit à un autre ou auquel les producteurs veulent produire tel bien plutôt que tel autre. En définitive, dans l'équilibre qui s'établira finalement, chaque individu représentatif aura un revenu nominal de 40 000 dollars au lieu de 20 000, et le flux réel de biens et de services sera exactement le même qu'auparavant. Il est beaucoup plus difficile de décrire ce qui se passe pendant la période de transition d'un équilibre à un autre. En premier lieu, certains producteurs peuvent ne modifier leurs prix que lentement, et produire davantage pour le marché en négligeant certains usages non-marchands des ressources disponibles. D'autres vont peut-être

s'efforcer de dépenser plus qu'ils ne reçoivent en s'abstenant temporairement de toute production marchande. En conséquence, les revenus enregistrés aux prix nominaux initiaux peuvent croître ou diminuer pendant la période de transition. De même, certains prix peuvent s'adapter plus rapidement que d'autres, de sorte que les prix et quantités relatifs seront modifiés. Il peut y avoir des excès (surréactions) dans un sens ou dans l'autre, d'où un ajustement cyclique. En bref, si nous ne connaissons pas le détail des réactions des agents économiques, il est difficile de prévoir comment s'effectuera la transition. Elle pourra se faire de diverses façons, depuis un ajustement instantané avec un doublement des prix en un temps très bref, jusqu'à un ajustement lent et laborieux comportant de nombreuses hausses et baisses de prix et de productions marchandes.

Nous pouvons maintenant abandonner l'hypothèse selon laquelle chaque individu a collecté un montant de liquidités égal à celui qu'il possédait déjà. Supposons que la quantité collectée soit l'effet du hasard. Ceci entraîne une nouvelle répartition des encaisses. Pendant la transition, certains consommeront plus, et d'autres moins. Mais la situation en fin de processus sera la même qu'auparavant.

Le fait que la répartition des encaisses se trouve modifiée à l'origine a cependant une conséquence importante : la transition ne peut plus, même en tant que possibilité conceptuelle, être instantanée, car elle implique autre chose qu'un simple relèvement des prix. Supposons que ceux-ci doublent du jour au lendemain. Le résultat en sera encore une situation de déséquilibre. Ceux des individus qui ont collecté plus que leur part proportionnelle de liquidités ont désormais des encaisses réelles plus fortes que celles qu'ils souhaitent conserver. Ils dépenseront cet excédent, mais cette dépense sera étalée dans le temps, et non immédiate. D'autre part, ceux qui ont collecté moins que leur part proportionnelle de liquidités ont désormais des encaisses réelles plus faibles que ce qu'ils souhaitent posséder. Mais ils ne peuvent pas rétablir instantanément leur encaisse, car leur flux de recettes se déroule selon un rythme temporel défini.

L'analyse précédente ne se limite pas à l'étude d'une modification de la masse monétaire nominale. On peut l'appliquer sans détour au cas d'un changement soudain des préférences à l'égard des encaisses. Si les individus décident, en moyenne, de détenir des encaisses inférieures de moitié à leurs encaisses antérieures, le résultat final sera un doublement du niveau des prix, un revenu nominal de 40 000 dollars par an, avec l'encaisse de 2 000 dollars du début.

Cet exemple simple contient l'essentiel des principes fondamentaux de la théorie monétaire :

1) le rôle essentiel de la distinction entre la quantité nominale et la quantité réelle de monnaie ;

2) le rôle également essentiel de la distinction entre les choix offerts à l'individu comme à la communauté dans son ensemble ;

3) l'importance des efforts des individus dont rend compte la distinction entre *ex ante* et *ex post*. Au moment où les liquidités additionnelles sont collectées, la dépense souhaitée dépasse les recettes anticipées (*ex ante*, la dépense dépasse les recettes). *Ex post*, les deux doivent être égales. Mais l'effort des individus pour dépenser plus qu'ils ne reçoivent, bien que devant être voué à l'échec, a pour conséquence d'élever le niveau nominal de la dépense totale (et des recettes totales).

Compliquons maintenant notre exemple en supposant que cette « pluie » de monnaie n'est plus un événement unique et miraculeux, mais un processus continu qui, peut-être avec un certain décalage, est totalement anticipé par chacun. La monnaie tombe du ciel à un rythme qui provoque une augmentation régulière de monnaie, par exemple de 10 % par an.

Les individus peuvent réagir à ce déluge monétaire régulier comme ils l'ont fait, en fin de compte, pour le doublement en une seule fois de la quantité de monnaie, c'est-à-dire en maintenant inchangées leurs encaisses réelles. S'ils agissent ainsi, et réagissent instantanément et sans friction, toutes les grandeurs réelles restent inchangées. Les prix évoluent exactement comme le stock nominal de monnaie, s'élevant au rythme de 10 % par an au-dessus de leur niveau initial.

Ici encore, on peut considérer le comportement décrit ci-dessus comme théoriquement possible, mais il est probable que les individus vont agir différemment. Avant que n'arrive l'hélicoptère, notre individu représentatif pouvait dépenser tout son revenu et ne rien ajouter à son encaisse ; celle-ci demeurerait égale à 5,2 semaines de revenu. Elle demeurerait constante en termes réels comme en termes nominaux, car les prix étaient stables. Les coûts de conservation et de dépréciation étaient nuls...

Maintenant que l'individu représentatif reçoit de la monnaie de l'hélicoptère, il ne peut maintenir son encaisse réelle au niveau de 5,2 semaines de revenu par la vente de ses services qu'en ajoutant toutes ses liquidités supplémentaires à son encaisse *nominale*, pour compenser l'effet de la hausse des prix. Cependant cette monnaie venue du ciel apparaît comme une aubaine qui lui permet de faire mieux. S'il réduit son encaisse de 1 dollar en un an, il peut maintenant accroître sa consommation au rythme de 1,10 dollar par an, alors qu'auparavant il ne pouvait le faire qu'au rythme de 1 dollar. Comme alors il était juste à la marge, il est maintenant au-dessus de celle-ci. Les coûts de conservation et de dépréciation sont maintenant de 10 cents par dollar et par an, et non plus zéro, et il s'efforcera donc de détenir une quantité réelle de monnaie plus faible. Supposons, pour être plus concret, que quand les prix s'élèvent de 10 % par an il souhaite détenir un douzième (au lieu de un dixième) des recettes annuelles provenant de la vente de ses services, sous forme d'encaisse : celle-ci représentera alors le revenu de $4 \frac{1}{3}$ semaines, au lieu de 5,2.

Nous en revenons au problème précédent. Chaque individu peut, apparemment, consommer davantage en réduisant son encaisse, mais la communauté dans son ensemble ne le peut pas. Ici encore, l'hélicoptère n'a modifié aucune grandeur réelle, n'a apporté aucune ressource réelle à la communauté, et n'a changé aucune des possibilités matérielles existantes. L'effort des individus pour réduire leurs encaisses signifie seulement un relèvement des prix et des revenus suffisant pour amener le stock de monnaie à un montant égal à $1/12^e$ au lieu de $1/10^e$ du revenu nominal d'une année. Quand cela se produit, les prix augmentent de 10 % par an,

comme la quantité de monnaie. Les prix et les revenus nominaux augmentant de 10 % par an, le revenu réel est constant. Comme la quantité nominale de monnaie augmente aussi de 10 % par an, son rapport au revenu est constant : $4 \frac{1}{3}$ semaines de revenu.

Ce processus demande deux vagues de hausse des prix : premièrement une hausse en une seule fois de 20 %, afin de ramener les encaisses réelles au niveau souhaité lorsque le coût de leur détention est de 10 cents par dollar ; deuxièmement une inflation indéfiniment prolongée au rythme de 10 % par an afin de maintenir les encaisses réelles constantes à ce niveau.

Nous pouvons maintenant en dire un peu plus au sujet de la période de transition. Pendant cette période, le taux d'inflation doit être en moyenne supérieur à 10 %. L'inflation doit donc dépasser son niveau d'équilibre à long terme. Elle doit évoluer selon un rythme cyclique.

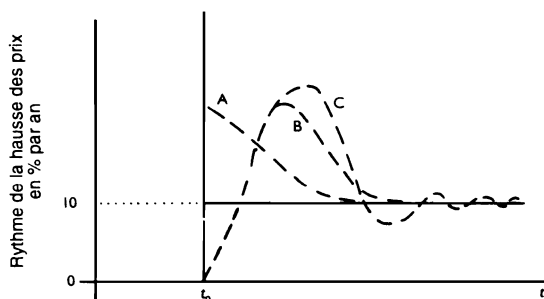


Figure 2

Dans la figure 2, la droite horizontale représente le niveau d'équilibre à long terme de l'inflation. Les trois courbes en pointillés partant de t_0 , date à laquelle la quantité de monnaie commence à augmenter, montrent trois possibilités alternatives d'évolution : la courbe A décrit un dépassement unique suivi d'un rapprochement graduel vers la position permanente ; les courbes B et C montrent au départ une réaction trop faible, puis un dépassement, suivis soit par un rapprochement graduel (courbe B), soit par un ajustement cyclique atténué (courbe C). Le caractère inéluctable des surs réactions dans les rythmes de variation des prix et des

revenus (mais pas nécessairement de leurs niveaux) est, me semble-t-il, l'élément essentiel des théories monétaires du cycle économique. En fait, la nécessité d'une surréaction se trouve renforcée dans les cas de sous-réaction initiale (comme dans les courbes B et C). Quand l'hélicoptère commence à déverser de la monnaie en un flux régulier — ou plus généralement, quand la quantité de monnaie commence, de façon inattendue, à croître plus rapidement — il faut un certain temps pour que les gens s'adaptent à ce qui arrive. Au début, ils laissent les encaisses existantes dépasser les encaisses désirées dans le long terme, en partie en raison d'une certaine inertie, en partie aussi parce qu'ils peuvent considérer que les premières hausses de prix sont le prélude de baisses à venir (et cette anticipation élève le niveau des encaisses désirées), en partie enfin parce que l'effet initial du relèvement des encaisses peut se faire sentir sur la production plutôt que sur les prix, ce qui élève encore le niveau des encaisses désirées. Puis, à mesure que les gens adaptent leur comportement à la situation nouvelle, les prix doivent pendant un certain temps s'élever plus rapidement, pour effacer l'accroissement initial des encaisses réelles et provoquer leur baisse de long terme.

Si cet aspect de la phase de transition est clair, on ne peut guère en analyser les détails sans connaître de façon beaucoup plus précise les modes de réaction des membres de la communauté et le processus de formation de leurs anticipations des mouvements de prix.

Notons enfin un détail important. Nous avons traité implicitement le flux réel de services comme s'il était le même dans l'équilibre de long terme et au début du processus. Il n'en va pas ainsi, pour deux raisons. En premier lieu — et cela importe moins pour notre démonstration — il peut se produire des modifications permanentes de la répartition des encaisses. Deuxièmement — et c'est plus important — les encaisses réelles sont, au moins en partie, un facteur de production. Prenons un exemple banal : un détaillant peut conserver une encaisse moyenne plus réduite en embauchant un coursier qu'il enverra à la banque voisine chaque fois qu'il aura besoin de petite monnaie quand ses clients lui donnent un gros billet. Si ce détaillant doit payer 10 cents par dollar et par an — au

lieu de ne rien payer — pour détenir 1 dollar supplémentaire, il sera incité de préférence à embaucher ce coursier, c'est-à-dire à substituer à son encaisse d'autres ressources productives. Cela implique à la fois un plus faible flux réel de services émanant de ces ressources, et une modification de la structure de la production, car les diverses activités de production n'ont pas toutes les mêmes exigences de liquidités, de même qu'elles varient dans leurs exigences en main-d'œuvre ou en terrains.

Notre exemple hypothétique simple de l'hélicoptère illustre bien un phénomène, que certains pourraient appeler un paradoxe, et qui est de la plus grande importance dans la réalité. Aux yeux de chaque individu considéré isolément, la monnaie tombée du ciel paraît une aubaine, une véritable bonne fortune inattendue. Cependant, quand la communauté s'y est adaptée, chacun est en moins bonne situation, à deux égards : premièrement l'individu représentatif est plus pauvre, car sa réserve pour les cas urgents n'est plus égale qu'à $4\frac{1}{3}$ semaines de revenu, au lieu de 5,2 semaines antérieurement ; deuxièmement il perçoit un revenu réel plus faible parce que certaines ressources productives ont été substituées à des encaisses, ce qui élève le prix des services de consommation par rapport au prix des services de production. Ce contraste entre ce qui apparaît aux yeux de l'individu et ce qui est la réalité pour la communauté est fondamentalement à l'origine de la plupart des surprises fâcheuses qu'occasionne la monnaie.

La célèbre théorie quantitative de la monnaie

L'analyse qui précède peut être présentée sous la forme d'une équation simple ; cette équation, certains savants en avaient eu l'idée il y a quelques centaines d'années ; elle fut exprimée avec soin et précision à la fin du XIX^e siècle, par Simon Newcomb, astronome très célèbre et accessoirement grand économiste, puis exposée en détail et popularisée par Irving Fisher, le plus grand économiste que les États-Unis aient jamais produit. Fisher écrit cette équation de la façon suivante :

$$MV = PT.$$

M est la *quantité nominale de monnaie*. Comme nous l'avons vu, elle est de nos jours calculée aux États-Unis par le Système de réserve fédérale. V est la *vitesse de circulation*, c'est-à-dire le nombre de fois que 1 dollar est, en moyenne, utilisé au cours d'une certaine période pour réaliser un achat. Si nous nous bornons aux achats de biens et services finals et si, comme dans notre exemple, le public détient sous forme liquide 5,2 semaines de revenu, la vitesse de circulation est de dix fois par an, puisque le revenu d'une année (égal à une année d'achats de biens et services finals, ce qui inclut l'épargne) représente dix fois la quantité de monnaie¹. V est déterminé, nous l'avons vu, par le public, en fonction de *l'utilité* qu'il accorde aux encaisses liquides et du *coût* de leur détention. Le produit de M par V , le membre de gauche de l'équation, est la dépense totale ou revenu total.

Dans le membre de droite, P est un *prix moyen*, ou un indice de ce prix moyen, des biens et services achetés. T représente les *transactions* ; il faut l'interpréter comme un indice de la quantité totale de biens et services achetés. Dans une première présentation de son équation, Fisher rangeait dans T toutes les transactions : les achats de biens et services finals (comme le pain acheté par le consommateur final), les transactions intermédiaires (la farine achetée par le boulanger), et les transactions en capital (l'achat d'une maison ou d'une action de société). Aujourd'hui, on ne représente par T que les achats de biens et services finals, et on utilise y (représentant le revenu réel) à la place de T .

Telle qu'elle est écrite, l'équation est une identité, un truisme. Un achat peut toujours être considéré sous deux angles : le montant de la monnaie dépensée, et la quantité d'un bien ou d'un service acheté multipliée par le prix payé. Quand on inscrit la quantité de monnaie du côté gauche et le prix multiplié par la quantité du côté droit et si on fait les totaux de ces chiffres pour tous les

1 Je rappelle une fois encore que ce chiffre ne vaut que pour la monnaie définie comme monnaie disponible à vue ou monnaie de base. Au cours des dernières années, la vitesse de circulation de la monnaie de base a été de 15 à 20, soit nettement plus qu'auparavant. Pour M2 dans sa définition actuelle, cette vitesse est beaucoup moins grande : environ 1,3 par an.

achats, on trouve un exemple classique de comptabilité en partie double. Ici comme dans toute comptabilité en partie double, le truisme est très utile.

Revenons à notre première question : qu'est-ce qui détermine la quantité qui peut être achetée avec le billet de 5 dollars par lequel nous avons commencé. *Rien ne peut affecter P que dans la mesure où il modifie l'un ou plusieurs des autres éléments de l'équation.* Est-ce que, par exemple, une hausse des cours en Bourse va modifier la quantité qu'il est possible d'acheter avec un billet de 5 dollars ? Elle ne réduira cette quantité (elle relèvera P) que si elle amène le Fed à créer davantage de monnaie (M augmente) ou si elle conduit le public à détenir des encaisses plus faibles (V augmente), peut-être parce qu'il pense que les autres formes d'actifs sont devenus plus attrayantes ; elle peut encore réduire la quantité de biens et de services disponibles à l'achat, si les travailleurs s'intéressent moins à leur travail et davantage aux cours de Bourse (T diminue). Le boom de la Bourse ne peut accroître la quantité achetable (abaisser P) que s'il a l'effet opposé, et il est évident qu'il y a toutes sortes de combinaisons possibles.

Comme le montre cet exemple simplifié à l'extrême, cette équation est un moyen commode de structurer l'analyse des conséquences d'un changement du contexte. En bref, l'équation de Fisher a le même rôle fondamental dans la théorie monétaire que celle d'Einstein, $E = mc^2$, en physique.

Les variations de la quantité de monnaie

Dans le monde réel, la monnaie ne tombe pas des hélicoptères. Quand elle était faite en grande partie de biens matériels comme l'or et l'argent, les découvertes nouvelles et le progrès technique étaient les principales sources des variations de la quantité de monnaie. Nous étudierons dans le chapitre 3 les conséquences des découvertes d'or et d'argent au XIX^e siècle, dont les principales ont été faites en Californie (1849) et en Australie (pendant la décennie de 1850) ; il faut citer aussi l'ouverture de la mine de Comstock Lode, en 1859, riche d'argent et d'or et, plus avant dans le siècle, les découvertes en Alaska et en Afrique du Sud. Le chapitre 5

étudiera les conséquences sur la carrière politique de William Jennings Bryan d'une avancée technologique très importante, la mise au point du procédé de cyanuration pour l'extraction de l'or à partir de minerai à faible teneur.

Examinons, à la lumière de la parabole de l'hélicoptère, les effets de l'afflux d'or californien et australien après 1850. Comme ceux qui ont été les plus rapides à collecter la monnaie de l'hélicoptère, les premiers qui ont trouvé de l'or sont évidemment devenus riches. Mon exemple favori remonte à une visite que je fis un jour en Australie, dans une ville réputée pour ses mines d'or, et qui est maintenant un lieu d'attraction pour les touristes. Un vieux document était exposé : une affiche publicitaire pour la glace de Walden Pond. Cette glace, découpée en hiver à Walden Pond dans le Massachusetts était chargée, dans la sciure de bois, sur des navires qui faisaient le tour de l'Amérique du Sud et traversaient le Pacifique (en tout quelque quinze mille milles) jusqu'à Melbourne, où cette glace était déchargée et transportée par des voitures tirées par des chevaux sur plus de cent milles jusqu'à cette ville où l'on produisait de l'or ; tout cela afin de satisfaire le désir de boissons fraîches d'heureux prospecteurs enrichis de fraîche date !

Cet or californien et australien dépensé d'abord là où il était trouvé, attirait les gens et faisait affluer les marchandises (comme la glace) du monde entier, parce que les prix montaient. Ceci a entraîné, peu à peu, une dissémination de l'or dans le reste du monde et une hausse des prix dans tous les pays vivant en régime d'étalon-or. Comme dans la parabole de l'hélicoptère, une longue période a été nécessaire pour que les découvertes épuisent tous leurs effets. À mesure que cela se produisait, les fortes divergences initiales des prix se sont atténuées.

Également comme dans la parabole, les conséquences pour les individus ont été très différentes de ce qu'elles ont été pour la communauté toute entière. Les premiers qui, par chance, ont trouvé de l'or sont devenus riches, c'est évident. Mais qu'en est-il de la communauté ! En fin de course, sa situation était moins bonne qu'auparavant. L'appât du gain et l'espoir d'avoir de la chance qui ont marqué les diverses ruées vers l'or ont impliqué que les ressources employées à l'extraction du métal, à son transport vers des pays

lointains, à son monnayage, et à son enfouissement dans les chambres fortes des banques, ont presque certainement été d'une valeur globale plus grande que l'or nouveau. Une partie de cet or nouveau a, sans doute, été transformé en bijoux, en vaisselle... Cette partie, au moins, a procuré une utilité durable. Mais le reste de l'or, utilisé comme monnaie, a eu pour principal effet d'amener les prix à un niveau plus élevé. Comme David Hume l'écrivait en 1742, « l'augmentation [de la quantité de monnaie] n'a pas d'autre effet que de rehausser le prix du travail et des marchandises... À mesure que ces changements s'accomplissent, cette augmentation peut exercer quelque influence, en stimulant l'industrie, mais par la suite les prix se stabilisent... Elle n'a aucune espèce d'influence » (1804a, p. 314). La « stimulation de l'industrie » peut avoir entraîné quelque accroissement de la production, mais on a peine à croire qu'un tel accroissement puisse compenser autre chose qu'une part infime du coût des ressources utilisées pour la monnaie nouvellement créée.

Bien que les conséquences sur le bien-être général aient été presque certainement négatives, *il ne s'ensuit pas que l'existence d'un étalon d'or — ou plus généralement d'un étalon fait d'un bien quelconque — soit une erreur néfaste pour la société*. Il est vrai que cet étalon implique le coût de l'extraction de l'or dans un certain point du globe pour, en fait, l'enfouir en un autre point. Cependant, nous avons vu que l'existence d'un instrument d'échange communément accepté est très important pour le bon fonctionnement d'une société complexe. Une monnaie ne peut assumer cette fonction que si sa quantité nominale est limitée. Pendant des millénaires, la seule limitation effective a été constituée par le lien entre la monnaie et une marchandise. Ce lien servait de garde-fou au niveau des prix. Lorsqu'on s'en écartait il en résultait, selon l'expression de Fisher, « une malédiction pour le pays en cause ». Comme on l'a déjà vu et comme on l'étudiera plus en détail dans le chapitre 10, le monde est maintenant engagé dans une grande expérience, pour voir s'il peut créer un autre point fixe dont la valeur reposerait sur la sagesse des gouvernements plutôt que sur le coût d'acquisition d'un bien matériel. Au moment où j'écris, cette expérience n'a pas encore vingt ans ; elle est jeune à l'échelle de la vie humaine ;

que dire alors au regard de l'histoire ! Le verdict est loin d'être rendu sur le point de savoir si une monnaie sans références concrètes aura un coût moindre qu'une monnaie-marchandise (voir Friedman 1987, ainsi que 1986).

J'en arrive maintenant à l'autre grande source de variations de la quantité de monnaie au cours de l'histoire, et la seule depuis 1971 : l'action du gouvernement. Depuis des temps immémoriaux, les gouvernements ont joué un rôle majeur dans les systèmes monétaires. Un des aspects de ce rôle a consisté à tenter de s'approprier le monopole du monnayage, en partie pour normaliser les signes monétaires. Le sceau du souverain sur une pièce de monnaie était apposé pour attester du poids et du degré de fin de celle-ci, permettant ainsi aux pièces d'être utilisées dans les transactions en étant dénombrées plutôt que pesées ; le coût des transactions était ainsi diminué. L'apposition du sceau avait aussi pour objectif la perception du seigneurage, qui est la rémunération de l'atelier monétaire pour la transformation des lingots de métal en pièces.

Le paiement par dénombrement des pièces plutôt que par la pesée du métal a beaucoup facilité le commerce¹. Mais il a aussi fait naître la tentation de « rogner » les pièces (c'est-à-dire d'enlever de fines languettes de métal sur leurs bords ou leurs coins), de les faire « suer » (c'est-à-dire d'en mettre une certaine quantité dans un sac de cuir, de secouer celui-ci et de récolter la poussière métallique ainsi produite) : grâce à ces deux manipulations, une pièce plus légère pouvait être échangée à sa valeur faciale. La loi de Gresham (« la mauvaise monnaie chasse la bonne » quand il existe un taux de change fixe entre les deux) a fait sentir ses effets, et les pièces lourdes et solides ont été conservées pour leur valeur de métal, alors que les pièces légères servaient aux échanges. Les pièces sont devenues de plus en plus légères, et les prix ont monté de plus en plus. Le paiement par pesée a été repris pour les grosses transactions, et le besoin de créer de nouvelles pièces a réapparu.

1 La suite de cette section est en grande partie tirée de Friedman (1974).

La pratique du rognage ou du suage des pièces cessa lorsque, à partir de 1663, des crénelures furent creusées sur leur pourtour ; l'Angleterre employa ce crénelage lors du Grand remonnayage de 1696 à 1698, d'où sortirent des pièces beaucoup plus homogènes.

Les efforts des souverains pour tirer profit du monopole de la frappe des monnaies furent une affaire beaucoup plus sérieuse. À cet égard, les expériences grecque et romaine présentent un intéressant contraste. Bien que Solon, lorsqu'il a accédé au pouvoir à Athènes en 594 avant J.-C., ait ordonné une dépréciation partielle de la monnaie, la drachme athénienne eut un poids d'argent quasi constant (67 grains d'or fin — 4,34 g — avant Alexandre, 65 grains — 4,21 g — après lui) durant les quatre siècles suivants (jusqu'à l'absorption de la Grèce dans l'Empire romain). Elle devint l'instrument d'échange le plus utilisé en Grèce et dans une bonne partie de l'Asie et de l'Europe ; même après la conquête romaine, la drachme continua à être frappée et largement employée.

À Rome, la situation monétaire a évolué de façon très différente. Peu de temps après l'introduction, en 269 avant J.-C., d'un denier d'argent sur le modèle de la drachme grecque, la monnaie de cuivre existante (*aes* ou *libra*) fut dépréciée ; au début de l'Empire, son poids n'était plus que d'une once, contre une livre auparavant. Le denier d'argent et l'*aureus* d'or (introduit autour de 87 avant J.-C.) ne subirent que des manipulations mineures jusqu'à l'époque de Néron (54 après J.-C.), qui marque le début d'une période de manipulations continues. La teneur en métaux précieux des pièces d'or et d'argent diminua, et la part de l'alliage fut accrue jusqu'aux trois quarts, ou davantage, du poids des pièces. À la fin de cette période de dépréciation de trois siècles, le denier, qui était fait autrefois d'argent presque pur, avait dégénéré jusqu'à n'avoir guère plus de valeur qu'une pièce de cuivre recouverte d'une mince pellicule d'argent d'abord, d'étain ensuite. Notons incidemment qu'aux États-Unis, il n'a pas fallu un siècle pour que les pièces de 10, 25 et 50 cents parcourent le même cycle de vie. Nous faisons des progrès.

La dépréciation monétaire à Rome (et c'est toujours le cas depuis) a traduit l'incapacité — ou la mauvaise volonté — de l'État à financer ses dépenses au moyen d'impôts prélevés à cette fin. Mais, à son tour, elle a aggravé la situation économique et, sans aucun doute, contribué à l'effondrement de l'Empire.

La dépréciation ne pouvait être qu'un processus lent, qui comportait la frappe de nouvelles pièces et qui, en fin de compte, était limité par le coût réel du métal. Le recours accru à la monnaie de papier au XVIII^e siècle et au début du XIX^e, a facilité l'accélération de ce processus. L'essentiel de la monnaie en usage a été progressivement fait, non plus d'or ou d'argent, mais de monnaie fiduciaire : des promesses de payer certains montants spécifiés d'or ou d'argent. Ces promesses émanaient, à l'origine, de personnes ou de sociétés privées ; elles consistaient en billets de banque ou en avoirs en compte transférables, ce qu'aujourd'hui on nomme dépôts. Mais l'État a, peu à peu, pris ici une place croissante.

Il n'y a pas loin de la monnaie de papier fiduciaire portant promesse de payer en or ou en argent à la monnaie de papier dénuée de tout support concret : il s'agit alors de billets émis à la volonté du souverain, qui représentent tant de dollars, ou de francs, ou de yen, et ont cours légal, mais qui ne constituent pas des promesses de payer quoi que ce soit. La première émission de monnaie totalement fiduciaire en Occident a eu lieu en France au début du XVIII^e siècle (quoiqu'on parle d'une monnaie de papier ayant existé en Chine mille ans auparavant). Ultérieurement, le Gouvernement révolutionnaire en France a émis, sous le nom d'assignats, de la monnaie de papier de 1789 à 1796. Les colonies américaines et, plus tard, le Congrès continental ont émis des « billets de crédit » qui pouvaient être utilisés pour certains paiements. Ces premières expériences ont donné à juste titre une mauvaise réputation à la monnaie totalement fiduciaire. Elle a été émise en quantités excessives, et les prix ont très fortement monté jusqu'à ce que cette monnaie ait perdu toute sa valeur ou soit rachetée contre du métal (ou contre promesse de rembourser en une monnaie métallique) pour une faible fraction de sa valeur initiale.

Ultérieurement, d'autres émissions de monnaie fiduciaire eurent lieu dans les grands pays au XIX^e siècle, mais l'abandon de

l'étalon métallique qu'elles consacraient n'était que temporaire. En Angleterre, par exemple, le paiement en or des billets de banque existants fut suspendu pendant les guerres napoléoniennes (1797–1816). De ce fait, les cours des pièces d'or et du métal s'élevèrent en termes de papier-monnaie. De même, aux États-Unis, la convertibilité de la monnaie de l'Union (les *greenbacks*) en métal fut suspendue pendant la guerre civile et ne fut rétablie qu'en 1879. En 1864, le cours d'une pièce d'or de 20 dollars monta jusqu'à plus de 50 dollars-papier.

Les variations de la demande de monnaie

Comme nous l'avons vu plus haut, des variations de la demande de monnaie peuvent avoir les mêmes conséquences que des variations de la masse monétaire. Néanmoins, lorsqu'on parle de variations de la demande, il importe de faire une nette distinction entre celles qui découlent des variations de l'utilité des encaisses liquides (par exemple un accroissement de la monétisation ou une gamme plus large d'instruments financiers entre lesquels choisir), et celles qui découlent de modifications du coût de ces encaisses (par exemple une variation des taux d'intérêt nominaux ou du rythme d'évolution des prix). En jargon économique, il faut distinguer entre des déplacements de la courbe de demande et des mouvements le long d'une courbe de demande d'encaisses.

Cette distinction est importante car les variations de l'utilité sont en général lentes et progressives. Pour ce qui est des coûts, leurs variations sont souvent lentes elles aussi, mais quand elles ont une grande ampleur, notamment quand il s'agit des taux d'intérêt et du rythme d'évolution des prix, elles sont généralement la conséquence d'événements entraînés par des variations antérieures de l'offre de monnaie. Les États-Unis en ont récemment fourni un exemple, avec la forte hausse du rythme de l'inflation et des taux d'intérêt pendant la décennie de 1970, et leur baisse importante au cours de la décennie suivante.

On peut conclure que les variations de grande ampleur des prix ou d'un revenu nominal sont presque toujours la conséquence de variations de l'offre nominale de monnaie, et rarement celle

de variations de sa demande (nous étudierons plus en détail dans le chapitre 8 le sujet très important de l'inflation).

Conclusion¹

Depuis des siècles, les phénomènes monétaires ont été longuement étudiés. Il peut être utile, pour bien saisir le sens de ce chapitre, de présenter succinctement les fruits de cette recherche empirique.

1. Dans la longue comme dans la courte période, il y a une relation certaine, quoiqu'imprécise, entre le taux de croissance de la quantité de monnaie et celui du revenu nominal. Si la première augmente rapidement, le second évolue de même, et inversement. Cette relation est beaucoup plus nette en longue qu'en courte période.

2. Sur la courte période, il est souvent difficile de discerner la relation entre la croissance de la monnaie et celle du revenu nominal, en partie parce qu'elle est moins étroite que dans la longue période, mais surtout parce qu'il faut un certain temps pour que les variations du rythme de croissance de la monnaie aient une incidence sur le revenu. Et ce laps de temps est lui-même variable. La croissance du revenu d'aujourd'hui n'est pas liée étroitement à celle de la monnaie d'aujourd'hui, mais davantage aux événements monétaires du passé. Ceux d'aujourd'hui affecteront le revenu de demain.

3. Dans la plupart des grands pays occidentaux, une variation du rythme de croissance de la monnaie entraîne une variation du rythme de croissance du revenu nominal environ six à neuf mois plus tard. C'est là une moyenne qui ne s'applique pas à chaque pays en particulier. Le temps de réaction est parfois plus long, parfois plus bref. Il tend en particulier à être plus bref quand les rythmes de croissance de la monnaie et de l'inflation sont élevés et varient fortement.

1 Tirée en grande partie de Friedman (1987).

4. Au cours du cycle, la réaction du revenu nominal — compte tenu du décalage dans le temps — est d'amplitude plus grande que la variation de la croissance de la monnaie.

5. La variation du rythme de croissance du revenu nominal se manifeste tout d'abord, généralement, dans la production et très peu dans les prix. Si le rythme de la croissance de la monnaie s'élève ou s'abaisse, celui du revenu nominal et de la production tend à évoluer dans le même sens environ six à neuf mois plus tard, mais le rythme de la hausse des prix n'est guère affecté.

6. L'influence sur les prix, comme les conséquences sur le revenu et la production, est étalée dans le temps, mais elle se fait sentir entre douze et dix-huit mois plus tard environ, de sorte que le décalage total entre une variation de la croissance de la monnaie et une variation du rythme de l'inflation est en moyenne de quelque chose comme deux ans. C'est pourquoi c'est une longue et dure tâche que d'arrêter une inflation que l'on a laissée se développer. Elle ne peut être arrêtée du jour au lendemain.

7. Même si l'on tient compte de ces effets retardés de la croissance monétaire, la relation est loin d'être parfaite. Il est fréquent dans la courte période, que les variations du revenu et celles de la quantité de monnaie ne suivent pas tout à fait cet ordre et se chevauchent plus ou moins.

8. Dans le court terme, ce qui peut vouloir dire trois à dix ans, les variations monétaires affectent principalement la production. Par contre, sur plusieurs décennies, elles affectent principalement les prix. L'évolution de la production dépend de facteurs réels : l'esprit d'entreprise, l'initiative, l'ardeur au travail des individus, et leur esprit d'épargne ; la structure de l'industrie et l'action des pouvoirs publics ; les relations entre les nations, etc.

9. L'une des conclusions les plus importantes concerne les grandes dépressions. L'histoire montre nettement qu'une crise monétaire comportant une forte diminution de la quantité de monnaie est une condition nécessaire et suffisante d'une dépression majeure. Les fluctuations de la croissance de la monnaie sont aussi systématiquement liées aux fluctuations mineures de l'économie, mais ne jouent pas un rôle aussi net que d'autres forces.

Comme nous l'avons écrit, Anna Schwartz et moi-même, « les variations du stock de monnaie sont... une conséquence autant qu'une cause indépendante des variations du revenu nominal et des prix bien que, lorsqu'elles se produisent, elles entraînent à leur tour de nouvelles conséquences sur le revenu et les prix. Il y a interaction réciproque, mais il est clair que la monnaie est le partenaire principal dans le long terme et dans les grandes évolutions cycliques, et un partenaire plus à égalité avec le revenu nominal et les prix dans les évolutions plus courtes et de moindre ampleur ; telles sont les conclusions générales que nous suggèrent nos travaux » (1963, p. 695).

10. Un point important demeure incertain : c'est, dans le court terme, la part respective de la production et des prix dans une variation du revenu nominal. Cette part respective a beaucoup varié dans l'espace et dans le temps, et il n'existe aucune théorie satisfaisante qui puisse identifier les raisons de cette variation.

11. Il découle de ce qui précède que *l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire*, en ce sens qu'elle résulte toujours et exclusivement d'une augmentation plus rapide de la quantité de monnaie que de la production. De nombreux phénomènes peuvent provoquer des fluctuations temporaires du taux d'inflation, mais ils ne peuvent avoir d'effets durables que dans la mesure où ils affectent le rythme de la croissance monétaire. Celle-ci peut cependant avoir de multiples causes, par exemple dans la découverte de mines d'or, le financement des dépenses publiques, ou celui des dépenses du secteur privé. Les conclusions qui précèdent ne sont donc que le préalable à une réponse relative aux causes de l'inflation et aux moyens de la combattre. La question de fond est de savoir comment peut survenir une création monétaire excessive (voir chapitre 8).

12. Une variation de la croissance monétaire affecte les taux d'intérêt, d'abord dans un sens, puis dans le sens opposé. Au début, une croissance plus rapide tend à faire baisser les taux. Mais, ultérieurement, l'accélération de la dépense, puis, plus tard encore, de l'inflation qui en résulte entraîne une augmentation de la demande d'emprunts, ce qui tend à faire monter les taux d'intérêt.

De plus, l'augmentation de l'inflation élargit l'écart entre les taux d'intérêt réels et nominaux. Les prêteurs comme les emprunteurs anticipent la poursuite de l'inflation, les prêteurs demandent des taux nominaux plus élevés pour compenser l'inflation envisagée, et les emprunteurs sont prêts à accepter ces taux. C'est la raison pour laquelle les taux d'intérêt sont le plus élevés dans les pays qui ont connu la croissance la plus rapide de la masse monétaire et des prix, comme le Brésil, l'Argentine, le Chili, Israël, et la Corée du Sud. En sens opposé, un rythme plus faible de croissance monétaire entraîne d'abord une hausse des taux d'intérêt mais ultérieurement, à mesure que la dépense et l'inflation se ralentissent, les taux d'intérêt diminuent. C'est la raison pour laquelle les taux d'intérêt sont le plus bas dans les pays qui ont connu le rythme le plus faible de croissance de la masse monétaire, tels que la Suisse, l'Allemagne et le Japon.

13. Dans les grands pays occidentaux, le lien avec l'or et la possibilité de prévoir à long terme le niveau des prix qui en découlait ont entraîné cette conséquence que, pendant un certain temps après la Seconde Guerre mondiale, les taux d'intérêt ont évolué comme si les prix devaient rester stables et comme si on n'envisageait ni inflation ni déflation. Les rendements nominaux des actifs nominaux étaient relativement stables, alors que les rendements réels étaient très instables, car ils absorbaient presque intégralement l'inflation et la déflation (voir figure 1).

14. Dès le commencement de la décennie 1960, et surtout après la fin du régime de Bretton Woods en 1971, les taux d'intérêt ont commencé à évoluer parallèlement à l'inflation. Les rendements nominaux des actifs nominaux sont devenus plus instables, et les rendements réels de ces actifs sont devenus plus stables.

CHAPITRE 3

*Le crime de 1873*¹

Je suis persuadé que l'histoire s'en souviendra [du *Coinage Act* de 1873] comme du plus grand crime législatif et la plus stupéfiante conspiration contre le bien-être des peuples des États-Unis et de l'Europe, dont la présente génération — ou d'autres — ait pu être le témoin.

Sénateur John Reagan (1890)

[La démonétisation de l'argent] ... a été le crime du XIX^e siècle.

Sénateur William Stewart (1889)

Nous constatons en 1873 une simple reconnaissance légale de ce [la démonétisation de l'argent] qui avait été le résultat immédiat de la loi de 1853.

James Laurence Laughlin (1886)

Nous ne presserons pas sur le front des travailleurs cette couronne d'épines. Vous ne crucifierez pas l'humanité sur une croix d'or.

William Jennings Bryan (1896)

La loi de 1873 a été une décision heureuse, qui a sauvé notre crédit sur le plan financier et protégé l'honneur de l'État. C'est une œuvre législative dont nous ne pourrons jamais être assez reconnaissants.

James Laurence Laughlin (1886)

1 J'exprime ma reconnaissance, pour leurs commentaires très utiles sur des versions antérieures de ce chapitre, à Michael Bordo, Conrad Braun, Phillip Cagan, Joe Cobb, Harold Hough, David Laidler, Hugh Rockoff et, comme toujours et très particulièrement, à Anna Schwartz. En outre, David Friedman et un lecteur anonyme pour le compte du *Journal of Political Economy* ont formulé, lors de la révision du texte, un certain nombre de suggestions très utiles.

Le *Coinage Act* de 1873 (loi sur la frappe des monnaies) auquel se rapportent ces citations fut voté à la Chambre des représentants par 110 voix contre 13, et au Sénat par 36 voix contre 14, après de longues et néanmoins superficielles auditions et discussions. À l'époque, il attira peu l'attention, même de la part de ceux des membres du Congrès (y compris le sénateur Stewart) qui, d'abord le votèrent pour ensuite l'attaquer en termes violents : « grave faute », « conspiration » suite à des « tractations corrompues », « erreur qui... est pire qu'un crime », « grave fraude législative » et, enfin, « le crime de 1873 » (voir Barnett, 1964, pp. 178–181)¹.

Comment une mesure législative, apparemment inoffensive, a-t-elle pu provoquer des réactions aussi vives et aussi contrastées de la part de personnalités célèbres, intellectuels, hommes d'affaires, hommes politiques, pendant aussi longtemps ? Comment en est-elle venue au centre des débats dans une campagne présidentielle qui se déroulait plus de vingt ans après qu'elle eût été votée (on en trouvera l'histoire dans le chapitre 5). Était-elle un crime, dans un sens ou dans un autre ? Quelles ont été ses véritables conséquences ? Il faut, pour répondre à ces questions, rappeler quelques notions d'histoire et de théorie monétaires.

Le contexte historique

La Constitution américaine donne au Congrès le pouvoir de « frapper la monnaie, d'en fixer la valeur, et de fixer la valeur des monnaies étrangères », et interdit aux États d'autoriser l'usage de « quelque autre chose que les pièces d'or et d'argent comme monnaie pour le paiement des dettes ». Quand il a pour la première fois exercé ce pouvoir, le Congrès, suivant la recommandation

1 Selon M. Paul O'Leary (1960, p. 390), « la première personne qui a employé le mot « crime » a été George Weston, secrétaire de la Commission monétaire américaine de 1876... dans son rapport spécial joint au rapport de la Commission » publiée en 1877. Barnett (1964, p. 180) attribue le premier emploi de l'expression « le crime de 1873 » au sénateur Henry Teller, du Colorado, le 10 juillet 1890.

d'Alexander Hamilton, vota le *Coinage Act* du 2 avril 1792. Cette loi a édicté que l'unité monétaire de base des États-Unis était le dollar, et que les monnaies divisionnaires seraient définies sur une base décimale : le centime, la « demi-dîme » (devenue le « nickel »), la « dîme », « le quart », etc. Elle a défini aussi le dollar comme étant égal à 371,25 grains (24,057 grammes) d'argent pur ou 24,75 grains (1,603 gramme) d'or pur, elle a autorisé la *libre frappe* des pièces d'or et d'argent selon le rapport de 15 pour 1, et précisé la part d'alliage qui pourrait être associée au métal pur dans la frappe des pièces¹.

J'ai écrit en italique deux termes qui sont essentiels pour la compréhension du « crime de 1873 ». La *libre frappe* est essentielle parce qu'elle concrétise la mise en pratique d'un étalon-métal lorsqu'elle indique que l'Hôtel des monnaies de l'État convertira tout métal précieux que les individus lui présentent en monnaie légale exprimée en dollars (à l'origine, uniquement en pièces, plus tard s'y sont ajoutés des certificats) pour un poids de métal équivalent. La mention expresse *des deux métaux*, l'or et l'argent, est essentielle, parce qu'elle signifie que les États-Unis adoptent effectivement un étalon bimétallique, c'est-à-dire un étalon monétaire qui autorise la libre frappe, donc l'emploi comme monnaie, de l'un ou l'autre de deux métaux, l'argent ou l'or. Ces deux dispositions de la loi équivalaient à dire que le gouvernement des États-Unis achèterait tout l'argent et tout l'or qui lui serait offert aux prix de 1,2929... dollar par once troy (31,135 grammes) d'argent pur et de 19,3939... dollars par once troy d'or fin ; en d'autres termes, 15 fois

1 Cette loi disait que « le métal ainsi présenté [pour être frappé selon les termes de la loi] devra être vérifié et frappé aussi rapidement que possible après sa réception, et cela sans débours pour la personne ou les personnes qui l'auront apporté » (Jastram 1981, p. 63). La frappe était donc doublement libre : ouverte à tous en quantité illimitée, et gratuite.

Cette gratuité de la frappe est exceptionnelle. Normalement, une faible redevance, appelée seigneurage, est prélevée pour couvrir le coût de l'opération. Mais ce seigneurage a parfois été manipulé et a servi à d'autres fins que la couverture du coût de la frappe : par exemple les seigneurs, autrefois, y voyaient un revenu, et le président F.D. Roosevelt a utilisé ce moyen pour stabiliser le prix de l'argent (chapitre 7).

plus pour une once d'or que pour une once d'argent, d'où un rapport de 15 pour 1¹.

Bien que légalement l'or ou l'argent aient été utilisables comme monnaie, en fait l'argent seul fut utilisé jusqu'en 1834, pour une raison simple. Il y avait, et il y a encore, un marché de l'argent et de l'or extérieur à l'Hôtel des monnaies, pour la joaillerie, les usages industriels, la frappe de pièces dans les autres pays, etc. En 1792, le rapport des prix sur le marché de l'or et de l'argent était presque exactement de 15 pour 1, soit le rapport recommandé par Hamilton. Mais peu après, sur le marché mondial, le rapport dépassa 15 pour 1 de façon durable (voir Jastram, 1981, pp. 63-69). En conséquence, ceux qui possédaient de l'or et voulaient le convertir en monnaie avaient intérêt à l'échanger d'abord contre de l'argent sur le marché, puis à présenter cet argent à la frappe, au lieu d'apporter directement leur or.

Pour présenter cela autrement, on peut voir l'Hôtel des monnaies comme une voie à double sens avec un rapport de 15 pour 1. Une façon évidente de s'enrichir serait d'apporter 15 onces d'argent à l'Hôtel des monnaies, obtenir 1 once d'or, vendre cette once d'or sur le marché, acheter avec le produit de cette vente plus de 15 onces d'argent, empocher le bénéfice, et recommencer. Il est clair que, rapidement, l'Hôtel des monnaies regorgerait d'argent et n'aurait plus d'or. C'est pourquoi l'engagement officiel dans ce régime bimétalliste portait seulement sur l'achat d'argent et d'or (c'est-à-dire de transformer le métal en pièces, sans limitation), quoique l'Hôtel des monnaies puisse, à sa convenance, vendre (rembourser en métal) l'un ou l'autre des deux métaux ou les deux. En fait, les États-Unis ont vécu sous un régime d'étalon-argent de 1792 à 1834. L'or n'était utilisé comme monnaie que compte tenu de sa prime, et non pour sa valeur faciale. Il était trop précieux. La loi de Gresham jouait à plein : la monnaie la moins chère faisait disparaître la monnaie chère².

1 Les décimales (1,2929... et 19,3939...) peuvent se poursuivre indéfiniment parce qu'une once troy équivaut à 480 grains. Étant donné que 1 dollar est défini comme équivalent à 371,25 grains d'argent pur ou 24,75 grains d'or fin, une once d'argent vaut 480 divisé par 371,25, soit 1,2929... dollar, et une once d'or vaut 480 divisé par 24,75, soit 19,3939... dollars.

2 Une bonne formulation de cette loi devrait être beaucoup plus précise, comme l'ont montré Rolnick et Weber (1986).

En 1834 fut votée une nouvelle loi sur la frappe des monnaies, car le rapport des prix de l'or et de l'argent sur le marché mondial était passé à 15,625 pour 1. Ce rapport fut, à plusieurs reprises, recommandé par le *Select Committee on Coins* de la Chambre des représentants entre 1832 et 1834, sous le prétexte de « faire quelque chose pour l'or », dont on venait de découvrir des gisements en Virginie, en Caroline du Nord et du Sud, et en Georgie, et qui était dorénavant « de la plus grande importance pour ces quatre états du sud » (O'Leary, 1937, p. 83). Mais le *Select Committee* modifia assez brusquement son attitude et recommanda un rapport de 16 pour 1, non pas pour faire quelque chose pour l'or — ce qu'il a fait néanmoins — mais pour faire quelque chose *contre* la Bank of the United States de Nicholas Biddle¹. Cela a été le point culminant de la célèbre « guerre des banques » entre le président Andrew Jackson et Biddle, qui se termina par le refus opposé à celui-ci d'obtenir pour sa banque une nouvelle charte lorsque la première charte fédérale expira en 1836. Comme le dit Paul O'Leary (1937, p. 84), le rapport de 16 pour 1 « était une massue dorée... employée par Jackson et ses partisans pour rosser l'ennemi qu'ils haïssaient, la banque ». L'état peu satisfaisant de la monnaie en circulation — un mélange de pièces d'argent américaines et étrangères, auquel s'ajoutait du papier monnaie émis par certaines banques à charte d'état dont quelques unes étaient douteuses — avait entraîné un regain de confiance, en tant qu'instrument d'échanges, en faveur des billets émis par la banque de Biddle. On espérait que la loi de 1834 affaiblirait celle-ci en substituant à ses billets des pièces d'or.

1 Alors que ce rapport est dit de 16 pour 1, il n'est qu'une approximation. Dans la loi de 1834, le poids du dollar d'or a été fixé à 23,2 grains (1,509 gramme) d'or fin, ce qui donnait un rapport or-argent très peu supérieur à 16 pour 1. La loi fut amendée en 1837 pour porter le poids à 23,22, ce qui donnait un rapport très légèrement inférieur à 16 pour 1. Cette modification fut introduite pour permettre, dans les pièces, exactement 10 % d'alliage. On trouva une bonne documentation sur les premières lois relatives à la frappe des monnaies aux États-Unis dans le *National Executive Silver Committee* (1890), ainsi que dans *US Commission on the Role of Gold* (1982, vol. 1, chap. 2).

Dans cette affaire, deux points méritent une mention spéciale. Tout d'abord, en 1834, le rapport de 16 pour 1 constituait une massue d'or ; dans la décennie de 1890, c'était une massue d'argent. Ensuite, dans les deux cas, cette massue a été l'instrument du même groupe de forces politiques contre le même (ou presque) groupe : les partisans d'Andrew Jackson en 1834 et de William Jennings Bryan en 1896, composé surtout de paysans, de petites et moyennes entreprises, et de catégories sociales défavorisées du sud et de l'ouest, contre les banquiers, les financiers, les grandes affaires, et les classes urbaines riches de l'est et du nord-est.

En tout état de cause, l'adoption du rapport de 16 pour 1 — qui déterminait un prix officiel de 20,671835... dollars (soit 480/23,22) par once d'or fin concrétisa la fin du règne de l'argent. De cette date à la guerre civile, la frappe de pièces d'argent se limita presque exclusivement aux pièces de faible valeur. Ces pièces étaient, elles aussi, surévaluées selon le nouveau rapport légal de 16 pour 1, jusqu'à ce que le Congrès décide de réduire leur teneur en argent. Mais la différence fut si faible, et tant de pièces étaient d'un poids inférieur au poids légal, qu'il ne valait pas la peine de les faire fondre (au moins jusqu'à l'inflation de dollars-papier durant la guerre civile) (Carothers, 1930, p. 98–101). Les pièces d'or circulèrent à partir de 1834, et l'or était l'étalon de fait. Malgré l'accroissement de la demande d'or à usage monétaire, le rapport de prix entre l'or et l'argent sur le marché s'abaisse à la suite des découvertes d'or en Californie et en Australie dans les décennies de 1840 et de 1850. La position de l'or en tant que monnaie bon marché semblait assurée.

La guerre civile a temporairement clos le règne de l'or. Les besoins de financement de la guerre ont entraîné la création de papier-monnaie — les *greenbacks* — émis sans couverture d'or ou d'argent et sans promesse de paiement en l'un ou l'autre métal¹.

1 Signalons un détail très intéressant à propos des *greenbacks* : Salmon Chase était secrétaire au Trésor quand les premiers *greenbacks* furent émis en 1862. Huit ans plus tard, il était Premier juge de la Cour suprême, lorsque celle-ci eut à juger du premier cas portant sur la constitutionnalité de leur émission. Non seulement Chase ne s'abstint pas mais, en tant que Premier juge il se joignit à la majorité de la Cour pour déclarer inconstitutionnel ce qu'il avait fait en tant que secrétaire au Trésor. Un peu plus d'un an plus tard, après que

En fait, le papier était devenu la monnaie bon marché. L'or continuait cependant à circuler, notamment sur la Côte ouest, mais non plus, naturellement, suivant un rapport de un pour un avec les *greenbacks*. Un marché se créa sur lequel le « prix de l'or en *greenbacks* » s'éleva au-dessus du cours officiel, et même au-dessus du double de ce prix. Le Gouvernement exigea le paiement en or des droits de douane et de certaines taxes, et les banques imaginèrent pour leurs clients des dépôts différents pour l'or et les billets. En résumé, l'or et les *greenbacks* circulèrent côte à côte selon un taux de change flottant déterminé par le marché, mais les *greenbacks* étaient de toute évidence la monnaie dominante pour la majorité des transactions et dans la plupart des régions.

Arrivons enfin à 1873. L'opinion commençait à demander la fin des *greenbacks* et le retour à un étalon métallique. C'était le moment pour le Congrès de mettre au net la législation sur la frappe des monnaies. La loi de 1873 établit la liste des pièces qui devraient être frappées, celle-ci comprenait les monnaies d'or et les monnaies divisionnaires d'argent, mais ne parlait pas du dollar d'argent — qui appartenait à l'histoire — de 371,25 grains troy d'argent pur. Une autre mise à jour de la loi intervint en 1874¹ ; elle fut suivie du *Resumption Act* (loi sur le rachat des *greenbacks*) en 1875 et du rétablissement couronné de succès d'un étalon métallique basé sur l'or le 1^{er} janvier 1879².

deux membres de la Cour aient été remplacés, la décision — dans la seconde affaire portant sur des *greenback* — fut inversée, et cette fois le Premier juge Chase fut l'un des juges dissidents.

- 1 La loi de 1873 portait la création d'un dollar d'argent plus lourd, le « dollar commercial », pour être utilisé dans les échanges avec le Mexique et l'Extrême-Orient, où régnait l'étalon-argent. Ce dollar commercial fut monnaie légale jusqu'en juin 1874, lorsque le Congrès vota un texte (les « Revised statutes ») aux termes duquel aucune pièce d'argent ne pouvait être légalement acceptée au-delà de 5 dollars, et les pièces étrangères ne pouvaient plus servir de monnaie (voir Barnett 1964, p. 178). Selon Nugent (1968, pp. 98, 134), la loi sur le monnayage fut introduite d'abord par le sénateur John Sherman en 1868, et la loi qui fut votée fut rédigée à l'origine en 1869 (et modifiée par la suite) ; elle fut présentée pour la première fois au Sénat en avril 1870.
- 2 On trouvera une étude détaillée de la période des *greenbacks* et de leur rachat dans Friedman et Schwartz (1963, chapitre 2).

L'évolution qui a trouvé son point culminant dans le rachat de 1879 a un parallèle exact dans ce qui s'était passé en Grande-Bretagne six décennies plus tôt : un étalon bimétallique avant 1797, puis un étalon-papier inconvertible, la démonétisation de l'argent en 1816, et le rachat en 1821 sur une base-or (alors que, sans la législation de 1816, le rachat se serait fait sur une base argent)¹. Ce parallélisme n'est pas pure coïncidence. La première étape — fin de la convertibilité et adoption d'un étalon-papier — fut, dans les deux pays, une réaction aux difficultés financières de la guerre². Comme aux États-Unis, la décision britannique de revenir à un étalon métallique traduisait le désir de posséder une monnaie solide, désir qui se manifestait dans le mécontentement de la communauté financière, des détenteurs de titres d'État, et de quelques économistes, devant l'inflation provoquée par l'abandon d'un étalon métallique ; l'inflation était cependant extrêmement modérée, comparée aux normes actuelles : au plus 5 à 10 % par an. Le choix par la Grande-Bretagne de l'or de préférence à l'argent fut un peu un accident, mais ce fut une des principales raisons pour lesquelles les États-Unis choisirent la même solution près de 60 ans plus tard³.

- 1 En 1819, le prix de l'or sur le marché était tombé jusqu'au cours légal, mais la Banque d'Angleterre ne fut pas, jusqu'en 1821, tenue de racheter ses billets contre de l'or.
- 2 Ce n'était pas la seule réaction possible, bien que de nombreux historiens tendent à considérer comme inévitable ce qui s'est passé. La France s'est trouvée dans des difficultés financières encore plus graves que la Grande-Bretagne, et cependant « tout au long de vingt ans de guerre, parfois contre la moitié de l'Europe [Napoléon] ne s'est jamais permis de recourir à une monnaie de papier inconvertible » (Walker, 1896b, p. 87). Nous étudierons cela plus en détail au chapitre 6.
- 3 David Ricardo, l'un des partisans les plus ardents du rachat en Grande-Bretagne, fut d'abord en faveur de l'argent mais non du bimétallisme ([1816], 1951, p. 63). Puis, dans une déclaration faite en 1819 devant un comité parlementaire, Ricardo prit parti pour l'or parce que « j'ai compris que ce mécanisme convient particulièrement aux mines d'argent et peut par conséquent entraîner un accroissement de la quantité de ce métal et une altération de sa valeur, alors que cette cause ne jouera sans doute pas sur la valeur de l'or ([1819a], 1952, pp. 390–191 ; voir également [1819b], 1952, p. 427). Cette thèse, comme tant de celles qui sont fondées sur l'opinion de techniciens « experts », s'est révélée très éloignée de la vérité. On trouvera au chapitre 6 une étude détaillée de ce point.

Si aux Etats-Unis le rachat des *greenbacks* était intervenu sous le régime de monnayage prévalant avant la guerre civile, l'argent serait devenu le métal bon marché chaque fois que le rapport or-argent s'élevait nettement au-dessus de 16 pour 1, comme cela se produisit en 1875. Les producteurs d'argent auraient alors eu avantage à apporter leur métal à l'Hôtel des monnaies, plutôt qu'à le vendre sur le marché, et les possesseurs de pièces d'or auraient eu avantage à fondre leurs pièces et à vendre l'or sur le marché plutôt que d'utiliser les pièces comme monnaie pour leur valeur faciale¹.

Dans la pratique, ni la conversion du métal en pièces, ni la fonte de pièces d'or ou d'argent ne sont gratuites. Il est normal que soit prélevé un petit droit de seigneurage pour couvrir les dépenses de l'Hôtel des monnaies, et l'opération de fonte implique un certain coût. De plus, une perte d'intérêts est encourue, en raison des délais de frappe, et la vente ou l'achat de métal entraîne un coût. La tendance à considérer le rapport légal comme un chiffre précis, impliquant qu'un seul des deux métaux puisse circuler à un moment donné, est donc une illusion. Dans un système d'étalon-or, les « points d'or » permettent aux taux de change de fluctuer entre certaines limites sans entraîner des sorties ou entrées d'or ; de même, dans un régime bimétalliste, des « points de rapport de prix or-argent » permettent à ce rapport de fluctuer entre certaines limites sans provoquer soit une prime sur l'un des deux métaux, soit son remplacement total par l'autre².

- 1 Aujourd'hui, apporter de l'or ou de l'argent à la Monnaie ne présente aucun intérêt, car l'un et l'autre métal ont été remplacés par une monnaie moins chère, le papier. Mais il existe encore, dans les textes, des prix officiels (1,2929 dollar pour l'argent, 42,22 dollars pour l'or). Les avoirs en or du gouvernement américain sont toujours évalués au prix officiel. Cependant personne n'envisagerait d'employer une pièce d'argent marquée 1 dollar ou une pièce d'or marquée 20 dollars comme monnaie pour ces valeurs faciales. Ces pièces ont respectivement une valeur numismatique de 8 et 475 dollars. Je suis redevable à Conrad Braun pour les estimations de la valeur actuelle des pièces d'argent et d'or.
- 2 C'est la situation qui a prévalu en France de 1803 à 1873. Pendant toute cette période, l'or et l'argent ont circulé conjointement, en dépit de rapports de prix de marché qui s'écartaient du rapport légal de 15,5 pour 1. Parfois cependant l'argent tendait à remplacer l'or, et inversement (Walker, 1896b, chap. 4 et 5, en part. p. 121). On trouvera au chapitre 6 une analyse plus détaillée d'un étalon bimétallique.

L'omission, dans le *Coinage Act* de 1873, de toute mention d'un dollar d'argent a entraîné légalement la fin du régime bimétalliste aux États-Unis. Si la loi n'avait pas omis cette référence décisive, il est presque certain que le rachat des *greenbacks* en 1879 se serait fait sur la base de l'argent, et non de l'or. C'est cela qui, aux yeux des partisans de l'argent, constitue le « crime de 1873 ».

Ces événements soulèvent deux questions. La moins importante, mais celle à laquelle il est le plus facile d'apporter une réponse, est : « y a-t-il eu crime », autant qu'on puisse le dire raisonnablement ? La seconde, beaucoup plus importante, mais aussi à laquelle il est beaucoup plus difficile de répondre, est celle-ci : que se serait-il passé si cette malheureuse phrase n'avait pas été omise ?

Y a-t-il eu « crime » ?

En 1877, *The Nation*, dans un éditorial, écrivait ceci : « M. Ernest Seyd, bullioniste intrigant et agent secret de porteurs étrangers d'obligations américaines, arriva aux États-Unis en 1873, venant de Londres, et parvint à soudoyer certains membres influents du Congrès et des fonctionnaires importants du gouvernement pour les amener à proposer la démonétisation de l'argent ». On dit qu'il apporta avec lui 500 000 dollars pour acheter certains parlementaires et le contrôleur de la monnaie » (cité dans Barnett, 1964, p. 178). Si cela avait été vrai, il y aurait effectivement eu crime dans tous les sens du terme. Mais aucune preuve n'a jamais été avancée pour corroborer cette affirmation. En réalité, Seyd n'avait rien d'un « bullioniste intrigant ». C'était un anglais partisan du bimétallisme qui était très opposé à la démonétisation de l'argent par les États-Unis (Nugent, 1968, pp. 153, 166). Aucun soupçon de corruption n'a jamais été évoqué, ni encore moins prouvé, contre aucun membre du Congrès ou fonctionnaire, à propos du vote du *Coinage Act* de 1873. Cette loi fit l'objet de longs débats aussi bien en comité qu'en séance plénière du Congrès et fut aisément votée par une forte majorité, quoique par la suite certains critiques aient soutenu que la disposition essentielle à laquelle ils s'opposaient ait

été à peine mentionnée et discutée en séance plénière¹. Au sens littéral du mot « crime » — à savoir « un acte punissable par la loi, parce que interdit par un texte ou néfaste au bien-être public » — il n'y a pas eu crime.

Par contre, si on considère le sens « plus général » de ce mot que donnent les dictionnaires — « un acte mauvais ou nuisible, une offense, un péché » — le fait qu'il y ait ou non eu crime est une question d'opinion. Ce qui n'est pas douteux est que l'omission du dollar d'argent parmi les pièces dont la frappe était prévue, a été intentionnelle et prise en pleine connaissance des conséquences probables, avec la conviction que ces conséquences étaient souhaitables. Cela a été exposé clairement par H.R. Linderman, directeur de la Monnaie des États-Unis à l'époque où la loi a été votée, dans un ouvrage publié peu de temps après (1877, chapitre 9). Dans son rapport adressé au secrétaire au Trésor en novembre 1872, alors que la loi était en discussion devant le Congrès, il écrivait ceci : « Les fluctuations de la valeur relative de l'or et de l'argent pendant les cent dernières années n'ont pas été très fortes, mais plusieurs causes sont maintenant à l'œuvre qui tendent toutes à accroître l'offre d'argent par rapport à la demande, donc à la dépréciation de ce métal » (1877, p. 48).

Sur les effets à attendre de la loi, Linderman écrivait ceci : « La déclaration incluse dans le *Coinage Act* de 1873, selon laquelle l'unité de valeur sera désormais le dollar d'or, et l'omission du dollar d'argent parmi les pièces dont la frappe est prévue par cette loi, ont mis les États-Unis sous le régime du seul étalon-or... Le poids de l'opinion en Europe et en Amérique va à l'encontre de la possibilité pratique de conserver un double étalon, quelle que soit la base choisie, et favorise un étalon unique, l'or » (p. 44).

Dans un des chapitres suivants, il écrit que « les partisans du retour à l'ancien dollar d'argent... semblent penser que l'arrêt de

1 Ils ont même cité, pour appuyer leurs dires, un de leurs adversaires : « Comme le dit le Professeur Laughlin... "Le Sénat a passé une grande partie de son temps à des questions de seigneurage et d'usure des pièces, et la Chambre à discuter des salaires des fonctionnaires" » (*National Executive Silver Committee*, 1890, p. 22).

la frappe de cette pièce a été une erreur, sinon une injustice ; et ils désirent que celle-ci soit réparée, sans se préoccuper de savoir s'il serait possible de conserver, après le rachat de 1879, une circulation conjointe de pièces d'or et d'argent » (pp. 100–101).

En outre, comme Walter Nugent le montre abondamment, le sénateur John Sherman, président du comité financier du Sénat, était, au moins depuis 1867, décidé à démonétiser l'argent, et il avait fait préparer un projet de loi à cet effet à la fin de 1869. À partir de cette date, le sénateur Sherman, Linderman, John Jay Knox (vice-contrôleur, puis contrôleur de la monnaie) et le secrétaire au Trésor George Boutwell ont collaboré à l'élaboration d'une loi sur la frappe des monnaies prévoyant la démonétisation de l'argent (1968, pp. 80, 88, 99, 103, 105). Nugent se demande si « Knox, Linderman, Boutwell, Sherman, et d'autres, avaient conscience de ce qu'ils faisaient en projetant de supprimer le dollar d'argent ». Et il répond qu'il est « inconcevable qu'ils n'en aient pas eu conscience... Mais ont-ils insisté dans ce sens parce qu'ils craignaient une chute des cours de l'argent ? Aucun d'eux ne l'a dit explicitement, mais c'était sans nul doute le cas » (p. 137).

De plus, comme Francis Walker l'a écrit vingt ans plus tard, « Cette loi a été votée au terme d'une discussion si brève que le fait de cette démonétisation n'a pas été perçu par le grand public avant un an ou deux. » Il ajoute en note que « L'auteur était en 1873 professeur d'économie politique à Yale, engagé à l'époque dans un cours sur la monnaie. Il était aussi un lecteur attentif des journaux et, de par sa position et ses relations personnelles, en contact étroit avec des représentants du commerce et de la banque de la cité voisine de New York. Ce n'est cependant que bien après le vote de la loi de 1873 qu'il entendit pour la première fois parler de la démonétisation du dollar d'argent » (1893, pp. 170–171).

Paul O'Leary résume de la façon suivante ce débat : « On peut tout simplement penser que l'omission du dollar d'argent dans le *Coinage Act* de 1873 se fondait, non sur la connaissance des faits économiques existants, mais plutôt sur une hostilité raisonnée à l'encontre de l'argent dans le régime monétaire envisagé. Cette loi était faite pour l'avenir. Elle avait un objectif précis dans l'esprit de

l'homme [Nugent pensait plutôt "des hommes"] qui a élaboré ce texte et a poussé à son vote au Congrès. En ce sens, les partisans de l'argent ont raison de dire que cette loi fut le produit d'une "habile prévision". On attendait d'elle — et on a effectivement constaté — des conséquences dépassant de beaucoup un simple "dépoussiérage" des lois et des procédures relatives à la frappe des monnaies. »

Et O'Leary continue : « Pendant les vingt-sept années suivantes la question de l'argent a empoisonné la politique et les finances des États-Unis. L'argent n'a jamais regagné la place qu'il aurait eue si la loi de 1873 n'avait pas omis de prévoir la frappe du dollar d'argent. Si la frappe libre et illimitée du dollar d'argent avait été permise, il en serait résulté d'importantes conséquences pour la vie financière, économique et politique des États-Unis par la suite. Mais cela est une autre histoire » (1960, p. 392)¹.

Une histoire que nous allons examiner maintenant.

Les conséquences du *Coinage Act* de 1873

La suppression de la frappe libre de l'argent eut des conséquences très vastes en raison d'un fait essentiel prévu par Linderman : la baisse probable du prix mondial de l'argent par rapport à celui de l'or. Si cette baisse du rapport de prix argent-or n'avait pas eu lieu

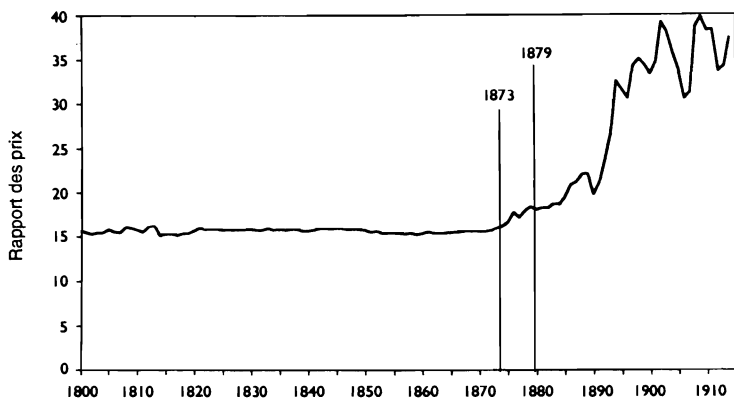
1 Dans une étude passionnante, Hugh Rockoff (1990) prétend, de façon convaincante, que l'ouvrage de Frank Baum « Le magicien d'Oz » n'est pas seulement un conte pour enfants, mais aussi un commentaire très poussé des débats politiques et économiques de la période populiste (p. 739), c'est-à-dire de cette agitation à propos de l'argent provoquée par ce qu'on appelle le crime de 1873. « Le pays d'Oz », selon Rockoff, « est l'Orient [dans lequel] règne à la plus haute place l'étalon-or et où une once (Oz) d'or a une signification presque mystique » (p. 745). Rockoff identifie la méchante sorcière de l'Orient à Grover Cleveland, le démocrate partisan de l'or qui, en tant que président, « a mené (avec succès) l'attaque contre le Sherman Silver Purchase Act de 1893 » (p. 746).

Dans la même veine, Rockoff parvient à assimiler de nombreux autres lieux et personnages, et une bonne part de l'action, à des lieux, des personnes et des événements qui ont joué un rôle notable dans les dernières années du mouvement pour la liberté de l'argent.

— ou, comme on le dit plus généralement, s'il n'y avait pas eu de hausse du rapport de prix or-argent — la querelle de l'inclusion ou de l'omission de cette malheureuse phrase dans la loi de 1873 aurait été sans intérêt. En tout état de cause, le régime d'étalon-or effectif d'avant la guerre civile serait demeuré inchangé lorsque les États-Unis ont repris les remboursements en métal.

Mais, en réalité, le rapport de prix or-argent avait commencé à s'élever bien avant que le Congrès ne vote la loi de 1873, et cette hausse battait son plein au moment où, en 1879, les États-Unis ont repris les remboursements en métal. Cette opération, faite en or, a été le dernier clou du cercueil où gisait l'argent. Le rapport de prix or-argent, qu'indique la figure 1, a fluctué autour de 15,5 (c'était le rapport officiel en France) pendant plusieurs dizaines d'années avant les découvertes d'or en Californie en 1848 et en Australie en 1851. Il tomba ensuite à près de 15 en 1859, puis entama une hausse irrégulière mais plus ou moins constante¹. Cette hausse s'accéléra vivement après 1870, lorsqu'un pays après l'autre en Europe passa d'un étalon-argent ou bimétallique à l'étalon-or (ce qui était un hommage rendu à la Grande-Bretagne reconnue alors comme puissance économique dominante). L'Allemagne passa à l'étalon-or en 1871–1873, après sa victoire sur la France et l'imposition à celle-ci d'une très forte indemnité de guerre payable en fonds convertibles en or. De son côté la France, qui avait conservé un étalon bimétallique depuis 1803, malgré les importantes découvertes d'argent puis d'or, démonétisa l'argent en 1873–1874, en même temps que les autres membres de l'Union monétaire latine (l'Italie, la Belgique et la Suisse). L'Union scandinave (le Danemark, la Norvège et la Suède), les Pays-Bas et la Prusse suivirent en 1875–1876, puis l'Autriche en 1879. Dans les dernières années de la décennie de 1870, l'Inde et la Chine étaient, parmi les grands pays, les seuls où fonctionnait encore un véritable étalon-argent.

1 Bien que la France ait certainement adopté le rapport de 15,5 pour 1 parce que c'était approximativement le rapport prévalant sur le marché en 1803, elle est parvenue à conserver un régime bimétalliste, et cela a, sans aucun doute, facilité la stabilisation de ce rapport (voir Walker, 1986b, p. 87 ; Fisher, 1911, p. 136).

**Figure 1**

*Rapport du prix de l'or au prix de l'argent, 1800–1914
(chiffres annuels)*

Ce vaste mouvement provoqua une augmentation de la demande d'or en même temps qu'une offre accrue d'argent à usage non monétaire, et en conséquence le rapport de prix or-argent s'éleva fortement. De 15,4 en 1870, il passa à 16,4 en 1873, 18,4 en 1879, et 30 en 1896, lorsque le « 16 pour 1 » devint le cri de bataille de Bryan pendant sa campagne.

En se joignant au courant favorable à l'or, les États-Unis ajoutèrent à la hausse du rapport de prix or-argent une nouvelle impulsion, à la fois en absorbant de l'or qui aurait pu servir à des usages monétaires dans le reste du monde, et en n'absorbant plus d'argent. Les conséquences n'en furent pas négligeables. Préparant le rachat des *greenbacks*, le Trésor commença à accumuler de l'or ; dès 1879, le stock d'or monétaire des États-Unis (à la fois celui détenu par le Trésor et celui détenu par les agents privés) atteignait près de 7 % du stock mondial. En 1889, cette proportion était montée à près de 20 %. Et ce qui est le plus remarquable encore, l'accroissement du stock d'or monétaire des États-Unis entre 1879 et 1889 dépassa l'accroissement du stock d'or mondial. Les avoirs en or monétaire du reste du monde diminuèrent de 1879 à 1883 ; ils augmentèrent ensuite, mais ne dépassèrent leur niveau antérieur qu'à partir de 1890.

En ce qui concerne l'argent, la cessation de la frappe libre des pièces fut en partie compensée par plusieurs textes législatifs conçus en faveur des intérêts liés à ce métal. D'après la loi, le Gouvernement fédéral était tenu d'acheter l'argent au prix du marché, et la première mesure à cet effet, avant le rachat des *greenbacks*, fut le *Bland-Allison Act* de 1878. Il autorisait le Trésor à acheter chaque mois entre 2 et 4 millions de dollars d'argent au prix du marché, et il entraîna donc des achats réguliers entre 1878 et 1890. Puis ces achats furent fortement accrus, dans le cadre du *Sherman Silver Purchase Act*, jusqu'à l'abrogation des textes sur l'achat d'argent en 1893.

Il est intéressant de noter que le nombre d'onces d'argent achetées dans le cadre de ces textes représente près de 16 fois le nombre d'onces d'or fin ajoutées au stock monétaire d'or du pays. À première vue, il semblerait que les mesures de nature politique ont absorbé presque autant d'argent que ne l'aurait fait la frappe libre. Mais ce n'est pas le cas. Comme on le verra dans ce qui suit, si les États-Unis avaient été en régime d'étalon-argent, le stock de monnaie aurait augmenté plus vite qu'il ne l'a fait, et les onces d'argent présentées à la frappe auraient représenté beaucoup plus de 16 fois le nombre d'onces d'or acquises effectivement¹.

La conséquence la plus évidente — mais en aucune façon la plus importante — du retour des États-Unis à l'étalon-or de préférence à un étalon bimétallique fut la forte progression du rapport de prix or-argent. L'effet sur les prix nominaux des biens et services en général a été une conséquence beaucoup plus sérieuse. L'accroissement de la demande mondiale d'or à usage monétaire s'est produit en même temps que s'abaissait le rythme d'augmentation du stock d'or dans le monde et que la production de biens et de services se développait. Cette conjonction a entraîné une pression à la baisse sur le niveau des prix. En d'autres termes, l'or étant plus rare relativement à la production mondiale, son prix en

1 Selon certaines estimations que nous analyserons dans la prochaine section de ce chapitre, le nombre d'onces d'argent accumulées aurait été de vingt-six fois le nombre d'onces d'or acquises.

termes de biens a augmenté et le niveau des prix nominaux (dans un régime d'étalon-or, le niveau des prix en termes d'or) s'est abaissé. Cette pression vers le bas a été quelque peu atténuée par une vive expansion du système bancaire, qui a accru la quantité de monnaie que chaque once d'or pouvait faire naître. D'un autre côté, la hausse du revenu réel, s'ajoutant à la monétisation croissante de l'activité économique et à la baisse des prix elle-même, ont renforcé la pression à la baisse, car le public se trouvait enclin à détenir des encaisses liquides plus importantes par rapport à son revenu (en d'autres termes, la vitesse de circulation de la monnaie a diminué).

Il en est résulté une déflation entre 1875 et 1896, au rythme d'environ 1,7 % par an aux États-Unis et de 0,8 % par an en Grande-Bretagne (donc dans le monde vivant sous l'étalon-or). Aux États-Unis, cette déflation a succédé à celle, plus importante encore, qui était survenue après la guerre civile. Cette dernière déflation était absolument nécessaire au bon déroulement du rachat en or des *greenbacks* à la parité d'avant-guerre entre le dollar américain et la livre anglaise. Elle entraîna, en particulier dans les zones rurales, malaise et mécontentement qui conduisirent à la formation, en 1876, du « Parti des greenbacks » : ce parti avait pour objectif de poursuivre l'agitation sociale qui avait régné antérieurement et de faire émettre des billets en plus grand nombre, pour remplacer la déflation par l'inflation. Cette agitation politique mit fin au retrait des *greenbacks*, qui avait commencé après la guerre civile, et entraîna l'adoption en 1878 du projet de loi Bland-Allison, qui autorisait le Trésor à acheter un certain volume d'argent-métal aux prix du marché.

Bien que cet argent fut acheté aux prix du marché, sa valeur monétaire fut fixée au prix légal, plus élevé, la différence étant considérée comme un seigneurage. L'argent-métal était, pour l'essentiel, transformé en pièces de un dollar. Mais ces pièces furent, en majorité, stockées au Trésor où elles tenaient lieu de réserves gageant ce qu'on appelait les « certificats d'argent », titres qui furent appelés « billets du Trésor de 1890 » après cette date. Ces certificats étaient nominalement convertibles en argent, mais ils

étaient également monnaie légale convertible en or. Il était donc plus avantageux de se procurer de l'argent-métal en l'achetant sur le marché avec le papier-monnaie, que de convertir ce papier-monnaie en argent au cours légal, qui n'était qu'une fiction. En réalité, les certificats d'argent étaient purement fiduciaires ; ils ne différaient des *greenbacks* que parce que le rôle historique de l'argent en tant que monnaie permettait plus facilement aux pouvoirs publics d'accroître la masse monétaire en achetant de l'argent qu'en émettant ouvertement de la monnaie fiduciaire. L'accroissement de la masse monétaire par cette méthode avait aussi une conséquence d'ordre politique : il liait les intérêts des partisans de l'argent au thème populiste de l'inflation. Le stock d'argent du Trésor de cette époque est le pendant du stock de blé que le Gouvernement américain détient aujourd'hui en raison de sa politique de soutien des cours.

Une baisse des prix de 1,7 % par an peut paraître trop faible pour engendrer une agitation comme celle qui a affligé le pays pendant les vingt années qui vont du rachat des *greenbacks* à la fin du siècle. Mais il en va tout autrement en réalité. En premier lieu, ce chiffre de 1,7 % concerne un indice des prix qui couvre tous les biens et services (c'est le déflateur implicite des prix). Il est certain que les prix de gros des produits agricoles et autres produits de base ont diminué à un rythme plus élevé (3 % par an, selon un indice particulier). Ce qui est au moins aussi important est le fait que chacun souhaite voir monter, et non baisser, le prix de ce qu'il vend ; les vendeurs de biens et services sont presque invariablement partisans de l'inflation. Il est vrai aussi que chacun souhaite voir baisser le prix de ce qu'il achète. Mais, en tant que consommateurs, nous achetons beaucoup de choses, dont les prix évoluent de façon différente, et cela nous rend nettement moins conscients de ce qu'il advient du niveau général des prix que de l'évolution des prix de ce que nous vendons. Et cela était beaucoup plus vrai au XIX^e siècle qu'aujourd'hui, car à cette époque les données globales sur l'économie étaient peu nombreuses et disparates. En outre, à toutes les époques, les vendeurs sont relativement peu nombreux et tendent à s'organiser, de sorte qu'ils ont

plus de poids politique que les consommateurs individuels qui tirent avantage de la baisse des prix. Cela était vrai des producteurs d'argent en particulier, qui avaient évidemment beaucoup à gagner à l'adoption d'un étalon-argent. Bien que peu nombreux, ils étaient influents sur le plan politique parce que les états producteurs, dont la population était faible, avaient au Sénat le même nombre de représentants que les états urbanisés très peuplés (on verra au chapitre 7 une autre manifestation ultérieure de leur influence politique).

Il faut noter aussi que les agriculteurs étaient le plus souvent, sur le plan monétaire, en position débitrice nette. De ce fait, toute baisse des prix leur est préjudiciable, car elle relève la valeur réelle de leur dette, et inversement toute hausse leur est favorable car elle en abaisse la valeur réelle. En tant que débiteurs, ils étaient particulièrement sensibles à la propagande qui présentait le « crime de 1873 » comme la sinistre machination d'une coalition entre les capitalistes étrangers et ceux de la Côte est : c'était « Wall Street contre Main Street* »¹.

Un résultat paradoxal de cette agitation en faveur de l'inflation par le canal de l'argent-métal est qu'elle explique pourquoi la *déflation* a été plus sévère aux États-Unis que dans le reste du monde soumis à l'étalon-or (1,7 % contre 0,8 %). Comme Anna Schwartz et moi-même l'avons écrit (1963, pp. 133–134), « toute cette affaire de l'argent-métal est un exemple fascinant de l'importance que peut prendre parfois l'opinion des gens au sujet de la monnaie. La crainte que l'argent puisse provoquer une inflation suffisamment grave pour forcer les États-Unis à abandonner l'étalon-or a nécessité le recours à une déflation sévère pour pouvoir rester en régime d'étalon-or. Avec le recul du temps, il semble clair qu'il eut été préférable de s'engager assez tôt soit en faveur de l'argent, soit en faveur de l'or, plutôt que vers le compromis difficile que l'on a dû conserver avec ses conséquences incertaines et les larges fluctuations qu'il a entraînées pour la valeur de la monnaie. »

* « Main Street » symbolise la petite ville américaine typique.

1 Je dois cette remarque à Hugh Rockoff.

De l'argent ou de l'or, lequel aurait été préférable ?

Étant donné que l'une ou l'autre des deux solutions radicales eût été préférable à ce compromis incommode, laquelle aurait été la meilleure : l'adoption, dès le début, de l'argent comme étalon unique avec une valeur monétaire de 1,2929... dollar l'once, ou celle de l'or ? Ou apparemment comme un troisième choix entre ces deux extrêmes, la continuation du bimétallisme ? Il faut, pour répondre à cette question, étudier soigneusement les conséquences quantitatives des trois options possibles.

En fait cette étude, que nous présentons dans le chapitre 4, montre clairement que, avec la poursuite du bimétallisme, le rachat des *greenbacks* aurait été fait en argent et non en or, et aurait eu lieu en 1876, un an après le vote du *Resumption Act*. Le rapport de prix or-argent aurait en conséquence évolué bien autrement qu'il ne l'a fait.

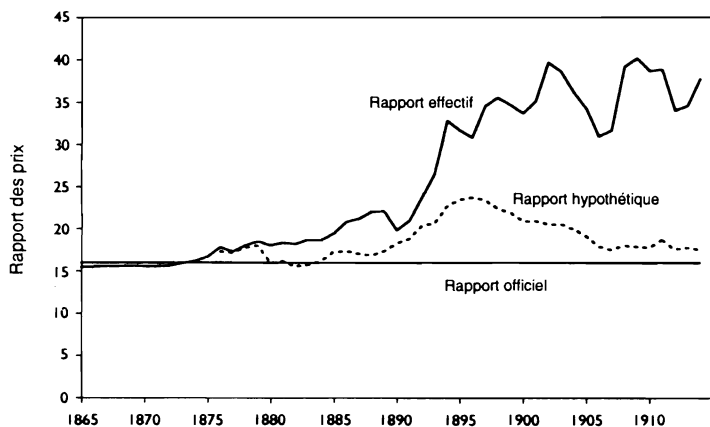


Figure 2

Rapports de prix or-argent : officiel, effectif, et hypothétique
1865-1914

La figure 2 montre à la fois le rapport officiel de prix entre l'or et l'argent (16 pour 1), le rapport des prix sur le marché, et une estimation du rapport de prix hypothétique qui aurait prévalu si le bimétallisme avait encore existé. Le rapport des prix de marché

s'est envolé, notamment après 1890 : il est passé de façon durable au-dessus de 30. Tout au contraire, le rapport hypothétique estimé ne s'écarte beaucoup du rapport officiel qu'entre 1891 et 1904. Avant cette période, il fluctue étroitement autour du niveau 16 pour 1. De 1906 à 1913, il se tient entre 17 et 18. Les années pendant lesquelles le rapport s'écarte fortement de 16 pour 1 ne sont pas le fruit du hasard. Sa hausse très au-dessus de 16 pour 1 survient pendant les années de forte agitation politique à propos de la frappe libre de l'argent qui ont marqué la campagne électorale de Bryan en 1896, et la période de retour au calme qui l'a suivie. Si cette phrase fatidique sur l'argent avait figuré dans le *Coinage Act* de 1873, cette agitation n'aurait jamais eu lieu, car les États-Unis auraient été en régime d'étalon-argent. Le rapport de prix hypothétique s'abaisse au cours de la période où la production mondiale d'or, qui a commencé à progresser rapidement à partir de 1897, a atteint son maximum, ce qui a tendu à faire baisser le prix réel de ce métal.

Ces estimations tiennent compte (autant que je l'ai pu) du contexte économique nouveau qui aurait régné en cas de continuation du bimétallisme officiel : niveau mondial des prix plus élevé et prix réel de l'or plus faible, diminution du volume d'argent-métal disponible pour des usages non monétaires, etc. Mais je n'ai pas été en mesure de tenir compte de certains des effets prévisibles, en particulier des variations de revenu réel et de la production d'argent et d'or, sans parler de la modification du climat politique. Il n'est pas douteux que le vide politique créé par la disparition du problème de la frappe libre de l'argent aurait pu être comblé par d'autres questions d'actualité — très probablement par une campagne en faveur du passage à un étalon-or — mais il n'est pas possible d'imaginer l'effet que ces questions auraient eu sur le rapport or-argent. Toute tentative à cette fin donnerait un caractère fantaisiste à ce qui est une recherche dans le domaine de l'histoire.

Je pense, en définitive, que l'adoption de l'argent aurait, en fait, donné pendant toute la période des rapports fluctuant dans une zone proche de 16 pour 1, et qui auraient même moins fluctué avant 1891 et après 1904 que les évaluations hypothétiques de la figure 2.

En résumé, je crois que les États-Unis auraient pu stabiliser le rapport de prix or-argent après 1873 comme la France l'a fait avant cette date¹. Si mon raisonnement est juste, les craintes des adversaires du bimétallisme, selon lesquelles un étalon bimétallique aurait entraîné des passages incessants d'un métal à l'autre, n'étaient pas fondées. Les États-Unis étant dans les faits rattachés à l'argent, et la Grande-Bretagne et les autres grands pays l'étant à l'or, toute variation du rapport or-argent se serait directement traduite dans le taux de change entre le dollar et les autres monnaies. Une hausse du rapport aurait entraîné une dépréciation du dollar, et sa baisse une appréciation du dollar. Ici encore, un rapport or-argent relativement fixe se serait traduit par des taux de change relativement stables, s'éloignant peu du niveau de 4,86 dollars pour une livre sterling en vigueur à cette époque (ces questions seront étudiées plus en détail au chapitre 6).

Le rapport de prix or-argent n'a pas une grande importance en soi — sauf pour ceux qui font commerce de ces deux métaux — mais il est d'une importance vitale pour les niveaux de prix qui se seraient établis dans les pays pratiquant l'étalon-argent (y compris, par hypothèse, les États-Unis) et dans les pays d'étalon-or. La figure 3 montre le niveau de prix effectif des États-Unis et les niveaux alternatifs hypothétiques correspondant aux rapports de prix or-argent de la figure 2. L'évaluation simpliste suppose que le rapport de prix or-argent et le prix réel de l'argent auraient été ce qui a été effectivement constaté. En partant de cette hypothèse, le calcul du niveau des prix est aisé. Il suffit de multiplier le niveau effectif des prix par le rapport entre le prix officiel de l'argent (1,2929 dollar) et son cours sur le marché. Mais il est évident que cette évaluation simpliste surestime largement la hausse des prix qui se serait produite. L'évaluation basée sur le rapport 16 pour 1 va à l'extrême en sens opposé ; elle sous-estime l'effet sur le niveau

1 Entre 1803 et 1873, la France a su conserver un étalon bimétallique avec un rapport officiel or-argent de 15,5 pour 1 ; le rapport des prix du marché le plus bas a été 15,19 en 1859, et le plus élevé 16,25 en 1813. La plupart du temps la portée des fluctuations a été beaucoup plus étroite (Warren et Pearson, 1933, tableau 25, p. 144).

des prix de l'adoption d'un étalon-argent, car elle suppose que le rapport aurait été précisément 16 pour 1 tout au long de la période. L'évaluation hypothétique se situe entre les deux, mais pour la plus grande partie de la période elle est beaucoup plus proche de l'évaluation basée sur 16 pour 1 que de l'évaluation simpliste. Cependant, l'évaluation basée sur 16 pour 1 donne probablement une vision plus exacte du mouvement annuel des prix que ne le font les deux autres évaluations. Celle qui est simpliste et celle qui est hypothétique sont biaisées par des imperfections purement statistiques. De plus, un bimétallisme aux États-Unis aurait incité à une spéculation stabilisatrice sur l'argent à l'échelle mondiale, qui aurait éliminé les mouvements erratiques.

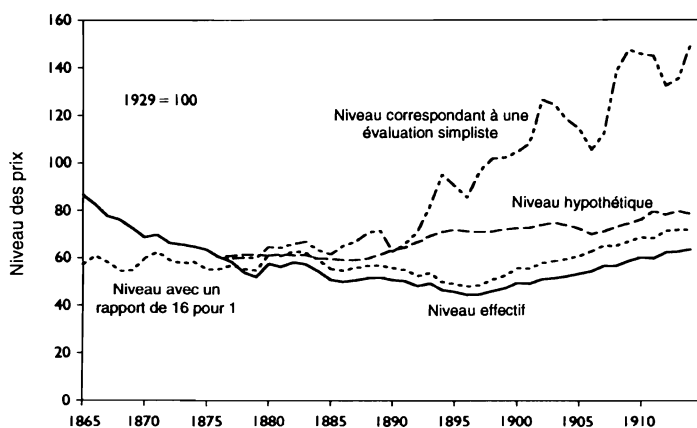


Figure 3

Niveaux des prix aux États-Unis : effectif, et niveaux éventuels dans un régime d'étalon-argent, 1865-1914

Le niveau effectif des prix aux États-Unis s'est abaissé au rythme de 1,5 % par an de 1876 à 1896, puis s'est relevé au rythme de 2 % par an jusqu'en 1914. Le niveau de prix basé sur le rapport 16 pour 1 s'abaisse d'abord de 0,7 % par an jusqu'en 1896 puis s'élève de 2,3 % par an jusqu'en 1914. Le niveau de prix hypothétique s'abaisse au rythme de 0,2 % par an de 1876 à 1887, puis s'élève de 1,1 % par an jusqu'en 1914. L'une ou l'autre de ces deux options

aurait réduit de moitié le rythme initial de baisse. L'option 16 pour 1 implique une hausse ultérieure un peu plus rapide, et l'option hypothétique une hausse beaucoup plus faible. Si mes calculs ne sont pas trop éloignés de la vérité, un étalon bimétallique — en fait un étalon-argent — aurait stabilisé le niveau des prix beaucoup mieux que ne l'a fait l'étalon-or qui fut adopté.

De plus, un étalon-argent aurait presque certainement permis d'éviter ce que Anna Schwartz et moi-même avons, dans notre « Histoire monétaire... » appelé « les années troubles de 1891 à 1897 » (1963, p. 104) : ce sont les années au cours desquelles on rencontre la très forte baisse d'activité économique de 1892 à 1894, puis une reprise faible et peu durable de 1894 à 1895, suivie d'une nouvelle baisse de 1895 à 1896¹ ainsi que de nombreuses faillites de banques, une panique bancaire en 1893, et une ruée de l'étranger sur les réserves d'or américaines, suscitée par la crainte que l'agitation au sujet de l'argent n'oblige les États-Unis à se détacher de l'or. La confiance revint, et l'abandon de l'étalon-or fut évité grâce à un syndicat privé dirigé par J.P. Morgan et August Belmont, après accord avec le Trésor. « Les termes — que l'on disait très onéreux — de l'accord conclu secrètement par l'intermédiaire d'agents supposés, dans la littérature populiste, représenter “la conspiration des banquiers internationaux”, devinrent un des thèmes de la campagne de 1896 » (Friedman et Schwartz, 1963, p. 112n).

Ces effets ne se seraient naturellement pas limités aux États-Unis. Je n'ai pas pu, pour le reste du monde, les étudier de façon aussi approfondie que je l'ai fait pour les États-Unis. Cependant, en effectuant ces recherches, il m'a fallu évaluer l'effet sur le niveau des prix dans le monde soumis à l'étalon-or, représenté en quelque sorte par la Grande-Bretagne. La figure 4 montre les niveaux des prix, effectifs et hypothétiques, dans ce pays. L'effet estimé, bien que plus faible qu'aux États-Unis, est néanmoins considérable. Les prix auraient été continuellement supérieurs aux prix américains. Leur baisse en Grande-Bretagne de 1875 à

1 Années de référence indiquées dans Friedman et Schwartz (1982).

1895 aurait été ramenée de 0,8 % à 0,5 % par an, et la hausse qui l'a suivie aurait été de 1,1 % par an au lieu de 0,09 %. Ici aussi, cependant, divers effets autres que ceux que révèlent nos calculs simples se seraient fait sentir. Les changements intervenus aux États-Unis auraient sans doute eu des échos ailleurs. Une économie américaine en meilleur état aurait impliqué une économie plus saine dans le reste du monde. Par ailleurs, le prix réel de l'or ayant baissé et demeurant plus faible, la production du métal eût été découragée. Cela aurait peut-être retardé la découverte du procédé de traitement par cyanuration des minerais à basse teneur, qui fut responsable après 1896 de l'afflux d'or qui déclencha une inflation mondiale. Je n'ai pas tenu compte de ces divers effets.

Il n'est pas certain que la décision de 1873 eût pu être qualifiée de criminelle par un vrai tribunal, mais elle peut assurément être jugée ainsi par le tribunal de l'histoire. L'omission de la funeste phrase a eu des conséquences très importantes pour la suite de l'histoire monétaire des États-Unis et, dans une certaine mesure en vérité, pour celle du reste du monde. Le débat verbal fut excessif, mais l'importance du problème n'a pas été surestimée.

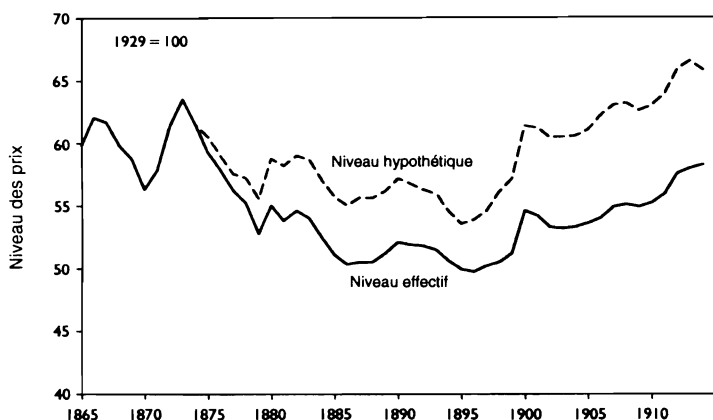


Figure 4

Niveau des prix en Grande-Bretagne : effectif et hypothétique, dans un régime d'étalon-argent aux États-Unis, 1865-1914

La véritable question était celle de l'étalon monétaire, le bimétallisme or-argent, qui avait toujours signifié aux États-Unis, dans les faits, une alternance dans l'emploi des deux métaux. La loi de 1873 a fait apparaître un étalon-or, ce qui explique son importance. En outre, alors que la thèse couramment admise est, selon Laughlin, que « la loi de 1873 fut un événement heureux » ([1886] 1895, p. 93), j'estime quant à moi qu'elle a été le contraire : une faute qui a eu de très fâcheuses conséquences.

Je m'empresse d'ajouter que cette opinion porte sur 1873, et non 1896. Il était trop tard à cette date pour réparer les dégâts, pour des raisons que nous étudierons au chapitre 5. Bryan a tenté de fermer la porte de l'écurie, mais on avait déjà volé le cheval¹.

Je me hâte aussi d'ajouter que je ne veux, en émettant cette opinion, ni dénigrer ni louer les intentions ou la bonne foi des divers intervenants dans cette controverse déjà ancienne. Le groupe des partisans de l'argent comptait en son sein des producteurs du métal, qui cherchaient à protéger leurs intérêts propres, des partisans de l'inflation ardemment désireux de trouver le moyen de la faire naître, et des bimétallistes sincères qui ne souhaitaient ni inflation ni déflation, mais étaient persuadés que le bimétallisme était plus propice à la stabilité des prix que le monométallisme. De même, on trouvait dans le groupe des partisans de l'or des producteurs du métal, des avocats de la déflation (dénoncés par les tenants de l'argent comme les banquiers de Wall Street), et des gens sincères qui pensaient que l'étalon-or était le seul pilier sur lequel, en toute sécurité, pouvait reposer une société stable financièrement. Les motivations et les intentions importent beaucoup moins que les résultats. Et ici, comme dans tant d'autres circonstances, le résultat a été très différent de ce que souhaitaient, dans leur bonne volonté, les partisans du *Coinage Act* de 1873.

1 Les calculs du chapitre 4 montrent que le rapport des prix de marché aurait été d'environ 24 pour 1 en 1896 si les États-Unis avaient conservé un étalon bimétallique. Mais, comme l'indique le texte, je crains qu'il n'y ait là une sur-estimation considérable.

Que se serait-il passé si le bimétallisme avait subsisté après 1873¹ ?

O n trouvera dans le présent chapitre l'analyse sur laquelle sont fondées les conclusions du précédent, au sujet des effets éventuels d'une prolongation du bimétallisme après 1873. C'est une question du genre « que se serait-il passé si... ? » à propos d'une décision hypothétique qui, comme je l'ai montré au chapitre 3, aurait eu des conséquences importantes et de grande ampleur, non seulement aux États-Unis, mais également dans le monde entier. De ce fait, les résultats auxquels je parviens sont nécessairement entachés d'une grande incertitude et d'une forte marge d'erreur, dont j'ai voulu tenir compte dans mes conclusions du chapitre 3. Le présent chapitre est lui aussi très technique et très détaillé. Je pense

1 Il y a bien longtemps, j'avais suggéré à Louis Drake, qui enseignait alors l'économie à l'université du Southern Illinois, d'évaluer ce qui serait advenu des prix américains et des prix mondiaux si les États-Unis avaient conservé le bimétallisme. Drake travailla sur ce projet pendant des années et accumula une grande quantité d'informations, mais il ne fut jamais assez satisfait de ses résultats pour les publier. Après sa mort en 1982, des collègues et des amis publièrent une étude préliminaire trouvée dans ses dossiers, qui contenait l'intégralité de ses premiers calculs, et qui parut dans Drake (1985, pp. 194–219). Quand j'ai commencé à écrire ce qui est devenu le chapitre 3, je pensais pouvoir simplement utiliser les résultats de son travail. Mais, en lisant son étude en détail, j'ai compris les réserves qu'il exprimait à son sujet et qui l'avaient sans doute conduit à ne pas la publier. J'ai en conséquence fait mes propres calculs, tout en tirant parti de certaines des données qu'il avait collectées et de son analyse. Il n'est pas surprenant que mes conclusions s'écartent radicalement des siennes.

qu'il intéressera surtout ceux de mes collègues qui sont familiers des aspects techniques de l'économie. Les autres lecteurs préféreront sans doute passer directement aux chapitres suivants.

1. *Objet de la recherche* — Calculer le niveau des prix et le rapport entre les prix de l'or et de l'argent dans le cas où le *Coinage Act* de 1873 aurait prévu la frappe libre du dollar d'argent de 371,25 grains troy d'argent pur, de sorte que le cours légal et le prix de l'argent sur le marché restent fixés à 1,2929... dollar.

2. *Calcul approximatif* — Le prix réel de l'argent n'est autre que le prix nominal divisé par le niveau général des prix (PS/P). En supposant simplement que ce niveau des prix fût resté inchangé, le prix réel de l'argent aurait été $1,2929/PHN$, PHN étant une estimation approximative du niveau hypothétique des prix dans un régime d'étalon-argent. Nous avons alors, en rassemblant ces deux éléments et en résolvant sur la base de ce niveau hypothétique de prix

$$(1) \quad PHN = 1,2929... \cdot \frac{P}{PS},$$

où P est le niveau général des prix et PS le prix nominal de l'argent¹. (On trouvera à la fin du chapitre la définition des symboles qui suivent.) Le résultat de notre calcul approximatif est inférieur au niveau de prix constaté entre 1865 et 1876.

En 1876, les deux se rejoignent ; il ressort de cela que si cette phrase fatidique n'avait pas été omise dans le *Coinage Act* de 1873, le rachat des *greenbacks* en argent aurait commencé dès 1876, un an après le vote du *Resumption Act*. Dans le chapitre 3, la figure 3 montre la courbe du niveau des prix tel que l'indique un calcul sommaire, et le tableau 1 donne les valeurs numériques qui s'y rapportent.

Insuffisance de ce calcul approximatif : tout d'abord dans un régime étalon-argent, les États-Unis auraient probablement accru leur stock d'argent plus qu'ils ne l'ont fait, sous la pression des

1 Les sources de ces chiffres et des données qui suivront sont indiquées à la fin du présent chapitre.

producteurs d'argent, dans un régime d'étalon-or ; le prix réel de l'argent aurait alors tendu à s'élever ; ensuite les États-Unis auraient alors exporté, et non accumulé, de l'or, ce qui aurait accru les stocks monétaires et non monétaires de ce métal dans le reste du monde, et relevé les prix nominaux dans les pays pratiquant l'étalon-or ; le prix réel de l'or en aurait été diminué ; finalement, et pour ces deux raisons, le rapport des prix entre l'or et l'argent aurait été plus faible qu'il ne l'a été.

3. Calcul du rapport 16 pour 1 — Supposons que l'adoption par les États-Unis d'un étalon-argent a permis l'établissement effectif d'un rapport de 16 pour 1 entre l'or et l'argent, et que les États-Unis sont restés dans un régime strict d'étalon-argent (c'est-à-dire que le rapport s'est maintenu très légèrement au-dessus de 16 pour 1). Comme nous le verrons, cette supposition n'est pas aussi irréaliste qu'il y paraît.

Pour calculer le niveau hypothétique des prix américains dans ce contexte, nous avons besoin de calculer le niveau hypothétique du prix réel de l'or. Supposons que les États-Unis aient vendu la totalité de leur stock d'or monétaire quand ils ont adopté l'étalon-argent et que l'or ainsi libéré ait été réparti entre les emplois non monétaires (des États-Unis et du reste du monde) et les emplois monétaires du reste du monde, dans la proportion qui existait antérieurement entre ces deux composantes du stock de métal¹.

Supposons en outre que le niveau de prix mondial se soit élevé dans la même proportion que le stock d'or. Nous avons alors :

$$(2) \quad RPGH = RPG \cdot \frac{EWMG + WNMG}{WMG + WNMG}.$$

Comme le prix réel de l'argent est, par hypothèse, égal à $1/16^e$ du prix réel de l'or et, par définition, égal au prix nominal (c'est-à-dire au prix légal) divisé par le niveau des prix, nous avons :

$$(3) \quad PH16 = 1,2929... \cdot \frac{16}{RPGH}.$$

1 Je dois cette façon d'aborder le problème à Hugh Rockoff. Elle remplace une hypothèse moins attrayante que j'avais élaborée initialement.

Tableau 1

Calcul des conséquences sur les prix aux États-Unis et en Grande-Bretagne de l'application de l'étalon-argent aux États-Unis entre 1865 et 1914

Année	Prix aux États-Unis				Prix au Royaume-Uni		Or-argent	
	Constatés		Hypothétiques		1929=100		Ratio de prix	
			Approximatif				Constaté	Hypothétique
			16-1	Approfondi	Constatés	Hypothétiques		
1865	86,5			57,3	59,8		15,4	
1866	82,6			60,8	62,0		15,5	
1867	77,6			58,2	61,6		15,6	
1868	76,2			54,6	59,8		15,6	
1869	72,7			54,7	58,7		15,6	
1870	68,7			59,8	56,3		15,6	
1871	69,8			62,5	57,8		15,6	
1872	66,3			59,0	61,4		15,6	
1873	65,5			57,6	63,5		15,9	
1874	64,8			58,3	61,5		16,2	
1875	63,3			55,1	59,2		16,6	
1876	60,4	60,2	55,4	60,4	57,8	59,0	17,8	17,2
1877	58,2	59,8	56,8	60,8	56,2	57,5	17,2	17,1
1878	53,9	60,1	55,4	61,4	55,2	57,2	17,9	17,7
1879	52,0	60,0	54,7	61,4	52,8	55,6	18,4	18,0
1880	57,4	64,5	61,3	61,0	55,0	58,7	18,0	15,9
1881	56,3	64,4	60,8	61,5	53,8	58,1	18,3	16,2
1882	58,1	66,0	62,8	61,1	54,6	59,0	18,2	15,5
1883	57,4	66,8	62,3	61,3	54,0	58,6	18,7	15,7
1884	54,4	63,2	59,1	59,7	52,5	57,0	18,7	16,2
1885	50,8	61,6	55,4	59,6	51,1	55,7	19,4	17,2
1886	50,1	65,1	54,8	59,2	50,3	55,0	20,9	17,3
1887	50,6	66,8	55,8	59,2	50,5	55,7	21,1	17,0
1888	51,5	70,9	56,7	59,7	50,5	55,6	22,0	16,8
1889	51,8	71,5	56,8	61,3	51,2	56,1	22,0	17,3

Tableau 1

(Suite)

Année	Prix aux États-Unis				Prix au Royaume-Uni		Or-argent	
	Constatés	Hypothétiques			1929=100		Ratio de prix	
		Approximatif	16-1	Approfondi	Constatés	Hypothétiques	Constaté	Hypothétique
1890	50,8	62,8	55,8	63,4	52,1	57,1	19,7	18,2
1891	50,3	65,8	55,0	64,4	51,9	56,7	20,9	18,7
1892	48,3	71,3	52,5	66,7	51,8	56,2	23,8	20,3
1893	49,5	81,8	53,8	69,4	51,5	55,9	26,6	20,6
1894	46,4	95,2	50,0	70,9	50,6	54,6	32,9	22,7
1895	45,7	90,5	49,0	71,9	49,9	53,5	31,9	23,4
1896	44,4	85,5	48,1	71,3	49,7	53,9	30,5	23,7
1897	44,6	96,5	48,6	71,1	50,2	54,6	34,5	23,4
1898	45,9	101,8	51,0	71,3	50,5	56,1	35,5	22,4
1899	47,1	102,3	52,6	72,0	51,2	57,1	34,8	21,9
1900	49,6	104,5	55,8	72,6	54,6	61,4	33,8	20,8
1901	49,3	108,1	55,7	72,8	54,2	61,2	35,1	20,9
1902	51,0	126,5	57,9	74,0	53,3	60,4	39,7	20,5
1903	51,5	124,4	58,6	74,9	53,2	60,4	38,6	20,5
1904	52,3	118,2	59,4	73,8	53,3	60,5	36,2	19,9
1905	53,4	114,4	60,8	72,4	53,6	61,0	34,3	19,0
1906	54,5	105,4	62,7	70,1	54,0	62,2	31,0	17,9
1907	56,8	112,4	65,2	71,3	54,9	63,0	31,8	17,5
1908	56,7	138,6	65,0	73,1	55,1	63,2	39,1	18,0
1909	58,7	147,5	67,0	74,7	54,9	62,5	40,2	17,8
1910	60,2	145,6	68,7	76,4	55,2	63,0	38,7	17,8
1911	59,7	144,9	68,3	79,6	55,9	63,9	38,9	18,6
1912	62,3	132,4	71,4	78,2	57,5	65,9	34,1	17,5
1913	62,6	135,3	71,9	79,7	57,9	66,5	34,6	17,7
1914	63,5	149,7	71,8	78,6	58,2	65,8	37,8	17,5

La part du stock d'or monétaire américain dans le stock d'or mondial a augmenté régulièrement à partir de 1879, de sorte que le prix exprimé par le rapport 16 pour 1 a évolué à peu près parallèlement au prix effectif, la différence entre les deux s'élargissant quelque peu dans le temps (voir la figure 3 du chapitre 3). En 1876, quand le rachat des *greenbacks* en argent aurait pu commencer, le niveau de prix défini par l'équation (3) était légèrement au-dessous des prix effectifs. Dès 1877, il était légèrement au-dessus.

Pour calculer l'effet produit sur le niveau des prix des pays vivant en régime d'étalon-or par le maintien d'un étalon-argent aux États-Unis pendant toute cette période, il suffit aussi de connaître le niveau hypothétique du prix réel de l'or. Si nous prenons, pour représenter les prix dans les pays en régime d'étalon-or, le niveau de ceux en Grande-Bretagne, nous avons :

$$(4) \quad UKPH = UKP \cdot \frac{WMG + WNMG}{EWMG + WNMG}.$$

(Voir la figure 4 du chapitre 3.) L'effet sur les prix est clairement discernable¹.

1 Irving Fisher nous donne une confirmation intéressante de ces calculs, que j'ai découverte après coup. Il écrivait ceci en 1911 : « Si l'on avait pu trouver un moyen quelconque de lier en permanence l'or et l'argent (par exemple dans un bimétallisme étendu à l'échelle mondiale), les prix n'auraient pas baissé autant (par rapport à la moyenne 1873-1876) dans les pays rattachés à l'or, ni monté autant (si même ils avaient monté) dans les pays rattachés à l'argent ; ils auraient au contraire probablement baissé un peu dans les premiers (peut-être de près de 10 % jusqu'en 1890-1893, et davantage jusqu'en 1896) ». Il a calculé qu'en fait les prix ont baissé de 22 % dans les pays rattachés à l'or entre 1873-1876 et 1890-1893, et qu'ils sont montés de 17 % dans les pays rattachés à l'argent. D'après le tableau 1, les prix aux États-Unis (vivant sous un régime d'étalon-or) ont effectivement baissé de 22 % au cours de la période indiquée, mais ils ont baissé de 14 % en Grande-Bretagne, que j'ai choisi pour représenter les pays rattachés à l'or. L'évaluation de l'indice hypothétique des prix en Grande-Bretagne montre une baisse moitié moindre, soit 7 %, puis plus forte jusqu'en 1896. Cela est dans les deux cas très proche des calculs de Fisher, notamment en ce qui concerne la part de cette baisse qui aurait été évitée. En ce qui concerne les pays rattachés à l'argent, le niveau des prix aux États-Unis, dans le cas du rapport 16 pour 1, baisse de 4 %, et dans le cas du niveau de prix hypothétique il s'élève de 4 % (ce qui est cohérent avec la remarque de Fisher « si même ils avaient monté ») (1911, pp. 244-245).

4. Un calcul plus approfondi — Pour aller au-delà de ces calculs approximatifs, il faut trouver le moyen de calculer le prix réel de l'argent, car nous pouvons utiliser, en l'inversant, l'équation (3) pour convertir cette évaluation en une estimation du niveau hypothétique des prix.

Le prix réel de l'argent est déterminé à la fois par l'offre mondiale, et par la demande mondiale d'argent à des fins non monétaires. On peut penser que l'adoption par les États-Unis d'un étalon bimétallique ou argent n'aurait pas affecté de façon significative la demande mondiale d'argent non monétaire. Il est nécessaire, pour calculer cette fonction de demande (voir B ci-dessous), de connaître l'importance de l'emploi non monétaire de l'argent (voir A1). Par ailleurs, l'adoption par les États-Unis du bimétallisme ou de l'étalon-argent aurait évidemment modifié de façon significative l'offre d'argent à des fins non monétaires (voir A2) car elle aurait accru la demande d'argent monétaire. C'est dans le calcul d'une évaluation acceptable pour la période en question (1875–1914) que j'ai eu le plus de difficultés.

A1. Emploi de l'argent à des fins non monétaires. L'offre d'argent à des fins non monétaires est égale à la production de métal moins la demande à usage monétaire dans le reste du monde, moins encore la demande d'argent monétaire aux États-Unis. On peut écrire :

$$(5) \quad SNM = SPROD - EWMS - UMDS.$$

Il est facile de connaître *SPROD*, la production annuelle d'argent, et *EWMS*, l'accroissement du stock d'argent monétaire des autres pays. J'ai fait certaines estimations de *UMDS*, l'accroissement du stock d'argent monétaire des États-Unis, pour les années fiscales 1873 à 1894 à partir d'un rapport du département du Trésor qui indique les achats des États-Unis dans le cadre des lois successives autorisant ces achats ; pour les dernières années j'ai utilisé diverses estimations de la valeur en dollars du stock d'argent monétaire.

A2. Hypothèse sur l'offre d'argent à des fins non monétaires. L'équation (5) nous indique l'utilisation non monétaire effective de l'argent. Si nous ajoutons un *H* aux termes appropriés de

l'équation, nous avons alors l'utilisation hypothétique non monétaire d'argent dans un régime d'étalon-argent.

Le premier terme, la production d'argent, dépend en principe de son prix réel. Mais, pendant la période qui nous intéresse, la production d'argent a beaucoup augmenté — elle a presque triplé entre 1880 et 1914 — pendant que le prix réel du métal a diminué de plus de moitié. L'offre a progressé grâce à de nouvelles découvertes et aux progrès techniques. De plus, l'argent est pour une bonne part un sous-produit de l'exploitation minière d'autres métaux et son offre est relativement peu élastique. J'ai en conséquence pris pour donnée dans mon hypothèse ce qui a été la production effective d'argent. Cette hypothèse introduit une erreur qui conduit à une certaine surévaluation dans le calcul du prix réel de l'argent.

En ce qui concerne le deuxième terme, j'ai supposé que les autres pays n'ont pas été affectés par l'instauration aux États-Unis de l'étalon-argent, soit parce qu'ils l'ont eux-mêmes adopté, soit parce qu'ils ont modifié la quantité d'argent ajoutée à leurs stocks monétaires. Cette hypothèse paraît tout à fait justifiée. L'Allemagne, la France, et plusieurs autres pays ont abandonné l'argent pour l'or avant que les États-Unis ne songent à adopter l'étalon-argent, et en fait ce grand mouvement fut une des raisons pour lesquelles les États-Unis eux-mêmes sont passés à l'étalon-or. J'ai donc simplement utilisé dans mon hypothèse la demande monétaire effective des autres pays.

Le troisième terme, l'accroissement hypothétique du stock monétaire d'argent des États-Unis, est celui qui présente le plus de difficultés. On peut de façon tautologique définir ce stock (exprimé en onces) comme étant le produit du ratio entre le métal et la monnaie (*SPR*) multiplié par la quantité de monnaie en circulation, et divisé par le cours légal de l'argent ; ou encore, en définissant la quantité de monnaie en circulation comme le rapport entre le revenu nominal et la vitesse de circulation de la monnaie, et en définissant ce revenu comme le produit du revenu réel par le niveau des prix, de la façon suivante :

$$(6) \quad UMSH = \frac{UMG\$}{UM} \cdot \frac{Y}{V} \cdot \frac{P}{LP} = SPR \cdot \frac{Y}{V} \cdot \frac{1}{RPSH} = k_1 \cdot \frac{1}{RPSH}.$$

y/V est le stock monétaire réel ; sa multiplication par P l'exprime en dollars courants. Seul entre dans l'analyse qui suit le produit de SPR par y/V , que j'ai désigné par k_1 , et qui est égal à la valeur réelle de la réserve de métal (en principe, tous ces symboles devraient être suivis d'un H , mais comme il n'y a guère de danger de confusion sauf en ce qui concerne le prix réel de l'argent, j'ai omis le H).

La raison pour laquelle je définis le stock monétaire comme le produit du stock réel par le niveau des prix est que c'est le niveau des prix que nous cherchons à calculer. L'autre façon d'exprimer le membre de droite de l'équation (6) utilise le prix réel hypothétique de l'argent au lieu de son prix nominal. À partir de là, on peut aisément calculer le prix nominal hypothétique grâce à l'inverse de l'équation (1).

En calculant les valeurs effectives dans l'équation (5), nous avons considéré comme argent monétaire celui qui circule ou est détenu par le Trésor. Cependant, pour le calcul des valeurs hypothétiques du ratio de réserve de métal et des réserves métalliques pendant la période de l'étalon-or, nous ne pouvons considérer l'argent monétaire comme faisant partie des réserves de métal, bien qu'il eût été considéré ainsi dans un régime de bimétallisme ou d'étalon-argent. Cet argent monétaire n'a été qu'un actif de l'État, constitué en vue de soutenir le cours de l'argent (comme les stocks de blé aujourd'hui).

En conséquence, nous n'avons utilisé pour nos calculs que les stocks d'or monétaire. La figure 1 indique le ratio de la réserve d'or (c'est-à-dire le rapport entre la valeur en dollars de l'or monétaire et la quantité de monnaie en circulation), la valeur réelle du stock de monnaie, et la valeur réelle de la réserve d'or (k_1 , voir plus haut). La hausse rapide du ratio de réserve pendant les cinq premières années qui ont suivi le vote du *Resumption Act* (de 1875 à 1879) était prévisible, car il fallait se préparer au rachat des *greenbacks*. Il est probable qu'une hausse similaire aurait eu lieu si le rachat s'était fait en argent et non en or, avec cette seule différence que le métal accumulé aurait été l'argent et non l'or. Dans les deux cas, la constitution de ces réserves exigeait un excédent de la balance des paiements courants ou des entrées de capitaux.

Et, effectivement, cette balance enregistre un fort excédent de 1876 à 1881, qui fut suivi par de substantielles entrées de capitaux. Je ne vois aucune raison de penser que la constitution de ces réserves aurait été différente s'agissant de l'argent plutôt que de l'or.

Dès 1879, le ratio de réserve métallique s'est établi approximativement au niveau qu'il devait atteindre au début de la décennie de 1900, après la fin de la période d'incertitude entraînée par les troubles monétaires des décennies de 1880 et 1890. L'augmentation qui s'est poursuivie après 1879 est due aux efforts faits pour persuader l'opinion publique, dans le pays comme à l'étranger, que l'étalon-or resterait en place. Mais, à mesure que montait la pression en faveur d'une politique monétaire plus expansionniste, ces efforts ont perdu de leur efficacité ; en particulier, après que le mouvement en faveur de l'argent ait gagné en intensité, ils ont entraîné une pression continue sur les réserves d'or, provoquant ainsi une forte baisse du ratio de réserve et une baisse légère du niveau des réserves réelles. Après la défaite électorale de Bryan en 1896, il y eut une remontée temporaire du ratio de réserve, et une hausse encore plus marquée du niveau des réserves réelles, car la hausse du ratio de réserve fut accentuée par une augmentation

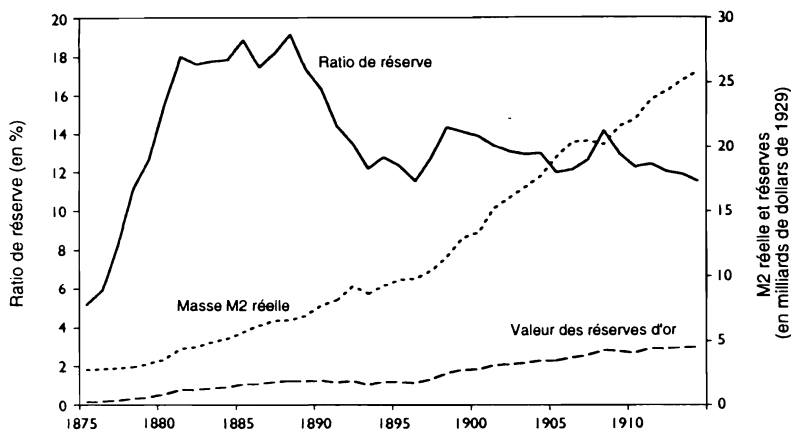


Figure 1

*Ratio de réserve-or, M2 réelle, et réserves-or, 1875-1914
(en milliards de dollars de 1929)*

rapide de la masse monétaire en valeur réelle, elle-même en partie conséquence d'un retour à la confiance qui a, à la fois, ralenti la vitesse de circulation de la monnaie et engendré un revenu réel plus important. Ce ne fut qu'en fin de période que les conditions redevinrent à peu près normales.

Après avoir tenté de diverses façons de chercher ce qu'auraient été les réserves de métal dans un régime d'étalon-argent accepté sans difficultés par l'opinion, j'ai en fin de compte utilisé un expédient purement empirique : une droite de trend tracée entre les valeurs moyennes des réserves d'or des cinq premières et des cinq dernières années de la période 1875–1914. Comme l'indique la figure 2, cette droite efface à la fois la poussée initiale et la baisse ultérieure que, dans le paragraphe précédent, j'ai attribuées aux troubles monétaires et à leurs conséquences. Pour les années 1875–79 et 1901–14, cette droite suit à peu près ce qui s'est passé en réalité.

La demande annuelle hypothétique d'argent monétaire aux États-Unis est simplement égale à l'accroissement du stock hypothétique d'argent :

$$(7) \quad UMDSH(t) = \Delta UMSH = UMSH(t) - UMSH(t-1).$$

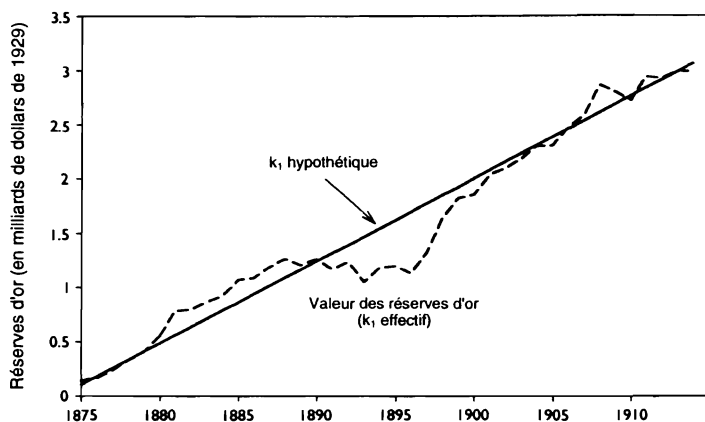


Figure 2

Réserves d'or effectives et hypothétiques (k_1), 1875–1914
(en milliards de dollars de 1929)

Cette méthode présente de nombreuses possibilités d'erreurs. Certaines portent simplement sur les mouvements annuels, en raison de l'emploi d'un trend pour k_1 . Un biais systématique peut découler principalement de l'hypothèse selon laquelle les réserves de métal auraient été les mêmes, dans les premières et les dernières années de la période, sous l'étalon-argent et sous l'étalon-or. Les causes d'erreur possibles ne sont pas les mêmes pour le ratio de réserves de métal et pour la masse monétaire réelle. Le ratio désiré de réserves de métal aurait pu être affecté par une structure de prix différente. Une hausse des prix dans un régime d'étalon-or (ou argent) signifie que la valeur réelle de l'or (ou de l'argent) diminue, et inversement. Il est moins coûteux de détenir des réserves de métal quand sa valeur réelle est plus faible, et inversement. On peut cependant douter que les prix — et leurs effets — influent beaucoup sur la décision des autorités monétaires quant au volume désiré des réserves de métal : le bénéfice ou la perte qui peuvent survenir sont faibles et concernent l'État plutôt que les autorités monétaires elles-mêmes. Le danger d'une hémorragie de métal est certainement un facteur plus réel, qui n'aurait pas existé dans un régime d'étalon-argent bien établi.

La masse monétaire réelle aurait été affectée par la réduction de l'incertitude, si l'établissement de l'étalon-argent avait été définitif. Cette moindre incertitude aurait tendu à diminuer la vitesse de circulation de la monnaie et à accroître le revenu réel, ce qui aurait relevé la valeur réelle de la masse monétaire. Cette sous-évaluation introduit un biais négatif dans le calcul du prix réel de l'argent, ou un biais positif provenant d'une possibilité d'erreur dans le calcul du premier terme, la production d'argent.

B. Demande d'argent. La demande d'argent à des fins non monétaires dépend principalement du revenu mondial réel, du cours réel du métal, et du cours réel de l'or. J'ai, en tenant compte de ces éléments, estimé deux variantes de la fonction de demande, l'une linéaire et l'autre logarithmique. En règle générale, la forme logarithmique est préférable. Mais je ne pense pas que cela soit vrai dans ce cas particulier. La forme logarithmique donne toujours une demande d'argent non monétaire positive ; or, il se peut fort

bien que les additions aux stocks monétaires d'argent excèdent la production mondiale de ce métal (cela est arrivé dans le cadre du programme d'achat d'argent de F.D. Roosevelt dans la décennie de 1930). Dans ce cas, la quantité d'argent disponible à des fins non monétaires est négative si le calcul est fait selon l'équation (5), qui donne la part de la production de métal affectée à des usages non monétaires, et non pas l'emploi non monétaire de l'argent.

Pour le calcul du revenu mondial réel, j'ai utilisé un indice du volume physique de la production mondiale donné par Warren et Pearson (1933)¹. Pour celui des prix réels de l'or et de l'argent, j'ai simplement utilisé les prix nominaux que j'ai divisés par le déflateur du PNB américain. Cette façon de procéder présuppose que le prix réel de l'argent et le prix réel de l'or sont les mêmes dans le monde entier, ce qui n'est pas déraisonnable s'agissant de deux métaux à usage monétaire².

Les deux équations sont les suivantes pour la période 1880-1914 :

$$(8) \log SNM = -6,96 + 1,27 \log WI - 1,28 \log RPS + 1,87 \log RPG,$$

(3,7) (4,0) (4,0) (5,6)

$$(9) SNM = 58,28 + 2,13 WI - 66,21 RPA + 0,88 RPG,$$

(0,8) (4,0) (4,0) (1,1)

1 Une note jointe aux tableaux de Warren et Pearson indique que pour la période 1865-1932 l'indice a été calculé par Carl Snyder, de la Banque de réserve fédérale de New York. Warren et Pearson donnent des indices analogues du volume physique de la production aux États-Unis. Le trend est, aux États-Unis, plus fortement ascendant pour la production que pour le revenu réel (calculé par Friedman et Schwartz, 1982). Par ailleurs, d'une façon générale, les hausses et les baisses sont très semblables dans les deux cas. J'ai donc essayé d'ajuster l'indice de Warren et Pearson en en soustrayant un trend dont le taux est égal à la différence entre les trends logarithmiques de la production et du revenu réel aux États-Unis, soit 0,4 % par an. Mais le résultat final n'en a été que très peu modifié et il en est même moins significatif du point de vue statistique. J'ai donc utilisé les indices originaux.

2 Néanmoins, il n'est pas évident qu'il soit préférable d'utiliser le déflateur américain au lieu du déflateur britannique. J'ai fait les calculs avec les deux. Les résultats sont peu différents, et très légèrement en faveur du déflateur américain. Mais ce qui était plus déterminant pour moi était que je voulais utiliser cette équation pour calculer le niveau hypothétique des prix aux États-Unis, et il était intéressant de constater que l'emploi du déflateur britannique n'améliorait pas les résultats sur le plan statistique.

où WI représente le revenu mondial. Comme à l'habitude, les chiffres entre parenthèses sont les valeurs absolues de la variable t (test de Student). Dans l'équation logarithmique, les coefficients sont tous très importants ; dans l'équation linéaire, seuls le sont ceux du revenu mondial et du prix réel de l'argent. Cependant, l'une et l'autre équations constituent de bonnes estimations, comme le montrent aussi bien la figure 3 que les coefficients R^2 ajustés, qui sont 0,949 pour l'équation logarithmique et 0,950 pour l'équation linéaire. L'écart-type estimé pour l'équation logarithmique est 0,180, et elle est comparable à une estimation du coefficient de variation pour l'équation linéaire, qui est 0,138 si le dénominateur de ce coefficient est la moyenne arithmétique des variables dépendantes, et 0,177 si elle en est la moyenne géométrique. Les deux calculs, dans le cas de l'équation linéaire, donnent un résultat plus faible que dans le cas de l'équation logarithmique.

Le calcul d'un niveau de prix hypothétique au moyen de l'équation linéaire est beaucoup plus aisé qu'à l'aide de l'équation logarithmique, et cela renforce l'argument théorique en faveur de la première (à savoir que la part de la production d'argent disponible à des fins non monétaires peut être négative). C'est pourquoi je n'utiliserai plus que l'équation linéaire.

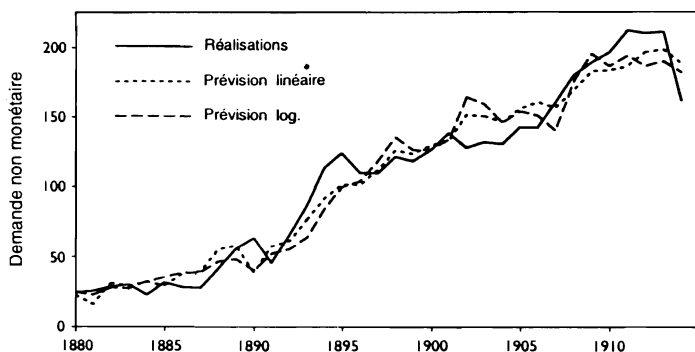


Figure 3

*Demande non monétaire d'argent, réalisations et prévisions,
régression linéaire et logarithmique, 1880–1914*

Note : Variable dépendante : demande non monétaire d'argent (en millions d'onces) ; variables indépendantes : revenu mondial, prix réels de l'argent et de l'or.

C. *Équilibre de l'offre et de la demande*. La mise en correspondance des équations (5) et (9), accompagnée d'un arrangement des termes, donne :

$$(10) \quad \text{UMDSH} = \text{SPROD} - \text{EWMDs} - 58,28 - 2,13 \text{ WI} \\ - 0,88 \text{ RPGH} + 66,21 \text{ RPSH}.$$

Pour simplifier, représentons par k_2 tous les termes du membre de droite de l'équation (10) à l'exception du dernier, et appelons x le prix réel hypothétique de l'argent, que nous cherchons. Toutes ces grandeurs sont aussi des fonctions du temps. Mais, étant donné les hypothèses faites jusqu'ici, nous possédons des estimations des valeurs de k_1 et k_2 pour toutes les années de 1874 à 1914.

En utilisant ces symboles, nous pouvons réécrire l'équation (7) à l'aide de l'équation (6), comme suit :

$$(11) \quad \text{UMDSH}(t) = \frac{k_1(t)}{x(t)} - \frac{k_1(t-1)}{x(t-1)}.$$

Comme les équations (10) et (11) sont équivalentes, nous avons, après simplification :

$$(12) \quad 66,21 x^2(t) + \left[k_2(t) + \frac{k_1(t-1)}{x(t-1)} \right] x(t) - k_1(t) = 0.$$

L'équation (12) a maintenant la forme d'une équation quadratique simple, malgré la présence gênante au dénominateur du terme comportant $x(t-1)$. Cette formule $x(t-1)$ est l'une des inconnues que nous cherchons. Supposons, en première approximation, que le prix réel de l'argent ne varie pas d'une année à l'autre, autrement dit que $x(t)$ est égal à $x(t-1)$. Grâce à cette hypothèse, l'équation (12) peut prendre la forme simplifiée (13), qui ne porte que sur la valeur de l'inconnue x pour l'année en cours, bien qu'elle inclue la valeur de k_1 de l'année précédente dans le terme Δk_1 utilisé pour représenter $k_1(t) - k_1(t-1)$:

$$(13) \quad 66,21x^2 + k_2x - \Delta k_1 = 0.$$

La résolution de cette équation donne une première approximation de x .

Pour obtenir une seconde, puis une troisième, et d'autres approximations successives, nous pouvons revenir à l'équation (12) et remplacer $x(t-1)$ par l'approximation antérieure. Les approximations successives convergent, mais lentement. Les principales variations ne portent pas sur le niveau ou sur l'allure générale, mais plutôt sur les mouvements d'une année à l'autre. Mais chaque approximation implique la perte d'une valeur au début de la série chronologique. Je me suis arrêté à la onzième approximation, ce qui donne une première pour l'année 1884. Pour les années antérieures, j'ai utilisé les approximations précédentes, en commençant par la troisième pour 1876, qui est l'année où l'étalon-argent aurait été adopté¹. Étant donné cette estimation du prix réel de l'argent, il suffit maintenant de diviser le cours officiel par le prix réel pour calculer le niveau général hypothétique des prix dans un régime d'étalon-argent. Ce niveau hypothétique des prix, pour les États-Unis, est indiqué dans la figure 3 du chapitre 3.

D. Le ratio de prix or-argent. Comme nous avons déjà calculé le prix hypothétique de l'or, il est très facile d'obtenir le ratio hypothétique de prix or-argent. Le résultat est présenté sur la figure 2 du chapitre 3, en même temps que le ratio effectif et le ratio légal. Le ratio effectif dans un régime d'étalon-argent aurait certainement, aux États-Unis, fluctué beaucoup moins que nos estimations du ratio hypothétique, étant donné les hypothèses arbitraires ainsi que les erreurs inévitables de mesures et l'incertitude monétaire de cette période, qui affectent les calculs.

Ces calculs suggèrent que, si les États-Unis étaient revenus en 1879 au bimétallisme et y étaient demeurés, le ratio entre les prix effectifs de l'or et de l'argent serait resté approximativement égal au ratio officiel, ou légèrement au-dessus — exactement comme, pendant près d'un siècle, le ratio effectif est resté en France approximativement égal au ratio officiel (le tableau 1 donne les valeurs numériques des courbes portées sur les figures 2, 3 et 4 du chapitre 3).

1 L'année 1874 est la première pour laquelle je possède une estimation de EWMS, ce qui explique pourquoi la première année pour laquelle je puisse calculer la première approximation est 1874.

5. Une estimation encore plus poussée — Il serait en principe possible d'obtenir simultanément des évaluations des prix réels de l'or et de l'argent, en appliquant à l'or la méthode suivie pour l'argent, c'est-à-dire en calculant d'une part une équation de la demande d'or non monétaire et d'autre part la quantité hypothétique d'or qui aurait été demandée si les États-Unis étaient passés à un régime d'étalon-argent. Mais les recherches dans cette voie ont été décevantes. En premier lieu, le calcul de la demande non monétaire hypothétique est encore plus difficile pour l'or que pour l'argent¹. Deuxièmement, les équations de demande calculées pour l'or donnent des coefficients négatifs — mais statistiquement peu significatifs — pour le prix réel de l'argent, au lieu des coefficients positifs auxquels on pouvait s'attendre s'agissant d'un substitut de l'or². Ce résultat n'est pas cohérent avec le coefficient positif du prix réel de l'or dans les équations de demande d'argent, ce qui ne respecte pas la condition de symétrie sur les fonctions de demande.

- 1 Il est particulièrement difficile de déterminer avec précision la façon dont le stock d'or des États-Unis aurait été employé. Ma première évaluation sommaire néglige cette question, mais une réponse complète exige qu'on la traite. Les fonctions de demande de l'or et de l'argent se réfèrent aux quantités demandées annuellement, et il nous faut rapprocher cette fonction de demande de l'offre annuelle ; cela signifie que nous devons ajouter à la production totale d'or la quantité de ce métal que les États-Unis auraient, sur leur stock, livré au reste du monde année après année. Je ne vois aucun autre moyen de calculer ces livraisons annuelles qu'à l'aide d'hypothèses purement arbitraires.
- 2 Les estimations des fonctions de demande d'or à usage non monétaire sont, en ce qui concerne leur signification statistique, aussi satisfaisantes que dans le cas de l'argent, mais elles ne le sont pas en termes de logique économique. Les fonctions de demande logarithmique et linéaire sont les suivantes :

$$(14) \quad \log WNMG = 4,34 + 0,555 \log WI - 0,077 \log RPS - 0,259 \log RPG,$$

(13,2) (10,0) (1,4) (4,5)

et

$$(15) \quad WNMG = 169,862 + 3,08 \log WI - 8,721 RPS - 1,482 RPG,$$

(4,2) (9,0) (0,8) (2,8)

où $WNMG$ est la demande mondiale d'or non monétaire. Comme pour l'argent, les deux équations montrent des corrélations multiples élevées (R^2 ajustés de 0,98 pour l'équation logarithmique et de 0,97 pour l'équation linéaire) et des écarts-types estimés relativement faibles.

L'écart-type estimé de la corrélation logarithmique est 0,031. L'estimation correspondante du coefficient de variation pour l'équation linéaire est 0,037, que

Pour éliminer cette contradiction, il faut calculer simultanément les équations de demande d'argent et d'or, en imposant la restriction appropriée sur les fonctions de demande. Étant donné la forte différence entre les deux équations, je doute que le résultat soit très fiable. En définitive, une fois ces problèmes résolus, la solution simultanée exige la résolution d'une équation du quatrième degré pour le niveau de prix américain.

Je me trouve donc embarrassé. Je suis mécontent de ce que j'ai fait, mais je le suis encore davantage face à la seule autre solution évidente, celle d'une analyse simplifiée d'équilibre général. Une analyse complète d'équilibre général devrait porter non seulement sur les déterminants des productions d'or et d'argent, que j'ai négligés complètement, mais aussi sur les déterminants de la partie de ces productions qui sert à des usages monétaires d'un côté, non monétaires de l'autre. La construction d'un tel modèle d'équilibre général demanderait un très gros travail, et le résultat ne serait guère probant. Je suis, dans ces conditions, enclin à ne pas pousser plus loin mes recherches, reconnaissant en même temps que mes calculs sont entachés d'une forte marge d'erreur, notamment en ce qui concerne les variations annuelles.

le dénominateur soit une moyenne arithmétique ou une moyenne géométrique.

Un appendice au chapitre 4 du *Report of the US Commission on Gold* donne des estimations des équations de demande qui sont linéaires en logarithmes des variables de la demande industrielle d'or pour 1950–1980 et 1969–1980 (1982, pp. 176–177). Les variables indépendantes sont conceptuellement les mêmes que celles que j'ai utilisées : prix réel de l'or, prix réel de l'argent, et revenu réel. Les deux séries utilisent deux déflateurs distincts pour calculer les prix réels : l'indice des prix de gros américains et l'indice mondial des prix à la consommation. La différence entre les deux séries d'équations est que celle qui porte sur la période la plus longue utilise seulement le revenu américain, alors que celle qui porte sur la période la plus courte utilise trois variables distinctes pour le revenu réel : celui des sept grands pays industriels, celui des États-Unis, et le revenu mondial.

Les quatre équations qui utilisent le revenu américain donnent un coefficient négatif pour le prix réel de l'argent, bien qu'une seulement sur quatre s'approche d'un résultat statistiquement significatif. Par ailleurs, les quatre autres (portant toutes sur la période la plus courte) sont toutes positives, ce qui corrobore ce que la théorie laissait espérer, mais aucune d'entre elles n'est statistiquement significative.

Il est évident que cela ne contribue pas à la solution du problème.

Notes sur les sources

(présentées dans l'ordre où sont introduites les variables)

- P* 1869–1914 : Friedman et Schwartz (1982, tableau 4.8) ; 1865–1868 : extrapolé à partir de Hoover (1960, p. 142).
- PS* US Bureau of the Census (1975, p. 606, série 270). Pour 1865–1878, la source originelle donne les prix en dollars-or ; ces prix sont convertis en dollars-papier (*greenbacks*) en les multipliant par la réciproque de la valeur en or de la monnaie, à partir de Warren et Pearson (1933, tableau 69, p. 351).
- WMG*,
WNMG *US Commission on the Role of Gold* (1982, tableau SC 7, p. 198).
- UMG* *US Commission on the Role of Gold* (1982, tableau SC 9, p. 203) ; pour 1865–1877, données transférées du 30 juin au 31 décembre au moyen de moyennes mobiles sur deux ans entre le 30 juin 1865 et le 30 juin 1878.
- EWMG* = *WMG* – *UMG*
- RPG* 1865–1878 : réciproque de la valeur en or de la monnaie (à partir de Warren et Pearson, tableau 69, p. 351) multipliée par le prix officiel de l'or (20,67183 dollars), divisé par *P* ; 1879–1914 : prix officiel divisé par *P*.
- UKP* 1868–1914 : Friedman et Schwartz (1882, tableau 4.9) ; 1865–1867 : extrapolé à l'aide de l'indice de prix implicite dans Dean (1968) en remontant à partir de 1868.
- SPROD* Warren et Pearson (1933, tableau 24, p. 139). 1865–1875 : interpolation linéaire entre les moyennes calculées sur cinq ans à partir de ce tableau ; par la suite, chiffres annuels.
- EWMDs* Drake (1985, tableau A, pp. 208–209) donne des estimations pour les périodes successives de cinq ans à partir des rapports annuels du Director of the US Mint. J'ai pris pour hypothèse que la quantité de métal accumulée était la même chaque année pendant les périodes de cinq ans successives. Les montants sont faibles et varient peu d'une période à la suivante,

- et cette hypothèse ne peut donc entraîner de grandes erreurs. Cependant, je crains que les estimations initiales ne soient entachées d'une large marge d'erreur.
- UMDS* Les achats faits dans le cadre des lois sur l'achat d'argent des 12 février 1873, 14 janvier 1875, 28 février 1878 et 14 juillet 1890 sont mentionnés par US Secretary of the Treasury (1899, p. 207). Pour les deux premières lois, seul le total est indiqué ; j'ai supposé que la quantité achetée a été la même chaque mois des périodes d'application de ces deux lois. Pour les deux dernières lois, les montants sont indiqués par années fiscales entre 1878 et 1894. Pour les années suivantes, j'ai évalué le stock physique d'argent à partir du stock monétaire (en dollars-argent) et du stock accessoire tels que les mentionne US Secretary of the Treasury (1928, pp. 552–553), en les divisant par le prix officiel, et j'ai distingué les séries pour obtenir les achats annuels. Quand le Trésor achetait de l'argent, il le payait au prix du marché, mais il évaluait le stock monétaire au cours officiel ; c'est pourquoi on peut obtenir une estimation du stock physique à partir du stock monétaire en divisant celui-ci par le cours officiel. Le stock accessoire est calculé un peu différemment, mais les quantités en jeu sont faibles, ainsi donc que les erreurs possibles. Les dernières estimations concernent les années fiscales se terminant le 30 juin, alors que *SPROD* et *EWMS* concernent les années calendaires ; j'ai donc converti les données d'années fiscales en données d'années calendaires au moyen de moyennes mobiles sur deux ans.
- UMG\$* 1879–1914 : Friedman et Schwartz (1963, tableau 5, pp. 130–131) ; 1866–1878 : estimations de Anna Schwartz provenant des mêmes sources.
- UM* Friedman et Schwartz (1982, tableau 4.8).
- y* Friedman et Schwartz (1982, tableau 4.8).
- V* Revenu nominal, à partir de Friedman et Schwartz (1982, tableau 4.8) divisé par *UM*.

WI Warren et Pearson (1933, tableau 12, pp. 85–86), indice du volume de la production physique mondiale, 1880–1914 = 100, divisé par 2.

Explication des symboles

<i>EWMSD</i>	Demande effective d'argent monétaire dans le reste du monde.
<i>EWMG</i>	Stock d'or monétaire dans le reste du monde.
k_1	$= SPR \cdot y/V$.
k_2	$= SPROD - EWMSD - 58,28 - 2,13 WI - 0,88 RPHG$.
<i>LP</i>	Prix officiel de l'argent.
<i>P</i>	Niveau des prix aux États-Unis.
<i>PHS</i>	Évaluation sommaire du niveau des prix.
<i>PH16</i>	Évaluation du niveau des prix dans l'hypothèse où le ratio de prix or-argent est de 16 pour 1.
<i>PS</i>	Prix nominal de l'argent.
<i>RPG</i>	Prix réel de l'or en dollars de 1929.
<i>RPHG</i>	Prix réel hypothétique de l'or en dollars de 1929.
<i>RPS</i>	Prix réel de l'argent en dollars de 1929.
<i>RPSH</i>	Prix réel hypothétique de l'argent en dollars de 1929.
<i>RPSH16</i>	Prix réel hypothétique de l'argent dans l'hypothèse du ratio de 16 pour 1.
<i>SNM</i>	Argent consacré à un usage non monétaire.
<i>SPR</i>	Ratio de réserve de métal.
<i>SPROD</i>	Production totale d'argent.
<i>UKP</i>	Niveau des prix en Grande-Bretagne.
<i>UKPH</i>	Niveau hypothétique des prix en Grande-Bretagne.
<i>UM</i>	Masse monétaire aux États-Unis.
<i>UMDS</i>	Demande annuelle effective d'argent monétaire aux États-Unis.

<i>UMDSH</i>	Demande annuelle hypothétique d'argent monétaire aux États-Unis.
<i>UMG</i>	Stock d'or monétaire des États-Unis (en onces).
<i>UMG\$</i>	Stock d'or monétaire des États-Unis (en dollars).
<i>UMGR\$</i>	Stock d'or monétaire des États-Unis en dollars de 1929.
<i>UMS</i>	Stock effectif d'argent des États-Unis.
<i>UMSH</i>	Stock hypothétique d'argent des États-Unis.
<i>V</i>	Vitesse de circulation de la monnaie aux États-Unis.
<i>WI</i>	Revenu réel mondial (y compris États-Unis).
<i>WMG</i>	Or monétaire dans le monde.
<i>WNMG</i>	Demande mondiale d'or non monétaire (y compris États-Unis).
<i>x</i>	<i>RPSH</i>
<i>y</i>	Revenu réel des États-Unis.

William Jennings Bryan et la production d'or par cyanuration

En 1896, William Jennings Bryan fut choisi comme candidat à la présidence par les démocrates, les populistes et le Parti national pour l'Argent. Dans son programme figurait la promesse de « libérer l'argent » à « 16 pour 1 », c'est-à-dire l'adoption d'un étalon monétaire bimétallique dans lequel les prix de l'or et de l'argent pour le monnayage seraient tels que 16 onces d'argent auraient la même valeur qu'une once d'or. Le programme de son adversaire républicain William McKinley comportait l'engagement de conserver un étalon-or monométallique. McKinley l'emporta sur Bryan par moins de 10 % des voix. Cet épisode a été le grand moment du mouvement pour la « liberté » de l'argent. À deux reprises, Bryan fut de nouveau le candidat des démocrates, mais il fut battu avec des écarts de plus en plus importants.

En 1887, trois chimistes écossais — John MacArthur, Robert et William Forrest — avaient découvert, pour extraire l'or à partir de minerais à basse teneur, un procédé par cyanuration exploitable commercialement. Ce procédé se révéla particulièrement bien adapté aux vastes zones aurifères trouvées en Afrique du Sud à peu près à la même époque. La production d'or en Afrique, nulle en 1886, représentait 23 % de la production mondiale en 1896 ; elle s'éleva pendant le premier quart du xx^e siècle, à plus de 40 %¹.

1 Le chiffre de 1896 est cité dans l'*Encyclopaedia Britannica* (11^{ème} éd., 1910) ; celui du premier quart du xx^e siècle est tiré de Warren et Pearson (1935, p. 122).

Aussi curieux que cela puisse paraître, ces deux séries d'événements survenus sur des points très éloignés du globe sont étroitement liées. Peu après le déclenchement de la guerre civile, les États-Unis avaient remplacé leur étalon bimétallique, dans lequel l'or et l'argent, ou des billets convertibles en or et argent, servaient de monnaie, par un étalon billet-vert (les *greenbacks*) dans lequel la monnaie légale était le papier-monnaie inconvertible. L'inflation qui en résulta pendant la guerre amena le niveau des prix au double de ce qu'il était auparavant. À la fin de la guerre, l'opinion publique souhaitait que l'on revint à un étalon métallique. Mais y revenir aux prix officiels d'avant-guerre des métaux précieux — ce qui impliquait le taux de change antérieur entre le dollar et la livre anglaise — obligeait à abaisser de plus de moitié le niveau des prix. Cela demanda quatorze années. Comme on l'a vu au chapitre 3, le *Coinage Act* de 1873 fut voté en vue du rachat des *greenbacks*, mais il a servi en réalité à remplacer l'étalon bimétallique d'avant la guerre civile par un monométallisme-or. L'étape ultérieure importante fut le *Resumption Act* de 1875, qui prévoyait qu'à partir du 1^{er} janvier 1879 les paiements pourraient de nouveau être effectués en métal, autrement dit que le papier-monnaie serait librement convertible en or, et inversement.

Le retour à l'or s'effectua comme prévu en 1879. À peu près à la même époque, la plupart des pays d'Europe adoptèrent un étalon-or ; il en résulta dans le monde entier une déflation qui persista pendant les décennies de 1880 et 1890. C'est cette déflation, particulièrement sévère aux États-Unis, qui a donné de la vigueur au mouvement de « l'argent libre », né après la démonétisation de l'argent, et qui, en fin de compte, a conduit en 1896 à la candidature de Bryan sur un programme comportant la liberté pour l'argent.

La déflation des prix a accru la valeur de l'or en termes des autres biens, de ce fait, elle a favorisé la découverte du procédé de cyanuration. Et l'emploi, couronné de succès, de ce procédé en Afrique du Sud, entraîna la défaite et le déclin politique de Bryan et des partisans de l'argent, car il fut à l'origine d'un afflux d'or considérable qui réalisa par d'autres moyens ce que souhaitaient par dessus tout les partisans de l'argent : l'inflation.

La désignation de Bryan et sa carrière politique ultérieure

La Convention nationale démocrate de 1896 se réunit à Chicago, dans des tentes dressées sur un terrain plat entre la 63^e rue et Cottage Grove. Cet endroit était proche du terminus du chemin de fer surélevé récemment construit, ce qui permettait aux délégués d'aller rapidement de leurs hôtels du Loop à la cité de tentes (cette partie de Chicago s'est beaucoup développée et a acquis une réputation plutôt mauvaise. Dans les années trente, quand j'étais étudiant à l'université de Chicago, pas très loin de là, le carrefour de la 63^e rue et de Cottage Grove était appelé « Sin Corner », le « coin du péché »).

C'est lors de cette Convention que William Jennings Bryan, l'un des délégués et excellent orateur, électrisa son auditoire par son célèbre discours au cours duquel il déclara : « vous n'allez pas presser cette couronne d'épines sur le front des travailleurs, vous ne crucifierez pas l'humanité sur une croix d'or ».

L'action que Bryan avait menée auparavant en faveur de la frappe libre de l'argent, selon un rapport de 16 onces d'argent pour une once d'or, l'avait naturellement désigné comme l'un des principaux candidats à la nomination pour le Parti démocrate. Avant la Convention, les démocrates du sud et de l'ouest, partisans de l'argent, avaient réussi à arracher le contrôle de l'administration du Parti des mains des partisans de l'or de la côte est, qui l'avaient longtemps détenu. Mais Bryan n'était que l'un des candidats possibles parmi les partisans de l'argent. C'est son vibrant discours — dont l'historien Richard Hofstadter (1966, vol. 2, p. 573) a dit qu'il était « probablement le discours le plus réussi de toute l'histoire des partis politiques aux États-Unis » — qui emporta la décision en sa faveur et fit de lui, à trente-six ans, le candidat du Parti démocrate à l'élection présidentielle. Il devint aussi le candidat des populistes et du Parti national pour l'Argent.

Après une campagne difficile et sans concessions, Bryan fut battu par son adversaire républicain William McKinley, qui obtint 271 mandats contre 176 à Bryan. Bien que le mécanisme des élections entraîne une surestimation de la marge entre les candidats,

la victoire de McKinley fut très nette. Dans le grand public, son avance fut proche de 10 %, ce qui était remarquable étant donné les circonstances. 1896 fut une année de forte dépression, succédant elle-même à plusieurs années difficiles. Le chômage était élevé et s'accroissait ; la production industrielle était faible et diminuait ; les prix agricoles étaient bas et continuaient à baisser. La situation économique ressemblait à celle de 1932, bien qu'elle soit nettement moins grave.

Mais la situation politique était très différente. Le président sortant était Grover Cleveland, un démocrate partisan de l'or qui avait organisé le rejet du *Sherman Silver Purchase Act* (Timberlake, 1978). Le Parti démocrate était divisé sur la question de l'argent ; les démocrates favorables à l'or créèrent un « Parti démocrate national » qui présenta son propre candidat mais ne recueillit pas un grand nombre de mandats. Il est plus vrai de dire, comme le fait James Barnes dans une excellente étude sur la campagne de Bryan, que celui-ci « a été battu par cette crainte de quelque chose que nous ignorons, car la seule évocation de la liberté de l'argent dans la bouche des partisans de l'or évoquait des malheurs plus formidables même que ceux qui existaient... Bryan... a été pour une part l'artisan de sa défaite lorsqu'il a laissé les partisans de l'or l'attirer sur leur propre terrain et l'assassiner avec une unique épée. Une brillante offensive qui, en juillet, avait commencé en terrain découvert au cri de "Nous leur jetons un défi" s'était, en novembre, transformée en défense sur un étroit front monétaire. Mark Hanna [le directeur de la campagne de McKinley] était dans le vrai quand il disait "il ne fait que parler de l'argent, et c'est là que nous l'avons attiré", car l'armée qui s'était préparée à la lutte au milieu de l'été ne pouvait rester rassemblée autour de l'unique question d'un étalon de valeur » (1947, pp. 397, 402). Barnes ajoute ceci en note : « Au début, ils s'en prenaient aux privilèges des gens bien placés, aux monopoles, aux prix élevés, aux exactions des prêteurs de monnaie, à la corruption au sein du gouvernement, et à un ordre social et économique qui avait négligé la masse de la population. En novembre, ils ne se battaient plus que sur une seule question, dollar-argent contre dollar-or, et

nombre d'entre eux étaient à la fois effrayés et stupéfaits » (pp. 399-400)¹.

Bryan fut de nouveau désigné comme candidat à la présidence en 1900 et en 1908. À chaque fois, la majorité qui s'est portée contre lui, aussi bien en nombre de mandats que lors de l'élection finale, fut plus forte qu'en 1896. Il conserva une certaine influence au sein du Parti démocrate, et fut secrétaire d'état de Woodrow Wilson de 1913 à 1915, puis il démissionna. Pacifiste convaincu, il s'éleva contre ce qu'il considérait, de la part de Wilson, comme un manquement à une neutralité totale ; c'est là un des exemples trop rares de démission d'un ministre pour une question de principe. Quoi qu'il en soit, 1896 fut sans aucun doute le sommet de sa carrière politique, qui ne cessa de décliner après cette date.

Il mourut en 1925, quelques jours après sa dernière grande bataille, le célèbre procès Scopes, dans lequel le fondamentaliste Bryan, défendant une loi du Tennessee qui interdisait l'enseignement de l'évolutionnisme, s'opposait au moderniste Clarence Darrow, qui voyait dans cette loi une violation de la liberté d'expression. Bryan gagna cette bataille (le défendeur, John Scopes, fut déclaré coupable de violation de la loi et condamné à une amende), mais il perdit la guerre (car le jugement fut ultérieurement cassé). Et, l'aspect juridique mis à part, ce fut Darrow et non Bryan qui fit figure de héros au tribunal de l'opinion publique.

Si l'on a coutume d'assimiler Bryan et la campagne de 1896 presque entièrement au mouvement en faveur de l'argent, celui-ci n'était pas, comme le suggère Barnes (1947), le seul thème du programme du Parti démocrate ; beaucoup d'autres thèmes ont, par la suite, connu un bien meilleur sort. Comme Henry Commager l'a écrit en 1942, peu d'hommes d'état ont été aussi pleinement justifiés par l'histoire. Article après article, le programme que Bryan avait constamment soutenu, depuis le début des années 90 jusqu'à une date déjà avancée dans le *xx^e* siècle, se trouva peu à peu incorporé dans les lois, et par ceux-là même qui l'avaient combattu et

1 Comme l'indique la note p. 75 du chapitre 3, Hugh Rockoff (1990) prétend que « Le magicien d'Oz » est un récit romancé de l'agitation faite à propos de l'argent, et de cette campagne électorale.

turné en dérision. Voyons la liste de toutes les réformes mises en place : contrôle de la monnaie et des banques par le Gouvernement, réglementation des chemins de fer, du télégraphe et du téléphone, réglementation anti-trust, journée de travail de huit heures, lois sociales, interdiction des réquisitions dans les conflits du travail, impôt sur le revenu, réforme douanière, anti-impérialisme, droit d'initiative des citoyens, référendum, vote des femmes, lois contre l'alcoolisme, arbitrage international (p. 99). J'ai personnellement beaucoup plus de sympathie pour le soutien apporté par Bryan au bimétallisme, que ce qu'on lui accorde communément, et beaucoup moins pour la plupart des autres réformes qu'il a défendues.

La carrière de McKinley a été très différente ; réussie sur le plan politique, elle a été tragique sur le plan personnel. Il fut assassiné par un anarchiste en 1901, mais il était en fonctions lors de la guerre contre l'Espagne ; il fut réélu en 1900 avec une majorité beaucoup plus large que celle qu'il avait obtenue en 1896, et il assista à une reprise économique rapide, assez proche d'un boom, aux États-Unis.

Le triomphe de l'étalon-or

Le mouvement en faveur de la frappe libre de l'argent, de même que les motifs qui ont poussé au développement et à la mise en œuvre de l'extraction de l'or par cyanuration, ont leurs origines dans les événements monétaires de la décennie de 1870, ou même plus tôt en Grande-Bretagne, dans l'adoption en 1816, après les guerres napoléoniennes, de l'étalon-or et du retour à la convertibilité en métal, sur la base de l'or, en 1821. La Grande-Bretagne devint par la suite la première puissance économique mondiale, et cela a sans aucun doute contribué à donner à l'étalon-or la réputation d'un régime meilleur que les autres, et incité d'autres pays à imiter l'exemple britannique.

À partir de 1803, la France est parvenue à conserver un étalon bimétallique avec un rapport de 15,5 pour 1. Elle a dû cependant l'abandonner en 1873, après sa défaite dans la guerre franco-prussienne. L'Allemagne exigea le paiement d'une énorme

indemnité, qui lui servit à financer l'adoption d'un étalon-or. Elle vendit en même temps de grandes quantités d'argent, ce qui simultanément poussait à la baisse les cours de ce métal et à la hausse ceux de l'or. Il en résulta pour la France l'impossibilité de conserver le rapport de 15,5 pour 1. La France et la plupart des autres pays d'Europe durent abandonner un étalon bimétallique ou un étalon-argent et adopter un étalon-or.

À l'époque, les États-Unis étaient encore dans un régime d'étalon-papier, « l'étalon-greenback » — adopté peu de temps après le commencement de la guerre civile. Le chapitre 3 explique en détail l'évolution qui a amené les États-Unis à autoriser, en 1879, la reprise des paiements en métal sur la base de l'or. Cette décision américaine fut l'étape finale — une étape fondamentale — du passage du monde occidental à un étalon-or.

La forte augmentation de la demande d'or à usage monétaire qui en résulta se conjuga avec un ralentissement de l'offre, car l'afflux d'or californien et australien venant des gisements découverts dans les décennies de 1840 et 1850 commençait à se tarir.

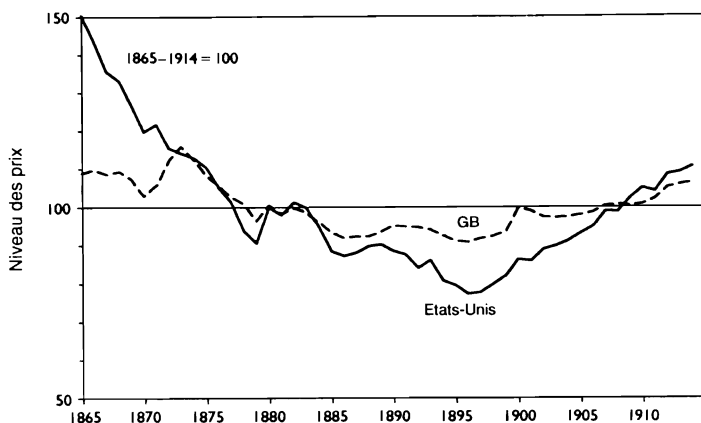


Figure 1

*Niveaux des prix aux États-Unis et en Grande-Bretagne, 1865-1914
(chiffres annuels)*

Sources : Friedman et Schwartz (1982, tableaux 4.8 et 4.9) pour les États-Unis à partir de 1869 et pour la Grande-Bretagne à partir de 1868. Pour les années antérieures, chiffres calculés à partir de divers indices disponibles.

Inévitablement, la déflation s'installa dans le monde (la figure 1 montre l'évolution du niveau des prix aux États-Unis et en Grande-Bretagne de 1865 à 1914).

La baisse des prix fut particulièrement sévère aux États-Unis à cause de l'inflation due aux *greenbacks* qui l'avait précédée, pendant la guerre civile. En 1879, quand les paiements en métal reprirent, les prix étaient déjà inférieurs de plus de moitié à ce qu'ils étaient à la fin de la guerre civile. Cette forte baisse est l'élément qui a permis de revenir à la parité d'avant-guerre entre le dollar et la livre anglaise, ce qui a pallié temporairement la baisse. Cependant, au bout de quelques années la déflation a repris, et elle s'est accélérée après 1889 lorsque, avec l'agitation politique croissante à propos de la frappe libre de l'or, des doutes se sont élevés quant à la possibilité pour les États-Unis de rester en régime d'étalon-or.

La déflation et la production d'or par cyanuration

La déflation signifiait une baisse des prix exprimés en or. Elle équivalait à une hausse du prix réel de l'or, c'est-à-dire à une augmentation de la quantité de biens qu'une once d'or permettait d'acheter sur le marché. On peut dire aussi que, parmi les prix qui baissaient, figuraient ceux qui entraient dans le coût de production de l'or, de sorte que cette production devenait plus rentable. Les prix-or mondiaux, tels qu'ils sont exprimés par l'indice des prix britanniques, baissèrent de plus de 20 % de 1873 à 1896, et la baisse du coût d'extraction de l'or était de même ampleur. Cette baisse du coût a probablement multiplié plusieurs fois la marge bénéficiaire antérieure de la production de métal. En d'autres termes, elle justifiait que l'on dépensât jusqu'à 20 % de plus pour produire davantage d'or. Les découvertes en Afrique du Sud, le développement et l'utilisation industrielle de la cyanuration, auraient vraisemblablement eu lieu en tout état de cause. Mais elles furent accélérées, et peut-être de façon significative, par le stimulant supplémentaire découlant de la déflation.

La déflation et le mouvement en faveur de l'argent

La baisse des prix n'a pas empêché une croissance économique rapide aux États-Unis ; c'est au contraire cette croissance qui fut, après la guerre civile, le principe actif de la déflation. Le désir de revenir à un étalon métallique poussait à restreindre l'augmentation de la masse monétaire, mais cette prudence n'alla pas assez loin, car la quantité de monnaie existant en 1879 était supérieure à ce qu'elle était en 1867 (première année pour laquelle nous ayons des données satisfaisantes). La baisse des prix fut rapide parce que la production augmentait beaucoup plus vite que la quantité de monnaie. Les chiffres relatifs à cette période « permettent de penser qu'il y a eu peu de variations significatives du taux de croissance pendant cette période [1879–1914] dans son ensemble, mais plutôt un ralentissement marqué de 1892 environ à 1896, suivi d'une forte accélération de 1896 à 1901 qui ne fit que compenser le retard pris antérieurement. Si cela est exact, la baisse ou la hausse générale des prix a eu peu d'effets sur le rythme de la croissance, mais la période de grande incertitude monétaire des premières années de la décennie 90 a entraîné de fortes déviations par rapport à la ligne de tendance de long terme » (Friedman et Schwartz, 1963, p. 93).

La baisse des prix a néanmoins provoqué de graves mécontentements tant aux États-Unis (comme on l'a vu avec quelque détail au chapitre 3) que dans le reste du monde soumis à l'étalon-or. Cela est dû en partie à ce que les économistes appellent « l'illusion monétaire », c'est-à-dire la tendance des individus à prêter attention davantage aux prix nominaux qu'aux prix réels ou au rapport entre les prix et leurs revenus. L'essentiel des revenus provient de la vente d'un nombre relativement faible de biens et de services. Les individus sont particulièrement bien informés des prix de ceux-ci ; ils considèrent qu'une hausse de ces prix est la juste récompense de leur action et qu'une baisse est une malchance causée par des forces qui leur échappent. Ils sont beaucoup moins bien informés des prix des nombreux biens et services qu'ils achètent en tant que consommateurs, et beaucoup moins sensibles à l'évolution de ces prix. Ainsi s'explique que l'inflation, tant qu'elle

reste modérée, donne dans l'opinion publique un sentiment général de prospérité, alors que la déflation, même modérée, provoque un certain pessimisme.

Un autre motif d'insatisfaction, tout aussi important, est que la déflation — comme l'inflation — n'affecte pas tous les individus de la même façon, et tout particulièrement les débiteurs par opposition aux créanciers. Cela fut notamment le cas aux États-Unis, dans le contexte de l'agitation politique créée autour des *greenbacks*, de la frappe libre de l'argent, et des thèses populistes. À l'époque, la plupart des agriculteurs et des petits industriels étaient débiteurs, et leurs dettes étaient pour l'essentiel exprimées par un montant fixe de dollars, à des taux d'intérêt nominaux bien précis. Du fait de la baisse des prix, à un certain nombre de dollars correspondait un volume de biens plus élevé. Lors d'une déflation, les débiteurs sont en général perdants, et les créanciers y gagnent¹.

Barnes (1947, p. 371) écrit que « le mouvement en faveur de l'argent, qui connut son point culminant au cours de la campagne de Bryan en 1896, a eu pour cause première... la loi de 1875 sur la reprise des paiements en métal. Au fond, le public voulait davantage de monnaie, et la loi qui lui retirait le papier l'a fait se tourner vers l'argent. » Dans les premières années de la baisse des prix qui a suivi la guerre civile, le public voulait que l'on créât davantage de *greenbacks*, et non qu'on les retirât (c'est de là que vient le nom de « *Parti des greenbacks* », né en 1875, disparu en 1885). Mais dès que le vote du *Resumption Act* eut conforté l'opposition — relativement importante — au papier-monnaie et l'idée, largement répandue elle aussi, qu'un étalon métallique était dans l'ordre naturel des choses, les populistes, comme l'a écrit Barnes, se tournèrent vers l'argent comme le moyen d'obtenir l'inflation. Ce faisant, ils trouvèrent à la fois un allié puissant — les producteurs

1 Strictement parlant, cela n'est vrai que dans le cas d'une déflation non anticipée. Si elle est prévue, le taux d'intérêt peut être modifié pour en tenir compte. Cependant, les faits montrent clairement que, durant le XIX^e siècle, déflation et inflation ne furent qu'imparfaitement anticipées, et elles le furent avec un retard considérable (voir chapitre 2 et Fisher, 1896).

d'argent de quelques états peu peuplés de l'ouest, qui jouissaient d'une influence politique sans commune mesure avec leur nombre — et un bouc émissaire bien commode, Wall Street et les banquiers de la côte est, qui furent accusés du « crime de 1873 ». Ils réclamèrent le retour à ce qu'ils appelaient « la monnaie légale de la Constitution », l'or et l'argent dans le rapport de 16 pour 1 d'avant la guerre civile.

La baisse des prix de la décennie 1870 que montre la figure 1 a concerné l'argent comme les autres biens. En 1876, le cours de l'argent en dollars était inférieur au prix officiel. Comme l'explique le chapitre 3, si la frappe libre de l'argent avait été prévue par le *Coinage Act* de 1873, les paiements en métal auraient repris aux États-Unis en 1876 sur la base de l'argent, et non de l'or. Les prix en dollars auraient cessé de baisser ou auraient baissé plus lentement et, dans une large mesure, l'agitation monétaire des décennies suivantes ne se serait pas produite¹. En fait, le niveau des prix a continué à baisser et l'agitation à s'aggraver. Il en résulta un certain nombre de projets de lois dans les dernières années 1870, qui ont abouti au *Bland-Allison Act* de 1878, prévoyant l'achat chaque mois par le Gouvernement d'une certaine quantité d'argent ; c'était un os à ronger pour les producteurs. Une brève période de hausse des cours après la reprise des paiements en métal calma temporairement l'agitation, qui s'aggrava de nouveau dès que les cours recommencèrent à baisser. Cette agitation aboutit au vote du *Sherman Silver Purchase Act* en juillet 1890 « par un congrès républicain comme une concession accordée en connaissance de cause aux états de l'ouest pour avoir soutenu la *McKinley Tariff Act* de 1890, protectionniste et demandé par les états industriels de l'est » (Friedman et Schwartz, 1963, p. 106). Comparé au *Bland-Allison Act*, le *Sherman Act* doublait à peu près la quantité d'argent que le Gouvernement devait acheter. « On a vu apparaître [aussi] en 1890 dans les programmes politiques des états un grand nombre de revendications visant à la frappe libre... Après 1890, le mouvement

1 Le chapitre 4 donne des évaluations du niveau hypothétique des prix dans ce contexte.

en faveur de l'argent prit l'allure d'une véritable marée montante » (Barnes, 1947, p. 372). Cette vague d'agitation explique pourquoi les prix ont baissé tellement plus aux États-Unis qu'en Grande-Bretagne après 1888. « La panique désastreuse de 1893... fut bénéfique car elle a, dans la nation en état de choc, stimulé le désir de frappe libre de l'argent » (Barnes, 1947, p. 372). Dès 1896, il était évident que les démocrates allaient embrasser la cause de l'argent — et se scinderaient en deux groupes, ceux de l'est, partisans de l'or, entrant en dissidence.

Un rapport de 16 pour 1 était-il une idée saugrenue ?

Tout au long des décennies de 1870, 80 et 90, le cours de l'argent ne cessa de baisser. L'étalon-or avait fixé le prix du métal à 20,67 dollars. En conséquence, le rapport de prix or-argent passa d'environ 16 pour 1 en 1873 — date de l'omission de cette malencontreuse phrase dans le *Coinage Act* — à 30 pour 1 lorsque la candidature de Bryan fut décidée. Si un rapport officiel de 16 pour 1 avait pu apparaître comme acceptable en 1873, il sembla en 1896 à la communauté financière être le préalable à un désastre. Son adoption, estimait-elle, entraînerait une très grave inflation. Bryan et ses partisans proposaient de doubler — ou presque — le prix de l'argent et de le faire passer de 68 cents l'once, cours du marché à l'époque, au prix officiel toujours théoriquement en vigueur de 1,29 dollar. Il semblait évident à la communauté financière que les autres prix, et notamment celui de l'or, devraient monter à dure concurrence. Mais cela entraînerait la rupture du lien monétaire entre le dollar et les autres monnaies basées sur l'or, provoquerait une grave dépréciation du taux de change entre le dollar et ces monnaies et, aux yeux de la communauté financière, perturberait gravement le commerce international. Quelle idée saugrenue !

Cette conclusion — mais pas nécessairement le raisonnement lui-même — est aujourd'hui communément admise par les historiens, ceux des faits économiques et d'autres ; il en va de même de l'idée selon laquelle la fin de la libre frappe de l'argent, selon le *Coinage Act* de 1873, fut, comme James Lawrence Laughlin l'a écrit en 1886, « une décision heureuse, qui a sauvé notre crédit financier

et protégé l'honneur de l'État. C'est une œuvre législative dont nous ne pourrions jamais être assez reconnaissants » (1895, p. 93).

J'ai montré dans le chapitre 3 que Laughlin se trompait, que cette loi, loin d'être « une décision heureuse », était « le contraire, une faute qui a eu de très fâcheuses conséquences » à la fois pour les États-Unis et pour le reste du monde. J'ai montré que le maintien du bimétallisme avec un rapport de 16 pour 1 comme étalon monétaire officiel aurait fortement réduit l'ampleur de la déflation aux États-Unis et évité l'agitation et l'incertitude monétaire et politique qui en a résulté. Il aurait aussi, dans une moindre mesure, réduit l'ampleur de la déflation dans le reste du monde. Dans ce contexte, le génie de Bryan en tant qu'orateur et homme politique lui aurait encore conféré la célébrité, mais sous une bannière très différente.

Mais cette opinion porte sur 1873, époque où le *Coinage Act* a été voté, et sur 1879, époque où ont été repris les paiements sur la base de l'or. N'était-il pas trop tard, en 1896, pour réparer les dommages subis ? Bryan n'essayait-il pas de fermer la porte de l'écurie alors que le cheval avait déjà été volé ? Bien que le raisonnement que je prête à la communauté financière soit sommaire, je pense que sa conclusion fondamentale était juste. Une mesure qui aurait été très bénéfique à la fois aux États-Unis et au reste du monde en 1873 aurait été très néfaste pour les deux après 1896, en partie précisément parce qu'elle n'avait pas été adoptée en 1873. Pour des raisons que j'exposerai avec quelque détail dans le chapitre 6, j'estime qu'un étalon bimétallique est un meilleur régime monétaire qu'un monométallisme-or. Cela était vrai en 1896 comme en 1879. Cependant, les cas diffèrent selon les circonstances. Dans le nouveau contexte de 1896, le rapport de prix or-argent — avec lequel le bimétallisme aurait été un bienfait plutôt qu'un désastre — aurait dû être égal ou supérieur, mais non inférieur, au rapport des prix de marché.

Le bimétallisme avec un rapport de 16 pour 1 aurait été un bienfait en 1879 parce qu'il aurait prévenu ou rendu moins sévère le danger de déflation que faisait peser le passage généralisé à l'or. De plus, cela se serait fait sans discontinuité. Le rapport de prix or-argent n'était en 1873 que très légèrement inférieur à 16 pour 1, il

a atteint ce niveau en 1875 ou 1876, et en 1879 il ne le dépassait que très légèrement : la transition aurait donc été aisée et rapide.

Le danger en 1896 était l'inflation, et non la déflation. Le stock de monnaie dans les pays d'étalon-or s'accroissait grâce à l'afflux de métal en provenance d'Afrique du Sud, et le seul élément qui pouvait y faire contrepoids était l'accroissement continu de la production de biens et de services. En 1914, le niveau des prix était de 17 % en Grande-Bretagne, et de 44 % aux États-Unis, supérieur à ce qu'il était en 1896. La hausse plus forte aux États-Unis était la contrepartie de la baisse plus accentuée qui y avait sévi au début de la décennie de 1890.

L'adoption par les États-Unis en 1896 du bimétallisme avec un rapport de 16 pour 1 aurait fortement accru la demande d'argent relativement à la demande générale de biens et aurait entraîné une sortie d'or des États-Unis. Le rapport des prix de marché or-argent n'aurait pas pu se maintenir au niveau de 30 pour 1. Il ne serait peut-être pas redescendu jusqu'à 16 pour 1, bien que cela ne puisse être totalement exclu. Les calculs, exposés dans le chapitre 4, du rapport hypothétique de prix or-argent qui aurait prévalu si les États-Unis avaient conservé un étalon bimétallique permettent de penser que ce rapport aurait tendu à fluctuer autour de 16 pour 1 tout au long de la période 1873–1914. D'après ces calculs, le niveau le plus élevé aurait été atteint en 1896 : environ 24 pour 1. Je pense cependant qu'il y a là, très probablement, une surestimation aussi bien du niveau que ce rapport aurait atteint dans ces circonstances hypothétiques que de celui où il serait tombé si le programme de Bryan avait été mis en œuvre¹.

1 Les causes de cette surestimation ne sont pas les mêmes dans les deux cas. Mes calculs concernant le maintien de la frappe libre de l'argent utilisent nécessairement des données qui sont affectées par des troubles monétaires qui ne se seraient pas produits si la frappe libre avait persisté. Mais cela ne rend pas ces calculs applicables aux circonstances de l'époque. La raison en est que, dans mes calculs, j'ai supposé un processus antérieur d'accumulation de l'or et de l'argent très différent de celui qui s'est déroulé en fait. Si la frappe libre sur la base de 16 pour 1 avait été votée par exemple en 1897, il y aurait eu une modification immédiate des conditions de la demande et de l'offre d'argent et d'or beaucoup plus forte que la modification progressive que j'ai postulée. J'en conclus que cela aurait conduit à un rapport de prix de marché inférieur à mon estimation de 24 pour 1.

Quel qu'ait été le rapport, son effet aurait été de relever le taux de croissance de la quantité de monnaie aussi bien aux États-Unis, qui auraient accumulé de l'argent, que dans le reste du monde, qui aurait reçu l'or sorti des États-Unis. L'inflation aurait été plus forte qu'elle n'a été en fait. Et la transition aux États-Unis aurait été rien moins que progressive. La communauté financière avait raison de penser qu'il en serait résulté immédiatement une forte dépréciation du taux de change entre le dollar et les monnaies des autres pays en régime d'étalon-or, dépréciation qui, effectivement, aurait pendant cette période, entraîné de grandes difficultés pour l'activité commerciale et financière internationale des États-Unis.

D'un autre côté, supposons que le bimétallisme ait été adopté en 1896 avec un rapport de, par exemple, 35 pour 1. L'effet immédiat aurait été négligeable. Les États-Unis seraient restés en fait sur un étalon-or. Il n'y aurait pas eu dans l'immédiat de demande supplémentaire d'argent ni d'offre additionnelle d'or. Le seul effet sur les prix de l'un ou de l'autre métal aurait concerné les anticipations de leurs évolutions éventuelles. La réaction aux années difficiles de la décennie de 1890 aux États-Unis, et à l'inflation dans le reste du monde, aurait été, au début, ce qu'elle a été en fait. L'adoption hypothétique du bimétallisme avec un rapport de 35 pour 1 n'aurait pas eu d'effet très sensible avant environ 1901 ou 1902, lorsque le rapport des prix de marché or-argent aurait dépassé sensiblement et durant un certain temps le niveau de 35 pour 1. Ce ratio est resté au-dessus de 35 pour 1 jusqu'en 1905, est retombé au-dessous de 35 pour 1 pendant quelques années, puis a de nouveau dépassé ce niveau presque continuellement jusqu'en 1914.

À partir de 1902, le bimétallisme américain aurait sans doute maintenu le rapport au niveau de 35 pour 1. Cependant, si l'on considère ce qu'a été en fait l'évolution de ce rapport, on peut penser que cette situation n'aurait entraîné, pour les États-Unis, ni d'importants achats d'argent, ni de fortes sorties d'or ; elle n'aurait pas impliqué de modification du taux de change du dollar en termes des monnaies des pays en régime d'étalon-or, et aurait permis une plus grande stabilité du taux de change en termes des

monnaies des quelques pays à régime d'étalon-argent, dont le principal était la Chine. Vue avec le recul du temps, l'augmentation mineure de l'inflation aux États-Unis et dans le monde de l'étalon-or, qui aurait pu se produire, eût été un petit prix à payer pour bénéficier d'un très bon système monétaire.

Malheureusement, l'atmosphère politique agitée qui a entouré le problème de l'argent a empêché que l'on étudie sérieusement une quelconque formule alternative au rapport 16 pour 1. Comme Simon Newcomb, mathématicien et astronome de renommée internationale en même temps que l'un des meilleurs économistes et théoriciens de la monnaie de l'époque, l'a écrit en 1893 dans un article, « l'auteur ne fait pas d'objection de principe au bimétallisme, s'il est convenablement et correctement mis en œuvre. L'un des aspects fâcheux de la situation monétaire est que le bimétallisme logique et cohérent semble avoir disparu du champ de bataille, ne laissant que des monométallistes argent ou or. Chacun doit savoir que la frappe libre de l'argent sur les bases actuelles signifie monométallisme-argent. La frappe libre avec le rapport actuel de 16 pour 1 serait en ce moment tout simplement un cataclysme, et il est peu probable qu'un rapport de 20 pour 1 donnerait des résultats bien meilleurs. » (p. 511)

Un de ces « bimétallistes logiques et cohérents » fut le général Francis Walker, que le dictionnaire *New Palgrave* présente comme « l'économiste américain le plus connu et le plus estimé au plan international, de sa génération », et qui fut successivement professeur d'économie politique et d'histoire à l'université de Yale puis président du Massachusetts Institute of Technology. Il prônait un bimétallisme international, c'est-à-dire un accord entre plusieurs pays sur l'adoption d'un étalon bimétallique avec le même rapport de prix or-argent, mais il s'opposait à l'adoption du bimétallisme par un seul pays et, de ce fait, il n'approuvait pas la proposition de frappe libre de l'argent émise par Bryan. Je ne sais s'il s'est opposé activement à ce dernier pendant la campagne de 1896 mais, dans son « discours sur le bimétallisme international » prononcé quelques jours après les élections, il a parlé de la défaite de Bryan comme de « la fin d'une grande tempête » ([1896a] 1899, vol. 1,

p. 251). Autant que je sache, il n'a jamais préconisé l'adoption unilatérale du bimétallisme avec un autre rapport que 16 pour 1 ; il a plutôt continué à plaider pour un bimétallisme international, même avec un rapport de 15,5 pour 1, celui que la France avait su conserver (1896b, pp. 212-213).

Si les États-Unis avaient adopté le bimétallisme en 1896, que ce soit avec un rapport de 16 pour 1 ou de 35 pour 1, il n'est pas impossible que d'autres pays les eussent suivis et adopté le même rapport. En 1896, les États-Unis étaient probablement, vis-à-vis du reste du monde, une plus grande puissance que la France ne l'avait été au début du siècle. Et cependant la France avait été capable de maintenir le rapport de 15,5 pour 1 de 1803 à 1873, malgré les grandes découvertes d'argent d'abord, puis les grandes découvertes d'or. Le bimétallisme était vu avec beaucoup de faveur dans de nombreux pays d'Europe. L'Inde venait d'abandonner la frappe libre de l'argent, et la Chine allait conserver un étalon-argent jusqu'à ce que, avec son programme d'achat d'argent pendant la décennie de 1930, Franklin Roosevelt la force à l'abandonner (il est intéressant de constater là, comme au *xix^e* siècle, une satisfaction de nature politique donnée aux producteurs d'argent ; voir chapitre 7). Nous sommes aujourd'hui si habitués à considérer l'or comme le métal monétaire normal que nous avons oublié que, pendant des siècles, l'argent a été un métal monétaire beaucoup plus important que l'or ; il n'a perdu sa prééminence qu'après la décennie de 1870.

Si d'autres pays s'étaient joints aux États-Unis en adoptant également le rapport de 16 pour 1, les dégâts auraient été plus grands encore. Mais, avec un rapport de 35 pour 1, à long terme les conséquences auraient fort bien pu être bénéfiques. Du fait du déclenchement en 1914 de la Première Guerre mondiale, peu de temps seulement après le moment où s'étaient rejoints le rapport des prix de marché et le rapport officiel, ces conséquences — s'il devait y en avoir, auraient été mineures jusqu'après la guerre. Après 1915, le rapport des prix de marché s'abassa, atteignant moins de 16 pour 1 en 1920, puis s'éleva fortement jusqu'à plus de 35 pour 1 en 1927. L'évolution d'après-guerre aurait sans doute été différente si

le bimétallisme était devenu le régime officiel dans plusieurs pays, y compris les États-Unis. L'étalon de change-or fut adopté après la Première Guerre mondiale en raison d'une crainte de pénurie d'or, et le bimétallisme aurait apaisé cette crainte. Mais ce genre de réflexion ne peut guère être utile, car il s'éloigne trop de l'histoire, notre point de départ.

La cyanuration et le déclin politique de Bryan

La dernière phase de notre histoire concerne les conséquences de l'emploi de la cyanuration sur la carrière politique de Bryan. Elle sera brève. Comme on l'a vu, l'important afflux d'or d'Afrique du Sud a entraîné l'inflation que Bryan et ses partisans espéraient obtenir grâce à l'argent, « mais quand ces partisans, comme le sociologue E.A. Ross, firent remarquer à Bryan que les nouvelles entrées d'or avaient pallié la pénurie de monnaie et affaibli la cause de l'argent, le « bourgeois » resta indifférent » (Hofstadter, 1948, p. 194). La conséquence ne faisait pas de doute. La carrière politique de Bryan ne pouvait plus que décliner.

Conclusion

Bryan a intitulé le compte-rendu qu'il a donné de la campagne de 1896 « La Première bataille ». Dès le début, il s'était vu comme un général à la tête d'une armée engagée dans une guerre — ou une croisade — pour une cause sainte. Il commença son grand discours de la Convention démocrate de 1896 par ces mots : « Il n'y a pas ici de querelle de personnes. Le plus humble citoyen de ce pays, lorsqu'il est revêtu de l'armure d'une juste cause, est plus fort que toutes les phalanges de l'erreur. Je m'adresse à vous pour défendre une cause aussi sainte que celle de la liberté : la cause de l'humanité ». Et l'emphase continue de se dérouler : « l'ardeur qui inspira les croisés qui suivirent Pierre l'Ermite », « notre guerre n'est pas une guerre de conquêtes », « couronne d'épines », « crucifier », « croix d'or ».

Comme dans tout mouvement politique à base populaire, il y avait toutes sortes de gens parmi les croisés qui suivirent Bryan.

Les producteurs d'argent avaient leurs intérêts propres, bien précis. Les réformateurs agraires se référaient au vieux conflit entre la campagne et la ville, et les populistes au conflit aussi ancien entre les masses et les classes possédantes : *Main Street* contre *Wall Street*. Il n'est pas douteux que, parmi les partisans de Bryan, nombreux étaient ceux qu'inquiétaient les évidentes difficultés économiques de la précédente décennie, et qui voyaient dans l'expansion monétaire un remède possible, sinon le seul. Il y avait malheureusement parmi eux peu — si même il y en avait — de « bimétallistes logiques et cohérents ».

Les adversaires de Bryan étaient, eux aussi, très divers : certains avaient des intérêts dans les mines d'or ; on y trouvait des partisans de la déflation vilipendés par les défenseurs de la frappe libre de l'argent — et avec quelque raison — sous l'étiquette de *Wall Street* ; des monométallistes convaincus qui voyaient dans la prééminence économique de la Grande-Bretagne le témoignage des vertus d'un étalon-or et dans le passage, vers 1870, de nombreux pays d'Europe du bimétallisme à l'or le témoignage de la fragilité du bimétallisme ; et enfin des personnes dont l'argent n'était pas le souci majeur, mais qui n'étaient pas d'accord avec d'autres parties du programme populiste. Il y avait aussi sans doute, parmi ses opposants, beaucoup d'électeurs qui étaient aussi inquiets que ses partisans devant les difficultés économiques du pays dans le passé récent mais qui — à juste titre selon moi — considéraient le remède proposé (le rapport 16 pour 1) comme devant aggraver encore la maladie.

En définitive, le résultat final ne dépendit d'aucune des questions soulevées pendant la campagne, ni des arguments présentés de part et d'autres dans cette chaude bataille politique. Il fut le fruit d'événements lointains, survenus en Écosse et en Afrique du Sud, et qui ne furent jamais mentionnés dans le débat. C'est là un exemple très frappant des conséquences très vastes et souvent inattendues que peut provoquer un événement monétaire apparemment mineur.

Retour sur le bimétallisme¹

Tout au long de l'histoire telle que nous pouvons la lire, les systèmes monétaires ont eu généralement pour base un bien physique, le plus souvent un métal, et plus particulièrement deux métaux précieux, l'or et l'argent. Des deux, c'est « l'argent qui formait la quasi-totalité de la monnaie métallique circulant en Europe » jusqu'au moins la fin du XIX^e siècle (Martin, 1977, p. 642), ainsi qu'en Inde et dans d'autres parties de l'Asie. L'or, beaucoup moins employé, servait surtout dans les transactions portant sur des montants élevés.

Le taux de change entre l'argent et l'or était parfois fixé par les autorités, et parfois laissé au libre jeu du marché. S'il existait un taux officiel, on se trouvait en régime bimétalliste (tel que décrit au chapitre 3) dans lequel un atelier de monnayage autorisé était prêt à convertir de l'or ou de l'argent, pour quiconque en faisait la demande, en pièces d'une certaine valeur faciale et d'un poids et degré de fin spécifiés par la loi, au gré du demandeur (c'était la frappe libre). Normalement était prélevé un seigneurage faible, pour couvrir le coût du monnayage ; mais ce n'était pas le cas en Grande-Bretagne, ni aux États-Unis. Le rapport officiel de prix était celui des poids assignés aux pièces d'argent et d'or. Par exemple,

1 Je remercie vivement Angela Redish, Hugh Rockoff et Anna Schwartz pour leurs remarques. De plus, j'ai grandement bénéficié de commentaires détaillés des rédacteurs du *Journal of Economic Perspectives*.

de 1837 jusqu'à la guerre civile, le dollar-or était défini comme étant égal à 23,22 grains (1,504 gramme) d'or fin, et le dollar-argent à 371,25 grains (24,057 grammes) d'argent fin ; il y avait donc dans le dollar-argent 15,988 fois plus de grains d'argent que de grains d'or dans un dollar-or ; on parlait couramment d'un rapport de 16 pour 1.

Une autre façon, strictement équivalente, de définir un étalon bimétallique consiste, pour un gouvernement, à s'engager à acheter soit l'or, soit l'argent, à un prix fixe en une monnaie indiquée comme monnaie légale. Dans le cas des États-Unis, les prix officiels étaient 20,67 dollars par once d'or fin et 1,29 dollar par once d'argent fin¹. Le prix officiel de l'or resta inchangé jusqu'en 1933, lorsque le Président Franklin Roosevelt le releva en plusieurs étapes pour le fixer à 35 dollars l'once au début de 1934. Il demeura à ce niveau jusqu'à ce qu'il soit porté à 42,22 dollars au début de 1973 ; c'est le prix auquel sont, encore aujourd'hui, évalués les avoirs officiels en or du gouvernement américain, bien que le prix sur le marché soit (en 1991) près de neuf fois plus élevé que ce prix officiel.

Bien que l'argent ou l'or puissent légalement être utilisés comme monnaie l'un et l'autre, dans la pratique (comme on l'a vu au chapitre 3) il pouvait se faire que l'on n'utilisât que l'un de ces deux métaux. Outre leur emploi comme monnaie, l'argent et l'or servent à de nombreux usages non monétaires — ils ont un marché — en joaillerie et dans l'industrie. Quand le rapport des prix de marché s'écartait fortement du rapport officiel, seul le métal dont le prix relatif sur le marché était inférieur à son prix relatif officiel était présenté au monnayage. Si, par exemple, une once d'or valait sur le marché autant de dollars que 15,5 onces d'argent alors que le rapport officiel était de 16 pour 1, celui qui possédait de l'argent avait intérêt, au lieu de porter son argent au monnayage, à l'échanger contre de l'or sur le marché, et à porter cet or à la Monnaie.

1 Ce sont là des chiffres arrondis. Il y a 480 grains (31,104 grammes) dans une once d'or fin, aussi le prix officiel de l'or était exactement $480/23,22$, soit 20,6711835... dollars, et celui de l'argent $480/371,25$, soit 1,2929... dollar.

C'est à peu près ce qui s'est passé aux États-Unis de 1837 à la guerre civile : le rapport officiel des prix était de 16 pour 1, et celui de marché de 15,5 pour 1. Il en résulta qu'en fait les États-Unis étaient en régime d'étalon-or. On utilisait encore l'argent pour les pièces de faible valeur et contenant moins de métal que ce qui, au prix officiel, correspondait à leur valeur faciale, ainsi que dans les transactions monétaires avec l'étranger (mais avec une prime, et non au pair).

Dès les premières années de la décennie de 1870, la plupart des pays développés, y compris les États-Unis en 1879, adoptèrent un étalon-or monométallique, c'est-à-dire un régime dans lequel seul le prix de l'or avait une définition officielle. L'Inde et la Chine restaient les deux seuls grands pays utilisant principalement l'argent. Ailleurs, ce métal n'existait plus que sous la forme des petites pièces. Après la Première Guerre mondiale, le lien entre la monnaie et l'or se relâcha peu à peu, lorsque l'étalon-or au sens strict — qui était jusque là la norme — fut remplacé par l'étalon de change-or, c'est-à-dire par l'engagement des gouvernements à racheter leur propre monnaie, soit en or, soit en une monnaie étrangère elle-même convertible en or. Après la Seconde Guerre mondiale, l'accord de Bretton Woods créant le Fonds monétaire international a encore réduit le rôle de l'or, car il ne prévoit la convertibilité en or que dans le cas des États-Unis, et seulement vis-à-vis de l'extérieur. Ce dernier lien fut lui-même rompu par le président Richard Nixon le 15 août 1971, lorsque — pour employer le jargon monétaire — il « ferma le guichet de l'or » en refusant d'honorer la promesse américaine, incluse dans l'accord du FMI, de vendre de l'or aux banques centrales étrangères au prix de 35 dollars l'once. Depuis cette date, tous les grands pays vivent dans un régime d'étalon-papier non convertible, étalon purement fiduciaire ; ce régime n'est pas une mesure temporaire d'urgence, mais est destiné à durer. L'histoire ne connaît aucun précédent à un tel système fiduciaire à l'échelon mondial.

Jusqu'à présent, ce système fiduciaire a été caractérisé par de grandes fluctuations des niveaux des prix, des taux d'intérêt et des taux de change, car les grands pays se sont efforcés d'apprendre à

naviguer dans ces eaux inexplorées, et de trouver pour y ancrer le niveau de leurs prix, autre chose que la conversion d'une monnaie en une marchandise. Il est impossible de dire si ce système purement fiduciaire donnera — et dans quel délai — des résultats acceptables ; nous étudierons ce point au chapitre 10. C'est pourquoi une analyse du bimétallisme — qui a peut-être été dans le monde d'autrefois le système le plus répandu — peut présenter un intérêt autre qu'historique.

En 1936, dans un article intitulé « Bimetallism Reconsidered », Lewis Froman écrivait ceci : « Les économistes dans leur ensemble s'accordent presque unanimement à penser que le bimétallisme n'est pas un système monétaire satisfaisant. » (p. 55) J'ai, jusqu'à une époque récente, partagé cette opinion qui, me semble-t-il, reste généralement admise chez les théoriciens de la monnaie : le bimétallisme est un système monétaire instable et peu satisfaisant, qui entraîne des passages fréquents d'un monométallisme à un autre ; le monométallisme est préférable, et l'or est préférable à l'argent¹.

1 Il n'est pas facile de montrer que c'est là une opinion très répandue, car peu de manuels contemporains traitant de la monnaie ou de la macroéconomie mentionnent le bimétallisme. Presque tous font allusion à l'étalon-or, mais ils considèrent comme allant de soi qu'un étalon-or est le seul type d'étalon-marchandise qui vaille la peine d'être envisagé. J'ai examiné sept manuels connus de théorie monétaire et de macroéconomie, publiés entre 1968 et 1986. Deux seulement parlent d'un étalon bimétallique ; seul le plus ancien procède à une analyse raisonnée de ses avantages et de ses inconvénients, et cela dans une note en bas de page, qui remarque que « la critique de ce système [le bimétallisme] a sans doute été excessive » (Culbertson, 1968, pp. 133n). J'ai aussi examiné sept manuels d'histoire économique des États-Unis, publiés entre 1964 et 1987. Tous étudient l'emploi comme étalon monétaire de diverses marchandises, le bimétallisme, et le passage à un étalon-or. Mais leur analyse est en général limitée au strict exposé des faits et, à une exception près, classique. Par exemple, le plus récent d'entre eux (et, je crois, le plus largement utilisé) affirme patement que « le bimétallisme n'est pas un bon système métallique parce que les prix des deux métaux fluctuent constamment *l'un par rapport à l'autre*, ce qui a des conséquences curieuses », et que « l'augmentation de la production d'or dans les décennies de 1840 et 1850 a entraîné le déclin de la circulation de l'argent... C'est pourquoi le *Coinage Act* de 1873 n'a pas prévu la reprise de la frappe des dollars-argent » (Hughes, 1987, pp. 175-176, 360).

En effectuant les recherches sur l'histoire monétaire des États-Unis au ^{xix}^e siècle, en vue de la rédaction des chapitres 3, 4 et 5, j'ai découvert, à ma grande surprise, que la thèse ordinairement acceptée est douteuse, sinon totalement fausse, aussi bien en ce qui concerne la supériorité du monométallisme sur le bimétallisme que celle du monométallisme-or sur le monométallisme-argent.

Le bimétallisme dans l'histoire

Alexander Hamilton, dans son « Treasury Report on the Establishment of the Mint » de 1791 ([1791] 1969, pp. 167–168) où il recommandait l'adoption d'un étalon bimétallique, écrivait ceci : « On peut peut-être dire que, de quelque façon, l'or possède une plus grande stabilité que l'argent : comme il est de plus grande valeur, on a pris avec lui moins de libertés dans les lois des différents pays. Son aloi est demeuré plus uniforme et il a, à d'autres égards, subi moins de changements ; étant moins un objet de commerce, ... il n'est pas susceptible au même degré d'être influencé par les circonstances de la demande commerciale. »

Hamilton opta néanmoins pour le bimétallisme, pour des raisons purement pragmatiques qui sont que l'argent était le métal dont l'usage était le plus répandu, que dans les treize états d'origine les pièces en circulation étaient le plus souvent des monnaies d'argent étrangères, et que l'or était peu abondant. Il choisit un rapport de 15 pour 1 parce que c'était le rapport des prix de marché à l'époque, tout en admettant que ce rapport était sujet à des variations et qu'il fallait « veiller à régulariser la proportion entre [les métaux] pour leur assurer, autant que possible, une valeur commerciale moyenne stable » ([1791] 1969, p. 168). Mais très rapidement le rapport des prix de marché s'éleva, suivant en cela le rapport officiel en France, qui était de 15,5 pour 1. Le Congrès ne suivit pas le conseil de Hamilton, et laissa jusqu'en 1834 le rapport officiel au niveau de 15 pour 1. En conséquence, l'argent devint l'étalon de fait jusqu'en 1834, année où le Congrès porta le rapport officiel à 16 pour 1, et l'or devint l'étalon de fait de ce moment jusqu'à la guerre civile. En 1862, la conversion de la monnaie en métal

fut suspendue, et une monnaie purement fiduciaire, appelée communément *greenback*, fut émise pour financer la guerre. Le *Coinage Act* de 1873 fit cesser la frappe libre de l'argent et limita son statut de monnaie légale, de sorte que, quand le rachat des *greenbacks* (c'est-à-dire la conversion de la monnaie légale en métal) fut réalisé en 1879, il se fit sur la base de l'or. Cela déclencha alors dans les décennies de 1880 et 1890, le mouvement en faveur de l'argent, qui connut son heure de gloire, sous la bannière de 16 pour 1, lors de la campagne présidentielle de William Jennings Bryan en 1896.

Cette expérience américaine a sans doute contribué à la formation de la thèse couramment admise, telle que l'énonce par exemple Ludwig von Mises (1953, p. 75), selon laquelle « l'étalon bimétallique... est devenu, non pas un étalon dualiste, comme le voulaient les législateurs, mais un étalon alternatif ».

Bien que cet étalon alternatif soit possible et ait été souvent une réalité, comme ce fut le cas avant la guerre civile et en Grande-Bretagne durant plusieurs siècles jusqu'aux guerres napoléoniennes, il n'est nullement inévitable. Comme le fait remarquer Irving Fisher (1911, p. 132) : « l'histoire de la France et celle de l'Union latine pendant la période qui va de 1785 — et plus particulièrement, de 1803 — à 1873, est instructive. Elle illustre dans la pratique la théorie selon laquelle, quand les conditions sont favorables, l'or et l'argent peuvent demeurer liés pendant une très longue période grâce au bimétallisme. Pendant tout ce temps, le public n'a été en général nullement conscient d'une quelconque disparité de valeur, et n'a remarqué que les passages d'une prééminence relative de l'or à la prééminence relative de l'argent, et vice-versa. »

Plusieurs facteurs expliquent que la France ait pu, pendant une aussi longue période, maintenir simultanément en circulation des pièces d'or et des pièces d'argent de valeur élevée. Le premier résidait dans le poids économique de la France dans le monde, poids beaucoup plus élevé qu'aujourd'hui. Le second était la propension exceptionnellement forte des Français à utiliser les métaux pour leur monnaie, soit directement sous la forme de pièces, soit indirectement comme réserves garantissant monnaie

de papier et dépôts¹. Ces deux facteurs faisaient de la France un partenaire très important sur le marché de l'argent et de l'or, assez lourd pour être en mesure de stabiliser le rapport de prix en dépit des grandes variations des productions relatives de l'argent et de l'or². Comme le dit Fisher (1911, pp. 133–134),

« De 1803 à environ 1850, l'argent a eu tendance à remplacer l'or... Vers 1850, ... le bimétallisme aurait pu disparaître au profit du monométallisme argent... si l'on n'avait pas, comme pour sauver le système, découvert à ce moment de l'or en Californie. La conséquence de cette nouvelle et plus importante production d'or fut un mouvement en sens inverse, un afflux d'or vers la monnaie française et une sortie d'argent. Il paraissait probable que la France perdrait toute sa monnaie d'argent et s'appuierait sur l'or... Mais les nouvelles mines d'or s'épuisèrent peu à peu, alors que la production d'argent augmentait, et il en résulta une nouvelle inversion du mouvement. »

Entre 1850 et 1870, le stock de monnaie de la France a absorbé plus de la moitié de la production mondiale d'or, alors que la quantité d'argent qu'elle détenait demeurait à peu près constante³. En conséquence, le rapport des prix de marché, qui était de 15,7 en 1850, n'est jamais tombé au-dessous de 15,2 (en 1859) et est remonté à 15,6 vers 1870 (Warren et Pearson, 1933, p. 144).

- 1 En 1880, les pièces d'or et d'argent formaient en France plus de 70 % de toutes les encaisses de transactions (pièces + papier-monnaie + dépôts bancaires) ; le chiffre correspondant aux États-Unis était d'environ 15 % — d'après Saint-Marc (1983, pp. 23–33) pour la France, et Friedman et Schwartz (1963, pp. 131, 174) pour les États-Unis.
- 2 Pour illustrer cette importance de la France, en 1850 et en 1870, la quantité d'argent monétaire dans le pays s'élevait à plus de 10 % de la production totale d'argent dans le monde depuis 1493 ; en 1850 l'or monétaire en France représentait près du tiers du stock mondial d'or monétaire, et en 1870 plus de la moitié. (Je n'ai pas pu trouver d'estimations du stock mondial d'argent monétaire, et j'ai pour cette raison comparé le stock existant en France à la production totale.) D'après Saint-Marc (1983, pp. 23–33) pour la France, et d'après Warren et Pearson (1933, pp. 78–79) pour le stock d'or mondial.
- 3 Dans son stock monétaire, et exclusivement par suite des entrées d'or, le rapport du nombre d'onces d'argent à celui des onces d'or est tombé de 41 à 8.

La thèse communément admise suppose implicitement que le rapport officiel de prix or-argent ressemble à une balance de précision, de telle sorte que le moindre écart du rapport de marché face au rapport officiel doit rapidement envoyer à la fonte toutes les pièces frappées dans le métal qui est devenu le plus cher, pour vendre ce métal sur le marché. Ce n'est pas ce qui s'est passé en France. Une telle situation est comparable à celle des taux de change entre les monnaies dans un régime d'étalon-or au sens strict. Les quantités de métal officiellement contenues dans les monnaies nationales déterminent une parité de change (par exemple, entre 1875 et 1914, 4,86649... dollars pour une livre anglaise)¹. Si le taux de change du marché s'écarte de la parité, il y a alors une possibilité d'arbitrage : la monnaie la moins chère est échangée contre de l'or, qui est expédié dans l'autre pays et converti dans la monnaie de celui-ci ; cette dernière est alors utilisée sur le marché pour acheter la monnaie la moins chère. Pour que cet arbitrage permette de réaliser un profit, il faut que la différence entre le taux de change du marché et le pair soit assez grande pour couvrir les coûts de l'assurance et de l'expédition de l'or, et les autres frais éventuels. La parité de change, plus ou moins ces coûts et frais, définit ce qu'on appelle les « points d'or » entre lesquels le taux de change du marché peut fluctuer sans entraîner d'expédition d'or dans l'un ou l'autre sens.

Exactement de la même façon, dans un régime d'étalon bimétallique, la conversion en métal des pièces sous-évaluées et la vente de ce métal sur le marché entraînent des coûts. Ces coûts déterminent les points haut et bas du rapport de prix or-argent entre lesquels le rapport des prix de marché peut fluctuer sans que l'un

i La livre sterling était définie par un poids de 113 grains (7,322 grammes) d'or fin, et le dollar par un poids de 23,22 grains (1,504 gramme) ; le rapport de ces deux nombres indiquait la parité de change.

Une histoire bien connue donne une bonne idée de l'esprit de clocher britannique à l'époque victorienne ; un Américain prend un Anglais à partie à propos de la complexité de la monnaie anglaise : « 12 pence par shilling, 20 shillings par livre, 21 shillings dans une guinée ! » — Réponse de l'anglais : « De quoi vous plaignez-vous, vous les Américains ? Regardez votre affreux dollar... 4,8665 dollars par livre ! ».

des deux métaux soit totalement remplacé par l'autre. L'étendue de la marge de fluctuation dépend de l'importance du seigneurage, du coût de la fonte des pièces et de l'assurance, de la rapidité de l'opération et de la perte d'intérêts qui y est associée, etc.¹

En France, c'est la guerre franco-prussienne de 1870–1871 qui entraîna la fin du bimétallisme. La France subit une grave défaite et dut verser à l'Allemagne une énorme indemnité de guerre, payable en fonds divers convertibles en or. L'Allemagne utilisa cette indemnité au financement de son passage d'un étalon-argent à un étalon-or ; c'était là un hommage rendu à la Grande-Bretagne, dont la monnaie avait été rattachée à l'or depuis 1821 ; les dirigeants allemands voulaient désespérément surclasser la puissance économique anglaise. L'Allemagne déversa sur le marché une grande partie de l'argent retiré de la circulation. Mais la France ne pouvait accepter la grave inflation (en termes d'argent) qu'allaient provoquer simultanément les sorties d'or et l'afflux d'argent. Elle fut donc obligée d'interdire la frappe libre de l'argent, puis elle passa à l'étalon-or².

L'histoire du bimétallisme en France a ceci de remarquable que « tout au long de vingt années de guerre — parfois contre la moitié de l'Europe — pas une seule fois [Napoléon] ne se permit de recourir à l'expédient trompeur du papier-monnaie inconvertible » (Walker, 1896b, p. 87). Cela était certainement un hommage rendu, non pas à une supériorité quelconque du bimétallisme sur le monométallisme, mais plutôt à une prudence née de l'expérience de l'hyperinflation des assignats (White, 1896), qui avait facilité l'accession au pouvoir de Napoléon. Après cette expérience, toute tentative de celui-ci pour émettre du papier-monnaie inconvertible, avec la promesse de revenir ensuite au métal, aurait été mal

- 1 Dans une conversation privée du 24 avril 1989, Angela Redish a estimé que, compte tenu des frais encourus à l'Hôtel des monnaies et de coûts de transaction de 1 %, la marge la plus étendue pouvait être comprise entre 15,3 et 15,89. Les limites citées plus haut du rapport des prix de marché sont des évaluations imparfaites, et ne contredisent donc pas sérieusement celles que donne Angela Redish.
- 2 On trouvera dans Walker (1896b, chapitres 4, 5 et 6) une excellente analyse de ces événements et de l'expérience française antérieure.

acceptée par la population, et une fuite devant la monnaie, sur une grande échelle, se serait produite. Il n'y a jamais eu dans l'histoire, autant que je sache, une seule autre guerre importante qui ait été menée sans recourir à une dépréciation de la monnaie (dans les temps anciens, on dénaturait la monnaie, on changeait la valeur nominale des pièces, et autres expédients du même genre ; plus récemment, les paiements en métal étaient suspendus et on recourait au papier-monnaie inconvertible). La France s'est comportée tout autrement que la Grande-Bretagne. Celle-ci, qui officiellement était bimétalliste mais en fait se trouvait en régime d'étalon-or, mit fin aux paiements en métal en 1797, et ne les reprit qu'en 1821. Mais son engagement de revenir au métal était crédible, car elle avait pendant longtemps maintenu l'existence d'un étalon métallique.

Pendant la décennie de 1870, de nombreux pays, outre l'Allemagne et la France, passèrent du bimétallisme à l'étalon-or, jusqu'au retour des États-Unis au métal en 1879. Il en résulta une baisse rapide et de larges fluctuations du prix de marché de l'argent relativement à l'or, et le rapport des prix de marché entre les deux métaux avait presque doublé vers 1896, lorsque Bryan prononça son célèbre discours sur la « Croix d'or » et fit du « 16 pour 1 » son cri de guerre.

Dans le chapitre 4, j'ai fait une estimation du niveau hypothétique des prix aux États-Unis et du rapport hypothétique de prix or-argent que l'on aurait pu constater si, après la guerre civile, les États-Unis étaient revenus au bimétallisme antérieur. Ces estimations montrent que le rapport des prix de marché or-argent serait demeuré assez proche de 16 pour 1 au moins jusqu'en 1914, lorsque commença la Première Guerre mondiale. Le fait que la France ait pu conserver pendant 70 ans un étalon bimétallique qui a bien fonctionné malgré d'amples variations des productions relatives d'argent et d'or, renforce la confiance que j'ai dans ces estimations. Si je puis, en quelque point, avoir vu juste, « les États-Unis auraient pu, après 1873, jouer pour la stabilisation du rapport de prix or-argent le rôle que la France avait joué avant 1873 », ainsi que je l'ai écrit au chapitre 3. Il en serait résulté une plus grande stabilité du niveau général des prix aux États-Unis et dans les pays en régime d'étalon-or.

Le bimétallisme dans la pensée économique

Pas plus que l'histoire, la réflexion des théoriciens ne vient appuyer les idées communément admises. Au contraire, comme Schumpeter l'a écrit dans son *Histoire de l'analyse économique* (1954, p. 1076) : « le bimétallisme était le terrain de chasse favori des monomaniaques de la monnaie. Néanmoins il est de fait que ces élucubrations semi-pathologiques et aussi la victoire du parti de l'or tendent à dissimuler qu'au plus haut niveau, c'est la thèse bimétalliste qui a été le plus brillamment soutenue dans la controverse, même si on ne tient pas compte du soutien que nombre de savants éminents ont accordé à la cause du bimétallisme. » Schumpeter ajoute en note que « parmi les travaux d'analyse pure, le plus remarquable est celui de Walras (*Éléments*, leçons 31 et 32) » (1954, p. 1076)¹. Comme l'a écrit Walras (1954, leçon 32, p. 359) en des termes soigneusement pesés, « en somme, le bimétallisme se confie au hasard, tout comme le monométallisme, au point de vue de la fixité de valeur de l'étalon monétaire ; il a seulement quelques chances de plus en sa faveur. »

Schumpeter juge peut-être correctement la qualité de l'analyse de Walras. Mais celle d'Irving Fisher est aussi rigoureuse et beaucoup plus accessible. Sa conclusion succincte (1911, chapitre 7, pp. 123–124) est que le « bimétallisme, inapplicable avec un certain rapport [officiel entre les prix des deux métaux monétaires], est toujours applicable avec un autre rapport. Il existe toujours deux rapports limites entre lesquels le bimétallisme est possible. » Il faut noter que les rapports limites de Fisher ne sont pas ceux que nous avons cités plus haut, ceux qui déterminent la marge de fluctuations des rapports de prix de marché correspondant à un rapport de prix officiel et fixe. Les rapports limites de Fisher définissent la marge des rapports *officiels* de prix entre lesquels il serait

1 Schumpeter dit clairement qu'il range parmi les « monomaniaques de la monnaie » les « hommes d'argent », et non les « partisans de l'or ». Il partage là les idées courantes. Je pense personnellement, comme Francis Walker — dont Schumpeter apprécie l'œuvre comme étant de « haute valeur scientifique, incontestablement » — que la cause de l'or a eu aussi sa part de monomaniaques de la monnaie.

possible de garder en circulation ensemble l'or et l'argent dans des conditions données de demande et d'offre des deux métaux. À chaque niveau du rapport officiel correspondrait une certaine répartition des productions respectives d'or et d'argent. Au rapport limite de prix le plus bas, l'essentiel de la production nouvelle d'or irait vers des usages non monétaires, et l'étalon bimétallique serait près de se transformer en un monométallisme argent ; au rapport limite supérieur, l'essentiel de la production nouvelle d'argent irait vers des usages non monétaires, et l'étalon bimétallique serait près de se transformer en un monométallisme or.

La préservation d'un rapport de prix de marché ou d'un autre, n'a en soi pas une grande importance (sauf peut-être pour les producteurs d'argent ou d'or). Ce qui importe, sur un plan général, est l'évolution du niveau des prix. Quel est le système monétaire, le bimétallisme, le monométallisme-or ou le monométallisme-argent, qui assure dans le temps la plus grande stabilité des prix, c'est-à-dire de la valeur réelle de l'unité monétaire ? À cette question, Fisher répond (1911, chapitre 7, pp. 126–127) que, quand le rapport officiel des prix des deux métaux est établi au bon niveau, alors « sur une série d'années, le niveau bimétallique [de la valeur réelle de l'unité monétaire] reste situé entre les niveaux fluctuants que les deux métaux atteindraient séparément. Le bimétallisme étale les effets de toute fluctuation de l'un ou de l'autre sur l'ensemble des deux marchés de l'or et de l'argent. Il faut noter que cet effet égalisateur assuré n'est que relatif. On peut concevoir que l'un des deux métaux soit plus stable quand il est seul que quand il est associé à l'autre. »¹ En d'autres termes, un étalon bimétallique engendre toujours un niveau de prix plus stable qu'au moins l'un des deux étalons métalliques possibles et peut engendrer un niveau de prix plus stable que chacun des deux. C'est ce que Walras entendait par « quelques chances de plus en sa faveur. »

1 Cette analyse avait été avancée bien plus tôt par Fisher (1894, pp. 527–37).

Partisans et adversaires du bimétallisme

En 1896, en pleine époque d'agitation en faveur de la frappe libre de l'argent, Francis Walker (1896b, pp. 217–219) donnait une excellente description des

trois catégories de personnes qui ont été enclines à s'appeler bimétallistes. Nous avons d'abord les habitants des états qui produisent de l'argent. Ces citoyens ont ce qu'on appelle un intérêt privé, par opposition à une participation à l'intérêt général... Leur intérêt au maintien de l'argent comme métal monétaire a été de même nature que celui des habitants de la Pennsylvanie pour les droits de douane sur la fonte... Bien que la production d'argent du pays ne soit pas très importante, elle a cependant su acquérir un grand pouvoir dans notre vie politique, grâce en partie à notre système d'égale représentation au Sénat, et en partie aussi grâce à l'ardeur et l'intensité avec lesquelles leur objectif a été poursuivi. La seconde de ces trois catégories... est composée de ceux qui, sans aucun intérêt propre dans la production d'argent, sont cependant, en matière économique, favorables à une monnaie surabondante et bon marché. Parmi les dirigeants de cette tendance, on trouve ceux-là même qui, entre 1868 et 1876, étaient les plus favorables à cette hérésie des *greenbacks* (qui, il vaut la peine de le noter, est devenue l'orthodoxie d'aujourd'hui). Battus sur la question de l'inflation des *greenbacks*, ils ont attaqué sur celle de l'inflation par l'argent... Ils plaident pour une dépréciation de l'argent parce que, selon eux, c'est ce qu'il y a de mieux (nous dirions que c'est ce qu'il y a de pire) après les *greenbacks*. Ceux-là ne sont pas de vrais bimétallistes [ce sont les « monomaniaques monétaires » de Schumpeter].

Le troisième élément... se compose des bimétallistes convaincus de notre pays ; des hommes qui, comme Alexander Hamilton et les fondateurs de la République, pensent que la meilleure formule est de baser la circulation sur les deux métaux précieux. Ils ne sont pas des partisans de l'inflation, quoique... ils réprouvent nettement la contraction.¹

1 Francis Walker, volontaire pendant la guerre civile, fut promu général après la fin de la guerre. Il mena ensuite une carrière brillante de statisticien, d'économiste, et d'administrateur de l'enseignement.

Les personnes qui se qualifiaient de monométallistes ou de partisans d'une monnaie forte et étaient en faveur de l'étalon-or formaient trois groupes parallèles : ceux qui avaient des intérêts dans les mines d'or ; les déflationnistes, dénoncés — avec quelque raison — par les partisans de la frappe libre de l'argent comme « représentants de Wall Street » ; et les monométallistes convaincus, qui voyaient dans la prééminence économique de la Grande-Bretagne la preuve des vertus d'un étalon-or et dans le passage, après 1870, de nombreux pays d'Europe du bimétallisme à l'or, la preuve de la fragilité du bimétallisme.

La controverse n'était pas cantonnée aux États-Unis. Elle faisait rage en Grande-Bretagne, en France et, en réalité, dans le monde entier ; elle a entraîné, selon la remarque de Massimo Roccas, « les discussions théoriques les plus animées parmi les économistes, et les débats de politique économique les plus vifs dans le "monde civilisé" » (1987, p. 1). Comme aux États-Unis, les participants à ces débats se répartissaient en trois groupes, analogues aux groupes américains sauf sur un point : parmi les partisans du bimétallisme, le premier groupe comportait non seulement les producteurs d'argent mais aussi, en particulier en Grande-Bretagne, ceux qui commerçaient avec l'Inde (qui vécut sous un régime d'étalon-argent avec frappe libre jusqu'en 1893) et, partout, ceux qui commerçaient avec la Chine (qui vécut sous un régime d'étalon-argent jusqu'aux dernières années de la décennie de 1930). Ces négociants prônaient le bimétallisme comme aujourd'hui les exportateurs prônent les taux de change fixes, et pour la même raison : pour réduire les inconvénients et les risques associés aux taux de change fluctuants.

Les distinctions entre ces groupes ne sont pas sans failles. C'est ce que montre bien, pour les États-Unis, l'exemple de James Laurence Laughlin, qui fut le premier — et demeura longtemps — président du département d'économie de l'université de Chicago. Son ouvrage de 1886, *The History of Bimetallism in the United States* a, sans conteste, représenté une très importante et savante contribution au débat, et a été cité aussi bien par des partisans que par des adversaires du bimétallisme. Mais Laughlin était aussi l'un des très actifs dirigeants de l'opposition au parti de l'argent, opposition

qui prônait une monnaie forte. Sur ce terrain, il était dogmatique et démagogue. Des théoriciens comme Francis Walker et Irving Fisher partageaient presque certainement son opposition à certains arguments populistes en faveur de l'argent, mais ils étaient gênés par son dogmatisme et par ses raisonnements économiques qu'ils considéraient — à juste titre, selon moi — comme médiocres ; ils se désolidarisèrent de lui.

Pour la Grande-Bretagne, l'exemple est celui de Sir Robert Giffen, immortalisé par le « Paradoxe de Giffen » cité par Alfred Marshall. Divers articles de vulgarisation sur le sujet, écrits par Giffen entre 1879 et 1890, ont été réédités dans un ouvrage intitulé *The Case Against Bimetallism* ([1892] 1896). Quelle que soit l'origine de la grande réputation de Giffen, ce livre montre amplement qu'elle ne se trouve pas dans sa maîtrise de la théorie monétaire¹.

Les propositions bimétallistes de l'époque et ce qu'on en pensait

La majorité des universitaires qui étaient persuadés que le bimétallisme est en principe préférable au monométallisme, se sont cependant opposés aux propositions concrètes allant dans le sens du bimétallisme, qui étaient au centre du débat politique. Ils ont agi ainsi pour deux séries de raisons : l'attrait pour des réformes meilleures encore, et certaines considérations pratiques.

Le mieux ennemi du bien — W. Stanley Jevons ([1875] 1890, pp. 328–33) souhaitait l'instauration d'un étalon tabulaire, dans lequel l'unité monétaire serait — au moins pour les contrats à long terme — modifiée en fonction des variations du niveau général des prix ; c'est le système que nous appelons aujourd'hui indexation.

1 On trouve une preuve de la réputation de Griffen dans le langage diplomatique par lequel T.Y. Edgeworth (1895, p. 435), un des véritables grands économistes de l'époque, préface sa réfutation de l'une des idées fallacieuses de Giffen : « Les arguments avancés par M. Giffen... ne prêtent en général pas le flanc à la critique. C'est avec beaucoup d'hésitation que nous proposons l'opinion contraire qui suit. »

Alfred Marshall, qui prônait aussi un étalon tabulaire, le considérait cependant comme un idéal irréalisable, sauf pour les contrats à long terme. Il approuvait ce que F.Y. Edgeworth a appelé « symmetalisme » car il y voyait une différence moins extrême d'avec l'étalon-or classique que ne l'était un étalon tabulaire, mais cependant préférable au bimétallisme (Marshall, 1926, pp. 12–15, 26–31)¹. Un étalon symmétallique est celui dans lequel l'unité monétaire est la combinaison de deux métaux, « une unité d'or *plus* tant d'unités d'argent, un lingot d'alliage sur lequel une monnaie de papier peut être basée » (Edgeworth, 1895, p. 442). Dans un étalon bimétallique, le prix relatif des deux métaux est fixe, mais les quantités relatives employées comme monnaie sont variables. Dans un étalon symmétallique, les quantités relatives des métaux employés comme monnaie sont fixes, et le prix relatif est variable ; il n'y a donc aucun danger qu'un étalon symmétallique officiel se transforme en un étalon monométallique de fait.

Léon Walras (1954, p. 361) préconisait un étalon-or avec un « régulateur argent » géré par les autorités monétaires en vue de la stabilité des prix.

Irving Fisher (1913, p. 495) souhaitait un « dollar compensé », c'est-à-dire un système dans lequel le contenu officiel du dollar en or varierait afin de maintenir constant le niveau d'un indice de prix à base large ; en d'autres termes, le poids or du dollar serait modifié « pour compenser la [variation] du pouvoir d'achat de chaque grain d'or ».

Francis Walker était opposé à l'adoption unilatérale par les États-Unis du bimétallisme, mais il était partisan d'un bimétallisme international, c'est-à-dire d'un accord entre un grand nombre de pays sur l'adoption d'un même rapport de prix or-argent officiel².

1 Francis Walker (1893, p. 175, n. 1) a écrit : « Le professeur Alfred Marshall, de Cambridge, reconnu sans conteste comme le plus grand des économistes anglais, m'a dit plus d'une fois que, ayant à choisir entre bimétallisme et monométallisme-or, il était bimétalliste. »

2 « Bien que bimétalliste de l'espèce internationale jusqu'au tréfonds de moi-même, j'ai toujours considéré les efforts faits par ce pays, et pour lui seul, en vue de réhabiliter l'argent comme tout autant préjudiciables à nos intérêts nationaux qu'à la cause du véritable bimétallisme international » (Walker, 1896b, p. IV).

La quasi-totalité des partisans sérieux du bimétallisme, même ceux qui acceptaient qu'il soit adopté unilatéralement par un pays, préféraient le bimétallisme international. Cette attitude entraîna une série de conférences internationales sur le sujet, dont aucune n'eut de résultats concrets.

Considérations pratiques — Le rapport officiel de prix or-argent à envisager était une considération pratique importante. Comme Fisher le faisait remarquer, il existe toute une gamme de rapports officiels qui permettent le fonctionnement satisfaisant d'un étalon bimétallique. Cependant, si plusieurs pays adoptent des rapports différents, il est clair qu'un seul de ceux-ci peut être le bon. Je pense que 16 pour 1 était acceptable pour les États-Unis en 1873, mais j'ai montré dans le chapitre 5 qu'en 1896 il était trop tard, presque certainement, pour réparer les dégâts. Certains auteurs de l'époque ont exprimé le même avis. En 1896, Walker (1896b, pp. 212–213) écrivait ceci :

Bien que je ne veuille pas discuter du rapport qui pourrait permettre, d'une manière quelconque, de rétablir un bimétallisme international, je n'hésite pas à dire que tout le bavardage visant à adopter le rapport de marché existant aujourd'hui, par exemple 30 pour 1, comme base de notre système bimétallique, est tout simplement stupide. L'argent est tombé à un rapport de 30 pour 1 vis-à-vis de l'or, à cause de sa démonétisation. Une remonétisation, même dans un petit nombre de pays, ferait nécessairement et instantanément revenir le rapport à un niveau antérieur et l'y maintiendrait contre vents et marées, sauf à envisager une révolution... Le « facteur de sécurité » sera plus faible avec l'ancien rapport [15,5 pour 1] qu'il ne le serait avec un nouveau rapport un peu plus favorable à l'or, par exemple 18 ou 20 pour 1. Mais, malgré cela, ce « facteur de sécurité » pourrait encore être suffisant... pour permettre au [bimétallisme] de jouer son rôle bénéfique comme avec l'ancien rapport.

Apparemment, Walker ne considérait pas les États-Unis agissant seuls comme équivalant à « un petit nombre de pays », puisqu'il s'est élevé contre la proposition de Bryan visant à faire adopter unilatéralement par les États-Unis le bimétallisme avec un rapport de 16 pour 1. Dans son « Address on International

Bimetallism », qu'il prononça quelques jours après l'élection de 1896, Walker parla de la défaite de Bryan comme de « la fin d'une grande tempête » ([1896a] 1899, vol. 1, p. 251). Dans *International Bimetallism*, écrit en 1896, il émet l'idée que les États-Unis « ne sont pas et n'ont jamais été en mesure d'exercer une influence égale [à celle de la France à elle seule] sur le marché des métaux monétaires » (1896b, p. 220). Comme on l'a déjà vu, l'analyse que j'ai faite des données de l'époque fait penser que sa formule : « n'ont jamais été » est excessive, mais que « ne sont pas » est probablement juste.

En 1888, J. Shield Nicholson, l'un des plus compétents des partisans britanniques du bimétallisme, considérait ([1888] 1895, pp. 270–288) le rétablissement d'un rapport de 15,5 pour 1 comme parfaitement réalisable en cas d'accord international ; il rejoignait là Walker. Autant que je sache, Nicholson ne s'est pas exprimé à propos de l'adoption unilatérale de ce rapport par la Grande-Bretagne ou les États-Unis.

Jevons est peut-être le meilleur exemple d'un économiste qui ait reconnu en théorie les avantages du bimétallisme, mais qui s'y soit vigoureusement opposé pour des raisons pratiques. Il a, dans une lettre écrite en 1868 à un partisan du bimétallisme (1884, p. 306 ; l'italique est de Jevons), résumé son opinion de la façon suivante : « Je dois reconnaître que, *en théorie*, vous-même et les autres partisans de ce que l'on peut appeler *l'autre étalon* avez raison. Mais, *dans la pratique* le sujet apparaît très différent, et je suis enclin à souhaiter l'extension du seul étalon-or. » Les principales considérations pratiques qu'il cite dans cette lettre (p. 305–306) sont les suivantes :

Je ne peux envisager aucune perspective de forte hausse de la valeur des métaux précieux... En conséquence, le danger d'une hausse du prix de l'or, et d'un alourdissement de la charge supportée par les nations, est de nature incertaine...

Par ailleurs, les avantages que présente un étalon d'un seul métal, l'or, sont tangibles et certains. Le poids de la monnaie est alors le plus faible possible, mis à part l'usage de la monnaie de papier représentative. Il y a dans ce régime une simplicité et une commodité qui l'ont recommandé aux Anglais pendant le demi-siècle qui s'est écoulé

depuis l'émission des nouveaux souverains. L'application de notre loi de 1816 a, en fait, eu de si heureux résultats à presque tous les égards que je désespérerais totalement du peuple ou du gouvernement anglais s'il était jamais amené à adopter, à sa place, le double étalon. J'ai donc été heureux que la loi monétaire ait opté pour un étalon d'un seul métal, l'or.¹

Ici et dans d'autres ouvrages, Jevons insiste beaucoup sur les inconvénients de la monnaie d'argent pour les pays riches, car elle pèse, à valeur égale, beaucoup plus lourd que la monnaie d'or. Cette réflexion implique qu'une large part des transactions se fait à l'aide de pièces. Cela était peut-être vrai à l'époque de Jevons, mais devint rapidement beaucoup moins important, car l'emploi se développait de pièces subsidiaires de faible valeur, de papier-monnaie, et des dépôts bancaires. Mais même à cette époque, l'une des raisons de cet état de choses était que la Banque d'Angleterre ne pouvait émettre de billets de moins de cinq livres ; une telle restriction n'existait pas aux États-Unis.

Jevons a, dans des travaux ultérieurs, renouvelé ces objections de manière plus ferme encore. En 1875, après la suppression de la frappe libre de l'argent en France et l'adoption de l'étalon-or par l'Allemagne, il s'exprimait ainsi : « le prix de l'argent a baissé à la suite des réformes de la monnaie allemande, mais il n'est nullement certain qu'il continuera à baisser. Quant à savoir si le pouvoir d'achat de l'or augmentera réellement beaucoup [c'est-à-dire si le niveau des prix en termes d'or baissera], il est impossible de le prévoir... Je pense pour ma part, mais sans aucune certitude, qu'il n'augmentera probablement pas » ([1875] 1890, p. 143). Puis, en 1877 (1884, pp. 308, 309, 311 ; les italiques sont de Jevons), il écrivait ceci :

1 La démonstration théorique la meilleure et la plus concise par Jevons des avantages du bimétallisme se trouve dans son ouvrage *Money and the Mechanism of Exchange* ([1875] 1890, pp. 137-38). Fisher y fait référence dans « The Mechanics of Bimetallism » (1894), où il présente une analyse définitive, beaucoup plus approfondie. Fisher note qu'il a découvert, après avoir préparé son article, que Walras avait « traité presque le même sujet et était parvenu fondamentalement aux mêmes conclusions » que lui dans une partie de son article (1894, p. 529, n. 1).

Il n'est pas de domaine où la nation anglaise soit aussi conservatrice qu'en ce qui touche la monnaie... Si les États-Unis adoptaient le bimétallisme, ils jetteraient la confusion dans les relations monétaires des grands pays commerçants, et le bimétallisme universel nécessaire à la réussite des projets de M. Cernuschi serait plus éloigné que jamais...¹

Le moins qu'on puisse dire, c'est qu'aujourd'hui la valeur de l'argent est moins stable que celle de l'or... Il est probable que, dans ces conditions, le double étalon ou, comme il faudrait l'appeler, *l'étalon alternatif*, aura en vérité une valeur moins stable que l'étalon fait d'un seul métal, l'or.

Malgré sa réputation méritée de pionnier en matière de statistiques économiques, Jevons s'est presque constamment trompé dans ses prévisions. Le prix de l'argent en termes d'or a fortement baissé, le prix réel de l'or a monté (autrement dit, le niveau des prix nominaux a baissé) et la production d'or a été plus instable que celle de l'argent².

Le journaliste Walter Bagehot, célèbre contemporain de Jevons, a écrit en 1876 dans *The Economist* une série d'articles sur les problèmes de l'argent. Peu de temps après la mort de leur auteur en 1877, ces articles ont été rassemblés et publiés sous la forme d'une monographie intitulée « La dépréciation de l'argent ». Dans ces articles, Bagehot étudie notamment les problèmes que soulève la dépréciation de l'argent pour le commerce de la Grande-Bretagne avec l'Inde, ce qui le conduit inévitablement à une étude du bimétallisme, régime auquel il est opposé. Bien que l'analyse théorique de Bagehot soit beaucoup moins poussée que celle de Jevons, les arguments concrets qu'il énumère pour s'opposer au bimétallisme sont les mêmes, y compris quand ils sont erronés : il en est ainsi de la prévision selon laquelle la « baisse » du prix de l'argent en 1876 n'était « qu'un accident momentané survenant sur un marché nouveau et peu actif, et non l'effet permanent de causes durables » (Bagehot [1877] 1891, vol. 5, p. 523). Comme Jevons, Bagehot

1 Cernuschi était un bimétalliste français bien connu.

2 Il est intéressant de noter que Jevons (1865) s'est encore lourdement trompé dans un autre domaine, celui de la production et du rôle futurs du charbon.

attache une grande importance au fait que « l'Angleterre a désormais une monnaie reposant exclusivement sur l'étalon-or, ce qui correspond exactement à ses besoins, est reconnu comme caractéristique de ce pays dans tout le monde civilisé, et est très étroitement lié à toutes ses pratiques commerciales et bancaires. Quelles raisons pourrait-on faire admettre à un Parlement anglais pour qu'il soit amené à changer cela ? »¹ J'ai longuement cité les considérations pratiques mises en avant par Jevons et Bagehot parce que ces deux auteurs ont été parmi les premiers à insister sur des arguments qui, sans aucun doute, ont joué un rôle majeur dans l'opposition ou le soutien sans conviction manifesté à l'égard du bimétallisme par presque tous les auteurs anglais qui, ultérieurement, ont étudié cette question, y compris Marshall et Edgeworth. Parallèlement, les contextes très différents dans lesquels se trouvaient la France et les États-Unis expliquent pourquoi on a trouvé dans ces deux pays — et non seulement chez les « monomaniaques de la monnaie » de Schumpeter, mais aussi chez des auteurs célèbres — un soutien très vigoureux du bimétallisme.

Monométallisme-or contre monométallisme-argent

L'adoption par la Grande-Bretagne en 1816 d'un étalon monométallique-or, puis la reprise dans ce pays, à la suite de l'Acte de Peel de 1819, de la convertibilité de la monnaie légale en métal sur la base de l'or le 1^{er} mai 1821, ont sans aucun doute déterminé la reconnaissance de l'or comme le métal monétaire dominant dans le monde (Feavearyear, 1963, pp. 212–213). Cela a été dû en partie au fait que la prééminence économique de la Grande-Bretagne dans le monde, qui s'affirma progressivement, a été largement attribuée, à tort ou à raison, au strict respect des règles de l'étalon-or, et en partie au fait que cette prééminence même conférait une importance particulière aux taux de change entre le sterling et les autres monnaies.

1 Bagehot exprime aussi quelques doutes sur le fait que les français soient prêts à démonétiser l'argent, ce qu'ils ont fait très peu de temps après.

Pourquoi la Grande-Bretagne a-t-elle adopté un étalon monométallique au lieu de revenir à son bimétallisme d'antan ? Et pourquoi avoir choisi l'or de préférence à l'argent ? Dans une étude récente, Angela Redish écrit ceci : « Les historiens expliquent généralement par un concours de circonstances l'émergence de l'étalon-or : les textes de 1816 n'ont fait qu'entériner l'étalon-or *de facto* qui existait en Angleterre depuis la surévaluation "involontaire" de l'or par Newton au début du XVIII^e siècle » (1990, pp. 789-790). Elle n'est pas d'accord avec cette explication, et pense plutôt (p. 805) que « l'Angleterre a abandonné le bimétallisme en 1816 parce qu'un étalon-or complété par des pièces d'argent de faible valeur faciale offrait une gamme d'instruments d'échange faite de pièces de dénomination élevée et faible circulant concurremment. L'étalon-or s'est imposé parce que la nouvelle technologie employée par la Monnaie permettait de fabriquer des pièces [d'or, et d'argent de faible valeur] que les faux-monnayeurs ne pouvaient copier qu'à grands frais, et parce que la Monnaie acceptait de garantir la convertibilité des pièces de faible valeur. »

Le système monétaire que décrit Redish était bien une conséquence de la réforme monétaire. Comme l'a dit Feavearyer (1963, p. 226), « l'Acte de Peel avait fondé la livre sur une base qui la rapprochait d'un étalon métallique totalement automatique de façon plus étroite que ce ne fut jamais le cas dans l'histoire, ni avant cette date ni après. Depuis longtemps avaient été abolis le seigneurage et les autres frais à payer lors de la frappe des monnaies... La mise en œuvre d'un meilleur équipement à la Monnaie, en même temps qu'une lutte plus efficace contre la criminalité, commençaient à gêner les faux-monnayeurs. L'or était plus difficile à contrefaire que l'argent. »

Je crois cependant que la difficulté d'émettre de façon satisfaisante des pièces d'argent n'aurait pas été une raison suffisante pour justifier le retour à l'or plutôt qu'à l'argent, bien que ce fut à l'évidence une conséquence de cette réforme monétaire, et peut-être en partie la cause de son adoption. Dans le système bimétallique français qui donnait satisfaction, des pièces de plein aloi de valeurs diverses, forte et faible, ont circulé conjointement pendant soixante-quinze ans, bien que la proportion de l'un et l'autre métal

ait varié dans le temps. Redish ne pense pas que des pièces de dénomination différente, élevée et faible, puissent longtemps circuler ensemble, car, sans le dire explicitement, elle voit le rapport des prix officiel comme une balance de précision qui exige, soit la fabrication fréquente de nouvelles pièces, soit des modifications de la valeur nominale de celles-ci, soit des passages d'un étalon à l'autre. Mais l'expérience française montre qu'il existe, autour du rapport officiel de prix entre les deux métaux, une marge de tolérance assez large pour absorber sans difficultés des variations mineures du rapport des prix de marché. Elle montre aussi que l'adoption d'un rapport officiel semblable par un ou plusieurs grands centres financiers contribue de façon significative à stabiliser le rapport des prix de marché. Les difficultés que la Grande-Bretagne d'abord, et les États-Unis au même moment puis plus tard, éprouvèrent pour conserver un étalon dualiste, proviennent du fait que ces deux pays avaient établi leur rapport officiel à un niveau différent de celui de la France, à une époque où ce dernier faisait sentir son poids sur le rapport des prix de marché.

Personnellement, je partage l'opinion de Frank Fetter (1973, p. 16), selon laquelle « avec le recul de l'histoire, il est stupéfiant qu'une décision [l'adoption d'un seul métal étalon, l'or] d'une telle importance pour l'Angleterre et, à l'exemple de l'Angleterre, pour le reste du monde, ait pu être prise sans le préalable d'une analyse sérieuse et, dans une large mesure, en fonction de détails tenant à la commodité d'emploi des pièces de faible valeur et non en considération de questions plus vastes de politique économique. C'est de cette façon qu'a été officiellement instauré l'étalon-or, qui est devenu effectif lors de la reprise en 1821 des paiements en métal, et qui a duré quatre-vingt-treize ans. »¹

1 Le retour aux paiements en or en 1821 n'a pas mis fin à la bataille des étalons en Grande-Bretagne, pas plus que la même décision aux États-Unis en 1879 n'y a mis fin dans ce pays. « Les attaques les plus persistantes et les plus continues contre la loi de 1821 sont venues des avocats de l'étalon-argent ou du bimétallisme » (Fetter, 1973, p. 17). Fetter intitule un passage de son livre sur l'orthodoxie monétaire « Un nouveau soutien au bimétallisme », par référence aux réactions à la crise de 1825 ; un autre passage est intitulé « Des commentaires favorables à l'argent et au bimétallisme », où on peut lire ceci : « Au

Redish rejoint Jevons dans l'explication de la préférence accordée à l'or sur l'argent : dans un régime d'étalon-argent, les pièces de valeur élevée sont trop lourdes et peu commodes. L'or aurait pu être utilisé dans les transactions importantes, mais si la valeur faciale des pièces d'or était inférieure à leur valeur marchande, elles n'auraient pas circulé au pair. Si la valeur faciale dépassait la valeur marchande, les pièces d'or auraient pu demeurer convertibles en argent en limitant leur frappe à la demande. Ces pièces surévaluées auraient rempli les mêmes fonctions qu'ont remplies, à l'époque et ultérieurement, les pièces d'argent et la monnaie de papier surévaluées. Elles auraient évidemment été les cibles d'une éventuelle contrefaçon, mais celle-ci aurait été beaucoup moins rentable que la contrefaçon du papier et, d'après les remarques de Feavearyear, techniquement plus difficile que celle de l'argent ; il est donc difficile de voir là un argument décisif.

Que ce soit sous l'or ou l'argent, ou encore sous le bimétallisme, on a besoin de pièces de faible dénomination. Dans un régime d'étalon-or, les pièces de plein aloi et de faible valeur sont excessivement petites. Redish montre que les Anglais ont résolu ce problème en employant des pièces d'argent surévaluées dont la convertibilité était garantie par la Monnaie pour leur valeur nominale. Cela pouvait également se faire dans un régime d'étalon-argent ; ce fut le cas aux États-Unis, de 1837 à la guerre civile, dans un régime officiellement bimétallique mais en fait d'étalon-or.

Parlement, la dernière initiative sérieuse en faveur d'un étalon-argent ou du bimétallisme est intervenue en 1835, mais dans la période qui s'est écoulée entre cette date et 1844, diverses suggestions tendant à donner à l'argent une place plus durable dans le système monétaire émanèrent de personnes professant des opinions très diverses sur d'autres aspects de la politique monétaire et bancaire. » Plus tard encore, dans les décennies de 1870 et 1880, après que le retour à l'or des États-Unis et le passage à l'étalon-or de la France, de l'Allemagne et d'autres pays européens eurent entraîné une chute rapide du prix-or de l'argent, « des difficultés pour l'Angleterre provoquées par les fluctuations du taux de change de l'Inde, une pression des États-Unis en faveur du bimétallisme, et les problèmes économiques internes découlant de la baisse des prix-or, ont conduit à une étude sérieuse de la possibilité du bimétallisme international » (1973, p. 19). « Une commission non unanime [crée en 1887] recommanda le bimétallisme, mais le Gouvernement ne soutint pas cette proposition et le mouvement ne se développa jamais au niveau politique international (Fetter, 1973, p. 19).

Quels que soient les mérites de l'ingénieuse argumentation de Redish tendant à rationaliser l'action britannique, il n'était certainement pas envisagé de façon nette à l'époque que l'or serait préféré à l'argent, bien qu'il semble que l'on ait tenu pour acquis que l'on reviendrait à une base monométallique. David Ricardo a par exemple écrit ceci dans son pamphlet *The High Price of Bullion* ([1811] 1951, p. 65) : « On peut dire qu'il n'existe aucune mesure stable de valeur dans un pays où l'instrument d'échange utilisé consiste en deux métaux, car ils sont constamment susceptibles de changer de valeur l'un par rapport à l'autre... M. Locke, Lord Liverpool, et de nombreux autres auteurs, ont sérieusement étudié ce sujet, et tous ont convenu que le seul remède aux maux dont souffre la monnaie de ce fait consiste à faire de l'un seulement de ces métaux l'étalon des valeurs. »

En ce qui concerne l'or par opposition à l'argent, dans sa brochure — qui a eu une grande influence — intitulée *Proposals for an Economic and Secure Currency* ([1816] 1951, p. 63) Ricardo se prononçait en faveur de l'argent et écrivait ceci :

L'emploi de deux métaux comme étalon de notre monnaie a beaucoup d'inconvénients ; on discute depuis longtemps pour déterminer lequel, de l'or ou de l'argent, devrait devenir officiellement le principal ou le seul étalon de la monnaie. En faveur de l'or, on peut dire que sa valeur plus grande sous un poids plus faible le désigne éminemment pour être l'étalon d'un pays riche ; mais cette qualité elle-même le rend susceptible de plus grandes variations de valeur en temps de guerre, ou pendant les périodes de crise du commerce, car souvent il est alors collecté et thésaurisé : cela peut être un argument contre son emploi. La seule objection à l'utilisation de l'argent comme étalon est son poids, qui le rend impropre aux gros paiements nécessaires dans un pays riche ; mais cette objection est entièrement balayée par l'emploi de la monnaie de papier comme instrument d'échange général dans le pays. De plus, la valeur de l'argent est beaucoup plus stable, car sa demande et son offre sont plus régulières ; et comme tous les pays étrangers déterminent la valeur de leur monnaie d'après celle de l'argent, on ne peut douter que, dans l'ensemble, l'argent est préférable à l'or en tant qu'étalon, et devrait être durablement choisi à cette fin.

Un peu plus tard, dans une déposition faite en 1819 devant un comité du Parlement, Ricardo ([1819a] 1952, pp. 390–391 ; voir aussi [1819b] 1952, p. 427) devenait partisan de l'or parce que, disait-il, « J'ai compris que les équipements mécaniques sont particulièrement applicables aux mines d'argent ; il peut donc très facilement en résulter une quantité accrue de ce métal et une altération de sa valeur, alors qu'il est peu probable que la valeur de l'or soit affectée par la même cause. »

Il est normal de préférer un métal à un autre si sa valeur est plus stable, mais la prévision d'ordre technique qui conduisit Ricardo à penser que l'or serait probablement plus stable que l'argent se révéla inexacte. La production d'argent diminua par rapport à celle de l'or jusqu'à la découverte en 1860 de la mine de Comstock Lode, et l'utilisation de l'équipement mécanique se répandit tout autant dans les mines d'or que dans les mines d'argent. Néanmoins, l'affirmation selon laquelle l'or aurait une valeur plus stable que l'argent devint une prophétie « auto-réalisatrice », lorsque l'or fut choisi comme étalon. La décision britannique provoqua d'importantes variations de la demande d'or et d'argent dans l'immédiat, et ultérieurement lorsque d'autres pays suivirent l'exemple de la Grande-Bretagne. Progressivement, l'argent remplaça l'or dans la circulation monétaire en France, jusqu'à l'ouverture de nouvelles mines d'or en Californie et en Australie et, au cours du siècle qui a suivi, le prix réel de l'or a été beaucoup plus stable que le prix réel de l'argent. Cependant, si la Grande-Bretagne avait choisi l'argent en prévision d'une plus grande stabilité de sa valeur, cette prévision, là aussi, se serait probablement réalisée d'elle-même. L'argent n'aurait pas été l'objet d'une aussi vaste démonétisation et on aurait assisté, soit à une démonétisation de l'or, soit au maintien, au moins dans quelques pays, d'un bimétallisme effectif. L'une ou l'autre éventualité aurait sans doute stabilisé davantage le prix réel de l'argent que celui de l'or et, si le bimétallisme avait été maintenu, le niveau général des prix aurait sans doute été plus stable que dans un régime monométallique.

Il est très intéressant d'imaginer ce qui se serait passé si le technicien qui informait Ricardo lui avait fait savoir que « l'équipement mécanique convient particulièrement » aux mines d'or plutôt

qu'aux mines d'argent — comme, en définitive, ce fut effectivement le cas. Étant donné l'immense influence et le grand prestige de Ricardo à l'époque où les principales décisions furent prises, il n'est nullement déraisonnable de supposer que la Grande-Bretagne aurait rétabli les paiements en argent et non en or, ce qui aurait modifié profondément, d'une façon que nous ne pouvons qu'entrevoir, toute l'histoire économique du XIX^e siècle.

En fait, les événements ont montré que l'exemple donné par la Grande-Bretagne et par sa prééminence économique ultérieure, s'est révélé décisif. Cet exemple a été le facteur essentiel des décisions de l'Allemagne d'abord, puis des États-Unis, d'adopter un étalon-or. Qu'elle résulte ou non d'un concours de circonstances, la décision britannique, il y a près de deux cents ans, de restaurer la convertibilité sur la base de l'or est fondamentalement à l'origine de l'idée très généralement admise aujourd'hui de la supériorité de l'or sur l'argent comme base d'un étalon monométallique.

Conclusion

Bien qu'il existe encore aujourd'hui des « monomaniaques de la monnaie » — presque tous des partisans de l'or — l'adoption quasi-universelle dans le monde d'étalons de monnaie-papier inconvertisse donne pour l'instant un intérêt surtout historique à l'analyse des étalons métalliques, qu'ils soient d'argent, d'or, bimétallique ou symmétrallique. Cette situation peut évoluer mais, quoiqu'il advienne, il paraît utile de présenter quelques arguments contraires à la thèse admise par la plupart des spécialistes de la monnaie concernant le bimétallisme¹. Loin d'être une solution fallacieuse totalement discréditée, le bimétallisme a beaucoup d'avantages à faire valoir, aussi bien sur les plans théorique et pratique que sur le plan historique ; il est préférable au monométallisme, sinon au symmétrallisme ou à un étalon composite. En fait,

1 Deux études récentes sur le bimétallisme montrent peut-être que la situation est en train d'évoluer (Roccas, 1987 et Dowd, 1991).

les progrès techniques du ^{xx}^e siècle ont réduit la portée des arguments pratiques qui, au ^{xix}^e siècle, étaient opposés au bimétallisme. En particulier, l'emploi plus fréquent des dépôts bancaires et du papier-monnaie enlève presque tout son intérêt au souci exprimé par Jevons concernant le poids de l'argent, ainsi qu'au problème souvent évoqué de la nécessité, dans un régime bimétallique, d'une frappe fréquente de nouvelles pièces. D'un autre côté, l'usage moins intensif des pièces a incontestablement affaibli le mythe de la monnaie forte selon lequel il n'y a de vraie monnaie que métallique. Ce mythe a, dans le passé, affermi le soutien populaire accordé à un étalon métallique et inspire encore les partisans de l'or dans le monde. Lorsqu'il était beaucoup plus fort qu'il n'est aujourd'hui, ce mythe rendait politiquement dangereuse toute tentative visant à s'écarter de la convertibilité illimitée de la monnaie légale en métal, et il lui reste encore assez de force pour inciter les banques centrales du monde entier à continuer à comptabiliser l'or selon un prix monétaire officiel sans lien avec la réalité.

Disons enfin que nous voyons en tout ceci un autre exemple frappant des vastes, mais involontaires, conséquences d'un événement dû presque au hasard. Le caillou qui a déclenché une avalanche a été la décision de la Grande-Bretagne de revenir à la convertibilité sur la base de l'or. L'histoire économique du monde depuis cette date eut été très différente si la Grande-Bretagne avait décidé de conserver le bimétallisme ou de revenir à la convertibilité sur la base de l'argent, bien qu'il nous soit impossible d'exposer en détail la façon dont les événements auraient évolué.

Roosevelt, l'argent et la Chine

Le programme américain d'achat d'argent fut mis en place en 1933 par le président Franklin Roosevelt, en vertu de l'amendement Thomas au Farm Relief Bill de 1933 ; il constituait l'aboutissement de plus de dix années de pression politique des partisans de l'argent qui demandaient que l'on « fasse quelque chose » pour ce métal. Les agriculteurs appuyaient cette revendication, en partie parce qu'ils étaient favorables à toute mesure qui entraînerait une inflation et provoquerait donc une hausse des prix agricoles, lesquels s'étaient effondrés pendant la Grande Dépression. De plus, les agriculteurs souhaitaient obtenir le soutien des partisans de l'argent à d'autres projets de hausses de prix contenues dans le Farm Relief Bill. Quant à Roosevelt, il soutenait le programme d'achat d'argent avant tout pour s'assurer l'appui des parlementaires venant des états agricoles et producteurs d'argent aux autres mesures législatives du New Deal.

Le Farm Relief Bill contenait diverses dispositions visant à rehausser les prix agricoles ; elles avaient déjà montré leur capacité à engendrer l'inflation avant qu'aucun achat d'argent n'ait eu lieu. Mais ces achats d'argent contribuèrent à la croissance de la monnaie de base qui, de 1932 à 1937, entraîna une hausse de 14 % du niveau général des prix, de 32 % des prix de gros, et de 79 % des prix des produits agricoles.

Le programme d'achat d'argent « fit quelque chose » pour ce métal car il fit monter son prix fortement et rapidement, procurant ainsi une belle subvention aux producteurs. Mais il obligea aussi la Chine — le seul grand pays qui, en 1934, était encore en régime d'étalon-argent — à s'en détacher, et d'autres pays grands utilisateurs du métal à des fins monétaires (le Mexique et de nombreux pays d'Amérique latine) à diminuer ou éliminer la proportion d'argent contenue dans leurs petites pièces. Ce programme, en définitive, provoqua donc la démonétisation quasi complète de l'argent.

Les partisans du programme d'achat d'argent avaient prétendu que celui-ci serait bénéfique à la Chine. En réalité ce fut un désastre pour la République de Chine, dirigée alors par Chiang Kai-shek. Grâce au régime d'étalon-argent qu'elle avait adopté, la Chine avait pu être protégée de la plupart des conséquences néfastes des premières années de la crise. Mais la politique américaine de l'argent lui imposa, en 1934–1936, une déflation sévère qui s'accompagna de difficultés économiques et éloigna l'opinion publique de Chiang Kai-shek. Ce qui est plus important encore, la Chine perdit ses réserves monétaires et dut abandonner l'étalon-argent ; elle adopta alors une monnaie purement fiduciaire. Il n'est pas douteux que la guerre avec le Japon et la guerre civile entre le Gouvernement nationaliste de Chiang et les communistes de Mao Zedong auraient de toutes façons provoqué une inflation en Chine. Mais la politique américaine de l'argent activa les débuts de cette inflation et en accrut l'ampleur, préparant ainsi l'hyperinflation de 1948–1949. Et, comme l'a écrit Chang Kia-ngau, s'il est vrai que « de nombreux éléments hérités du passé ont contribué à l'effondrement du gouvernement nationaliste après la Deuxième Guerre mondiale, ... la cause directe et immédiate qui l'a emporté sur tous les autres facteurs a incontestablement été l'inflation » (1958, p. 363). Cette opinion est partagée par C. Martin Wilbur, un historien américain, dans l'avant-propos qu'il a écrit pour le livre, publié un peu plus tard, d'un chercheur chinois sur ce sujet : « il n'est guère douteux que l'inflation en Chine, pendant et après la guerre, a été l'une des principales causes de la chute du gouvernement nationaliste et de la conquête de la Chine continentale par le

parti communiste chinois » (Chou, 1963, p. ix ; voir aussi Young, 1965, p. 328). On peut, de ce fait, considérer que le programme américain d'achat d'argent a contribué, peut-être seulement dans une faible mesure, au succès de la révolution communiste en Chine.

Le mouvement en faveur de l'argent

Comme les vieux soldats, les causes anciennes ne meurent pas ; elles s'effacent lentement. Alors qu'on la croyait éteinte à la suite de la défaite électorale de Bryan en 1896, la question de l'argent refit surface à plusieurs reprises.

Vers la fin de la Première Guerre mondiale, « le Gouvernement de l'Inde avait beaucoup de difficultés à se procurer assez d'argent pour satisfaire à la circulation des roupies et constituer une réserve suffisante pour garantir la monnaie de papier » (Leavens, 1939, p. 145). La quantité dont l'Inde avait besoin dépassait ce que pouvait donner la production courante. Pour rendre service à la Grande-Bretagne, les États-Unis acceptèrent de lui livrer de l'argent tiré de leurs importantes réserves monétaires. Cette vente fut autorisée par le Pittman Act de 1918, qui donnait en même temps satisfaction au « bloc de l'argent ». Cette loi porte le nom du sénateur Key Pittman, du Nevada, qui fut peut-être le partisan le plus tenace de « faire quelque chose pour l'argent », depuis son premier mandat de sénateur, en 1913, jusqu'à sa mort en 1940. Pour donner satisfaction aux partisans de l'argent, le métal qui serait retiré des réserves monétaires serait remplacé par l'argent produit dans le pays, acheté au prix garanti de 1 dollar l'once dès qu'un surplus de production serait disponible.

L'inflation due à la guerre, ajoutée à la forte demande d'argent à des fins monétaires et non monétaires, ont fait monter le cours du métal de 70 cents l'once en 1914 à 97 cents en 1918 et à plus de 1 dollar en 1919. « En 1920, le cours tomba à moins de 1 dollar l'once. Le directeur de la Monnaie ordonna immédiatement l'achat de métal au prix fixé de 1 dollar par once de fin » (Leavens, 1939, p. 147). Au cours des trois années suivantes, la Monnaie a acheté près de 200 millions d'onces d'argent aux producteurs américains,

au prix de 1 dollar l'once, alors que le cours du marché tombait à moins de 70 cents : la subvention ainsi accordée aux producteurs s'est globalement élevée à environ 16 millions de dollars.

La pression exercée en vue de « faire quelque chose » pour l'argent n'a pas cessé après ces achats, mais ce n'est qu'à partir de 1930 qu'elle redevint vigoureuse ; en effet, la Grande Dépression entraîna une forte baisse des cours, de 58 cents en 1928 à 38 cents en 1930 et 25 cents à la fin de 1932 et au début de 1933.

Très vite, le bloc de l'argent fit appel de nouveau aux anciens remèdes : projet d'une conférence internationale, achat et constitution de stocks d'argent au-dessus du cours du marché, et autorisation officielle de la frappe libre et illimitée de l'argent selon le rapport de 16 pour 1. Aucune de ces propositions ne put aboutir sous l'administration Hoover, mais elles furent relancées dès l'élection de F.D. Roosevelt¹.

Cette pression qui ne s'est jamais relâchée s'explique aisément. Comme l'a écrit T.J. Kreps dans un article publié en 1934, « depuis que les sept états de l'ouest producteurs d'argent (Utah, Idaho, Arizona, Montana, Nevada, Colorado et Nouveau Mexique) ont commencé leur production, leurs sénateurs contrôlent un septième des voix au Sénat. En vertu des règles de procédure en vigueur, cela leur donne une importance stratégique considérable. C'est pourquoi, récemment, plus de vingt propositions de loi étaient déposées pour examen devant le Congrès. Bien que les états producteurs d'argent soient, ensemble, moins peuplés que le seul New Jersey, et que l'industrie de l'argent ait, en 1929, employé moins de 3 000 personnes, le Gouvernement des États-Unis peut juger utile de faire bientôt « quelque chose pour l'argent » afin de s'assurer le soutien politique nécessaire à des mesures d'intérêt national beaucoup plus importantes » (p. 246).

1 On trouvera un exposé détaillé des « propositions pour faire quelque chose en faveur de l'argent, de 1923 à 1933 » dans un chapitre ainsi intitulé de Leavens (1939, pp. 224-235).

Les mesures en faveur de l'argent dans le New Deal

Le programme du Parti démocrate sur lequel Roosevelt fut élu en 1932 comportait la promesse « d'une monnaie solide qui devrait être défendue en toutes circonstances » et d'une « conférence internationale qui serait organisée à l'invitation de notre gouvernement pour réétudier le moyen de rendre son rôle à l'argent et diverses questions connexes ». Le programme du Parti républicain prévoyait lui aussi une conférence internationale mais s'engageait, dans un autre article, à « continuer à soutenir l'étalon-or » ; ce sont là des différences entre les deux partis qui persistaient depuis leur confrontation en 1896 à propos de l'argent. Au cours de sa campagne électorale, Roosevelt déclara à Butte (Montana), au cœur de la région productrice d'argent, que ce métal « devait être rétabli comme un métal monétaire, et que l'engagement du Parti démocrate à ce sujet doit être tenu » ; il promit aussi « de convoquer, dès qu'il aurait pris ses fonctions, une conférence internationale pour rendre son rôle à l'argent » (*New York Times*, 20 septembre 1932, p. 1).

La large victoire des démocrates en 1932 renforça considérablement le poids politique du bloc de l'argent, en particulier au Sénat. Avant les élections, les quatorze sénateurs des sept états assurant l'essentiel de la production d'argent se répartissaient à égalité entre les deux partis : sept républicains et sept démocrates. Après les élections, il n'y eut plus que deux républicains, contre douze démocrates, et l'un des républicains, William Borah, de l'Idaho, était depuis longtemps un ferme défenseur de l'argent. Certains des dirigeants du bloc de l'argent — comme Borah, élu pour la première fois en 1906, et Key Pittman, élu en 1912 — avaient, grâce à leur ancienneté au Sénat, acquis une grande influence. Parallèlement, les états agricoles, alliés du bloc de l'argent, virent leur poids s'accroître.

La première tentative au Sénat, à propos d'un amendement visant à autoriser la frappe libre et illimitée de l'argent selon le rapport de 16 pour 1, fut « écartée par 44 voix contre 33, mais elle révéla un gain de 15 voix depuis le moment où un vote à ce sujet avait eu lieu en janvier » dans le précédent Congrès (Leavens,

1939, p. 245). Il était évident que le bloc de l'argent représentait une grande force politique, que le président ne pouvait se permettre d'ignorer. Et Roosevelt n'en avait d'ailleurs nullement l'intention, comme il l'avait fait savoir pendant sa campagne électorale.

Le président réagit en apportant son soutien à un amendement à une proposition de loi en faveur des agriculteurs présentée par le sénateur Elmer Thomas qui, bien que ne représentant pas un état producteur d'argent, était néanmoins « un inflationniste résolu » (Leavens, 1939, pp. 245–246). L'amendement Thomas fut voté le 12 mai 1933 ; dans sa rédaction définitive, il prévoyait une augmentation de la monnaie en circulation (billets et dépôts de la Réserve fédérale, et billets émis par le Gouvernement) à la discrétion du président jusqu'à un montant de 3 milliards de dollars, ce qui équivalait, ou presque, à doubler le volume de la monnaie banque centrale. En outre, cet amendement autorisait le président à réduire la teneur en or du dollar et lui donnait des pouvoirs très importants concernant l'argent (pouvoirs qui, par exemple, lui auraient permis de donner immédiatement effet au cri de guerre de Bryan demandant la frappe libre et illimitée de l'argent selon le rapport de 16 pour 1). Ces pouvoirs « ne furent guère utilisés jusqu'au 21 décembre 1933, ... date où le président Roosevelt recourut à l'amendement Thomas pour ordonner aux ateliers de la Monnaie de recevoir tout l'argent nouvellement produit dans le pays, et qui leur serait présenté jusqu'au 31 décembre 1937, au prix de 64⁶⁴/₉₉ cents l'once (soit 0,6464... dollar l'once) » (Friedman et Schwartz, 1963, p. 483), alors que le cours du marché était de 44 cents l'once¹. Roosevelt justifia ce prix d'achat curieux par une fiction : le Trésor ne faisait que frapper des pièces d'argent selon le poids officiel du dollar d'argent — c'est-à-dire avec une valeur monétaire de 1,2929 dollar l'once — mais il prélevait 50 % de seigneurage. Ce procédé avait l'avantage de ne pas faire supporter par le budget le coût de la subvention accordée aux producteurs

1 Une autre clause mineure de l'amendement Thomas prévoyait que l'argent pourrait être accepté, pendant une durée limitée, au prix artificiel de 50 cents l'once en paiement des dettes de guerre officielles. Près de 20 millions d'onces d'argent furent reçues à ce titre pendant les premiers mois de l'année.

d'argent, tout en procurant à ce budget une recette égale au seignuriage fictif. Les « tours de passe-passe » budgétaires ne datent pas d'aujourd'hui.

Entre temps, la malheureuse Conférence économique mondiale, convoquée à la demande du président Roosevelt pour tenir sa promesse électorale et sommairement torpillée par lui quelques mois plus tard, était née et vite disparue¹. Son seul résultat, ou presque, fut une autre mesure illusoire : un accord entre pays producteurs et pays utilisateurs d'argent visant à adopter des mesures propres à soutenir le prix de ce métal. Ceci n'entraînait pas d'obligations précises pour aucun pays autre que les États-Unis, mais donnait simplement à ceux-ci, sous le couvert d'un accord international, la possibilité de faire ce à quoi ils étaient de toutes façons décidés, c'est-à-dire d'acheter une certaine quantité d'argent (pour une étude détaillée sur ce point, voir Leavens, 1939, pp. 248–251).

Le grand moment survint avec le Silver Purchase Act, voté par le Congrès en réponse à un message du président Roosevelt du 22 mai 1934, et signé par le président moins d'un mois plus tard, le 19 juin. Ce Silver Purchase Act « ordonnait au secrétaire au Trésor d'acheter de l'argent dans le pays et à l'étranger jusqu'à ce que le cours sur le marché s'établisse au-dessus de 1,29 dollar l'once, ou que la valeur monétaire du stock d'argent détenu par le Trésor soit égale au tiers de la valeur monétaire du stock d'or. Le secrétaire avait toute latitude pour accomplir cette mission » (Friedman et Schwartz, 1963, p. 485)².

1 Cette conférence s'ouvrit à Londres le 12 juin 1933 et se termina le 27 juillet suivant.

2 Paris (1938, p. 54–55) a donné un excellent résumé de cette loi :

Ses objectifs sont les suivants :

1) Relever le prix de l'argent.

2) Accroître le stock monétaire d'argent jusqu'au tiers de la valeur du stock monétaire d'or.

3) Émettre des certificats d'argent.

Mesures à prendre pour atteindre ces objectifs :

1) Le secrétaire au Trésor achètera de l'argent dans le pays et à l'étranger aux prix et conditions qu'il jugera conformes à l'intérêt général.

2) Les achats cesseront quand le prix de l'once d'argent fin atteindra sa valeur

Les achats et — beaucoup plus tard — les ventes d'argent dans le cadre de la loi de 1934 et des suivantes se sont poursuivis jusqu'en 1961, et l'autorisation officielle à cette fin ne fut abrogée qu'en 1963. Mais, en dépit d'achats massifs d'argent, aucun des deux objectifs visés — un prix de 1,29 dollar l'once et un rapport de 1 pour 3 entre l'argent monétaire et l'or monétaire — ne fut atteint, ni même approché. Les acquisitions — par achat auprès des producteurs nationaux en vertu de la déclaration du 21 décembre 1933, par la « nationalisation » des stocks d'argent détenus dans le pays le 9 août 1934, et par des achats sur le marché dans le cadre du Silver Purchase Act — firent, dans les premiers temps, monter le cours de l'argent d'environ 44 cents l'once avant la déclaration de décembre 1933 jusqu'à un maximum de 81 cents l'once le 26 avril 1935. Le cours d'abaisse ensuite jusqu'à environ 45 cents au début de 1936 et ne se releva plus de façon appréciable jusqu'à l'inflation de la Seconde Guerre mondiale. À la fin de la guerre, le cours dépassait le niveau du soutien officiel du prix de l'argent produit dans le pays, et en 1946 un texte fut voté qui réduisait le montant du seigneurage à 30 %, ce qui impliquait un prix de soutien de 90,5 cents par once. Le cours sur le marché fut maintenu à ce niveau par des achats et des ventes du Trésor jusqu'en 1961. Quand l'intervention officielle cessa, le cours de l'argent s'éleva jusqu'à dépasser la valeur monétaire, car ce métal était lui aussi touché par l'inflation d'après-guerre. Et son cours continua à s'élever jusqu'à un niveau suffisant pour envoyer à la fonte ou diriger vers les collectionneurs même de petites pièces d'argent fortement sous-évaluées.

monétaire (1,2929 dollar) ou que la valeur du stock d'argent monétaire sera égale au tiers de celle du stock d'or monétaire.

3) Le prix de l'argent se trouvant aux États-Unis le 1^{er} mai 1934 ne devra pas excéder 0,50 dollar par once de fin.

4) De l'argent sera vendu lorsque le stock d'argent monétaire dépassera un tiers, en valeur, du stock d'or monétaire.

5) Des certificats d'argent seront émis jusqu'à un montant nominal qui ne sera pas inférieur au coût de l'argent acheté.

6) Le secrétaire au Trésor peut exercer son contrôle sur l'importation, l'exportation et autres transactions portant sur l'argent.

7) Le président peut « nationaliser » l'argent.

8) Les bénéfices réalisés sur l'achat et la vente d'argent seront imposés à 50 %.

Quant au second objectif, le rapport entre l'argent monétaire et l'or monétaire ne dépassa jamais 1 pour 5 pendant la décennie de 1930, ce qui était loin du rapport de 1 pour 3 prévu. Les additions massives au stock d'or qu'entraîna le relèvement à 35 dollars l'once du prix monétaire officiel de l'or annulèrent les effets des achats massifs d'argent.

Les conséquences internes

Les lois sur l'argent n'eurent qu'un seul effet interne important : l'attribution, aux frais du contribuable, d'une forte subvention aux producteurs nationaux d'argent. Ceux-ci y répondirent par une augmentation très sensible de leur production, qui passa de 33 millions d'onces en 1934 à 70 millions d'onces en 1940. En tout état de cause, la croissance de l'économie aurait entraîné une augmentation de la production d'argent, dont une bonne part est un sous-produit de celle du cuivre, du plomb et du zinc. Mais le prix assorti d'une subvention stimula, non seulement la production d'argent, mais aussi celle des trois autres métaux.

Le bloc de l'argent considérait comme une bonne chose en soi la stimulation de la production, car elle était génératrice d'emplois dans les états concernés. Cependant, pour obtenir l'appui des autres groupes d'intérêt, les partisans de l'argent affirmaient aussi que le programme d'achat contribuerait à l'inflation générale par l'accroissement de la masse monétaire et favoriserait les exportations grâce à l'augmentation du pouvoir d'achat des pays dont la monnaie était d'argent et notamment, d'après eux, de la Chine et de l'Inde¹.

Le Trésor réglait ses achats d'argent en imprimant des « certificats d'argent », qui s'ajoutaient à la masse monétaire. Mais il y a beaucoup d'autres moyens d'accroître celle-ci, et les certificats remplaçaient tout simplement des billets de la Réserve fédérale qui eussent été imprimés à leur place. On peut dire aussi que rien

1 La Chine était encore en régime d'étalon-argent, mais ce n'était plus le cas de l'Inde. Cependant l'Inde l'avait été jusqu'en 1893, et une large part des pièces en circulation dans ce pays restaient des pièces d'argent.

dans le programme d'achat n'empêchait la Réserve fédérale de stériliser l'effet monétaire des achats d'argent.

Comme nous le verrons bientôt, les effets exercés sur les pays consommateurs d'argent furent exactement le contraire de ce qui avait été prétendu : ce furent de grandes difficultés économiques.

En dernière analyse, dans le court terme, le programme d'achat d'argent eut pour principal effet dans le pays de faire payer les contribuables pour extraire le métal du sous-sol, le raffiner, le frapper, et l'expédier à Washington ou dans d'autres lieux officiels, où il était entreposé ; c'était là une façon d'employer la main-d'œuvre qui n'avait guère d'utilité, si même elle en avait une quelconque. Dans le long terme, ce furent les producteurs d'argent eux-mêmes qui furent lésés, car les effets produits sur les autres pays détruisirent ce qui avait été leur principal marché, à savoir l'emploi de l'argent à des fins monétaires.

En 1933, époque où la Chine demeurait le seul grand pays ayant conservé un étalon-argent, 43 % du stock connu d'argent et plus de 30 % de tout l'argent produit entre 1493 et 1932 étaient consacrés à des usages monétaires (Leavens, 1939, p. 369). En 1979, la frappe des pièces ne représentait que 5 % de la consommation totale d'argent. Depuis la fin de la guerre, la consommation industrielle d'argent a presque constamment dépassé de beaucoup la production nouvelle complétée par la récupération de métal ancien ; la différence a été comblée par des ventes des États-Unis sur leurs stocks officiels et par la démonétisation et la fonte de pièces existantes (voir la section suivante).

L'histoire du prix de l'argent est un peu la même. De 1670 avant Jésus-Christ jusqu'en 1873, année où les États-Unis et la France ont démonétisé l'argent, le prix annuel moyen de l'or n'a jamais été supérieur à 16 fois le prix correspondant de l'argent. Le rapport de prix le plus faible que nous connaissions est très légèrement inférieur à 9, vers 50 avant Jésus-Christ. (Warren et Pearson, 1933, p. 144). Il faut noter que le rapport des prix a oscillé entre 9 et 16 pendant plus de trois millénaires. De 1687 — année à partir de laquelle on possède des estimations annuelles ininterrompues — jusqu'en 1873, l'argent a été sans conteste le métal

monétaire dominant, et la gamme des rapports de prix a été beaucoup plus étroite : entre 14 et 16¹. La situation s'est modifiée profondément après 1873. Depuis cette date jusqu'en 1929, le rapport a évolué entre 15 et 40 et s'est principalement situé entre 35 et 40, sauf pendant quelques années durant la Première Guerre mondiale et juste après. La très forte chute du prix de l'argent pendant la Dépression a porté le rapport à 76 en 1933. Le programme d'achat l'a abaissé temporairement à 54 en 1935, mais il s'est relevé à un niveau jamais atteint (plus de 100) en 1940 et 1941. Il est retombé à 18 en 1970, car les États-Unis maintenaient le prix de l'or à 35 dollars l'once, alors que l'inflation poussait à la hausse tous les autres prix, y compris celui de l'argent. Quand le prix de l'or devint libre en 1971, le rapport se releva puis fluctua fortement. Il est aujourd'hui de l'ordre de 75 pour 1.

Pendant ces années difficiles, l'utilisation de l'argent et son prix furent affectés par bien d'autres causes que le programme d'achat américain, et notamment par la nature nouvelle des systèmes monétaires dans le monde, qui se résoud en fin de compte par l'adoption généralisée, depuis 1971, de la monnaie fiduciaire. Mais on ne peut guère douter que la hausse du cours de l'argent que provoqua le programme d'achat américain a fortement contribué à réduire la demande monétaire d'argent, ce qui en définitive a abouti à abaisser son prix au-dessous du niveau qui se serait établi dans un autre contexte.

Néanmoins, ainsi que le montre la figure 1, sur la longue période le programme d'achat d'argent n'apparaît guère que comme une « bulle » sans grande importance. La courbe montre l'évolution du cours du métal, ajusté des variations du niveau général des prix, entre 1800 et 1989². Aux prix de 1982, le cours réel de

1 Cette étroitesse de la gamme des prix relatifs de l'or et de l'argent ne signifie pas que le pouvoir d'achat de l'un ou l'autre métal soit demeuré constant.

2 Nous avons calculé une série de prix continue en reliant le déflateur utilisé dans Friedman et Schwartz (1982) au déflateur du PNB pour la période 1976-1986 (Département du Commerce), et aux prix de gros pour 1800-1867 cités dans le rapport de la Commission officielle sur le rôle de l'or, de 1982. Le cours de l'argent à New York a été obtenu à partir de Warren et Pearson (1933), *Historical Statistics*, et Jastram (1981).

l'argent a varié entre 10 et 18 dollars de 1800 à 1873, date à laquelle, en raison de la démonétisation du métal aux États-Unis et dans d'autres pays, une baisse de longue durée a commencé. Cette baisse s'est transformée en déroute au début de la décennie de 1890, lorsque l'abrogation de la loi sur l'achat d'argent puis la défaite électorale de Bryan ont mis fin à tout espoir réaliste de remonétisation de l'argent. Le programme d'achat de 1934 n'a interrompu que momentanément cette déroute. En fait, la baisse a continué jusqu'aux années 60 ; à cette époque l'usage croissant de l'argent en photographie et dans d'autres activités a commencé à soutenir le cours. La malencontreuse spéculation des frères Hunt, qui perdirent dans l'aventure la plus grande partie de leur fabuleuse fortune, a porté le prix à des niveaux jamais atteints : il a été en moyenne de près de 25 dollars l'année de la spéculation, mais son maximum a été beaucoup plus élevé. L'argent est ensuite retombé à ses niveaux antérieurs.

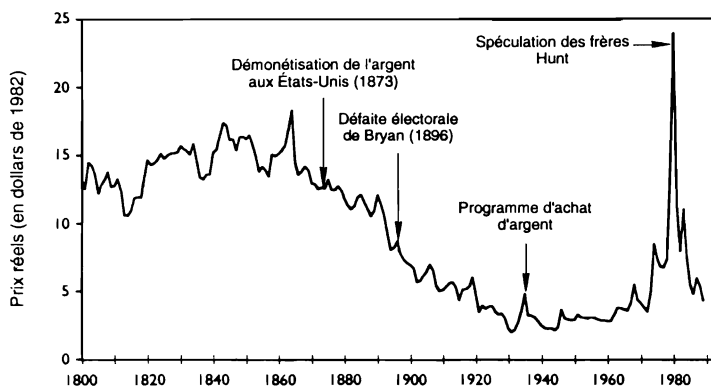


Figure 1

Prix réel de l'argent, 1800-1989 (en dollars, de 1982)

Les conséquences pour les autres pays

Le prix élevé qu'offraient les États-Unis a affecté de nombreux autres pays. Bien que, au cours de la décennie de 1870, l'argent ait cédé la place à l'or en tant que principal métal monétaire, les

pièces d'argent circulaient encore en grandes quantités dans beaucoup de pays, vestiges des siècles de prépondérance de ce métal. Après le passage à l'étalon-or, la valeur faciale de ces pièces dépassa la valeur marchande de l'argent qu'elles contenaient. Mais cette situation se modifia lorsque les États-Unis firent remonter le cours de l'argent, et dans beaucoup de pays la valeur en métal des pièces dépassa leur valeur monétaire, et elles allèrent à la fonte.

Le même phénomène s'était produit aux États-Unis pendant l'inflation des *greenbacks* lors de la guerre civile ; cela avait provoqué une forte pénurie de petites pièces, qui avaient dû être remplacées par des timbres-poste. Le surnom de « sparadrap » dont on a affublé ceux-ci a persisté même après que la poste ait mis en circulation des timbres non adhésifs pour répondre à la demande de petite monnaie. Un peu plus tard, des billets de faible dénomination vinrent s'ajouter aux timbres. Ce phénomène se reproduisit aux États-Unis après la Deuxième Guerre mondiale, lorsque l'inflation fit passer le cours de l'argent au-dessus de sa valeur monétaire officielle. Mais cette fois, l'administration s'y était préparée en diminuant à l'avance la teneur en argent des pièces. Les pièces de 10, 25, et 50 cents d'aujourd'hui ont le brillant de l'argent, mais elles ne sont en réalité que des pièces de cuivre recouvertes d'une mince couche de nickel.

En 1935 et 1936, à mesure que le prix de l'argent continuait à monter, les uns après les autres plusieurs pays modifièrent la teneur en argent de leurs pièces. « La campagne d'altération des pièces d'argent pour préserver celles-ci de la fonte s'étendit au monde entier. Elle toucha l'Amérique centrale, l'Amérique du Sud, l'Europe, l'Asie et même l'Afrique » (Paris, 1938, p. 72).

Le Mexique fut un cas particulier. Étant le plus gros producteur d'argent, il tira avantage de la hausse des cours. De plus, une large part de sa masse monétaire consistait en pièces d'argent. Vers la fin d'avril 1935, la valeur en métal du peso d'argent devint supérieure à sa valeur monétaire. « Pour éviter que le peso ne soit envoyé aux États-Unis, soit sous forme de pièces, soit après avoir été fondu, le président Cardenas ordonna la fermeture des banques le 27 avril, puis l'échange de toutes les pièces contre des

billets, et il interdit l'exportation de la monnaie d'argent... Un an et demi plus tard, les cours du métal avaient baissé, ces ordres furent annulés, et la frappe des pièces d'argent fut reprise » (Paris, 1938, p. 71). Mais le Mexique avait pour toujours transformé son système monétaire en un étalon de papier monnaie dirigée. Il se peut que, dans le court terme, les avantages procurés par la hausse des cours de l'argent l'aient emporté sur les inconvénients découlant de la fermeture des banques et des mesures monétaires qui ont suivi. Mais, pour ce qui concerne le long terme, il est presque sûr que ce gain obtenu dans l'immédiat a été plus que compensé par la disparition d'une très importante source de demande d'argent et par les conséquences monétaires durables de l'adoption d'une monnaie de papier dirigée.

Les conséquences pour la Chine

J'ai mis à part le cas de la Chine parce qu'elle était, en 1933, le seul grand pays vivant en régime d'étalon-argent, au moment où les États-Unis commençaient leur action visant à relever le prix de ce métal¹. Le programme d'achat américain eut de ce fait des conséquences beaucoup plus étendues pour la Chine que pour tout autre pays. Bien que n'étant pas un grand pays producteur la Chine, qui utilisait ce métal comme monnaie, en avait accumulé un stock considérable. Seul le stock de l'Inde était plus important (comme la Chine, l'Inde avait été pendant longtemps en régime d'étalon-argent, mais elle l'avait abandonné en 1893 et était passée à l'étalon-or en 1899).

1 En raison de ses étroites relations économiques avec la Chine, Hong Kong était également en régime d'étalon-argent ; l'Éthiopie (Abyssinie à l'époque) et la Perse (aujourd'hui l'Iran) vivaient sous le même régime (Leavens, 1939, p. 369). C'est une simplification de dire que la Chine était en régime d'étalon-argent. « En Chine, le cuivre... est davantage utilisé dans les transactions [que l'argent]... ces pièces de cuivre... circulent sur la base de leur valeur en métal. Elles constituent l'instrument d'échange et la monnaie de compte des petites gens » (Kreps, 1934, pp. 251–252). Mais la quasi-totalité du commerce de gros et des transactions internationales se faisait sur la base de l'argent.

L'étalon-argent fut un bienfait pour la Chine durant les premières années de la Grande Dépression. Les pays avec lesquels elle faisait du commerce étaient en régime d'étalon-or et, dans ces pays, les prix — y compris celui de l'argent — baissèrent fortement après 1929. La chute du prix de l'argent équivalait pour la Chine à une dépréciation du taux de change de sa monnaie par rapport aux monnaies rattachées à l'or ; cela conférait à la Chine l'équivalent d'un système de change flottant. En 1929, par exemple, le dollar chinois était coté 36 cents US sur le marché des changes ; au cours des deux années suivantes, le prix de l'argent en termes d'or déclina de plus de 40 %, et le dollar chinois ne valait plus que 21 cents. Comme les prix de gros américains n'avaient baissé que de 26 %, la Chine pouvait majorer les prix — exprimés en sa monnaie — de ses exportations, dont les prix avaient cependant baissé quand ils étaient exprimés en or. Naturellement, ses importations étaient plus chères. En conséquence, si les exportations chinoises ont diminué, elles ont diminué beaucoup moins que les exportations mondiales ou les importations du pays. En 1930 et 1931, la Chine eut un excédent de sa balance des paiements, qui se traduisit par une entrée nette d'or et d'argent. Elle enregistra à l'intérieur une faible inflation et une expansion modérée, alors que le reste du monde souffrait d'une grave déflation¹.

L'abandon de l'étalon-or en 1931, par la Grande-Bretagne, l'Inde, le Japon et d'autres pays, réduisit les avantages que procurait à la Chine un taux de change flottant. Les monnaies de ces pays se déprécièrent vis-à-vis du dollar US, et en conséquence le dollar chinois s'apprécia par rapport à la livre sterling, à la roupie et au yen, tout en continuant à se déprécier vis-à-vis du dollar US, jusqu'à 19 cents à la fin de 1932. Pour la première fois la Chine commença à sentir les effets de la dépression mondiale, bien qu'elle

1 On trouvera une excellente analyse des conséquences sur les prix en Chine de la situation de fait du taux de change flottant où se trouvait le pays, dans Wignall (1978a, pp. 33-43 ; 1978b, p. 39). Ces articles ne sont pas signés dans la source citée mais je les ai attribués à cet auteur sur la foi d'une lettre personnelle du 18 avril 1990 de John Greenwood, fondateur et directeur de *Asian Monetary Monitor*.

demeurât quelque peu protégée par la baisse persistante du cours de l'argent en dollars US, par la faible monétisation de son économie, et par l'emploi très répandu des monnaies de cuivre dans la grande masse de la population. La balance des paiements chinoise se dégrada nettement, et en 1932 la Chine dut exporter de l'or et de l'argent pour financer le déficit de son commerce extérieur. À l'intérieur, les prix de gros passèrent par un maximum en 1931, puis baissèrent fortement et, selon la plupart des observateurs contemporains, les conditions économiques se détériorèrent (Salter, 1934, p. 6 ; Wignall, 1978b, pp. 36, 37).

Les effets fâcheux sur la Chine de l'abandon de l'étalon-or en 1931 par la Grande-Bretagne et d'autres pays furent aggravés par l'occupation de la Mandchourie par le Japon en septembre de la même année. À l'époque, la Chine, sous l'autorité de Chiang Kai-shek, était gouvernée par le Kuomintang. Les seigneurs de la guerre régnaient sur certaines régions et les communistes avaient fomenté une rébellion. « La réaction de Chiang Kai-shek à l'occupation de la Mandchourie fut révélatrice de la faiblesse chinoise. S'inclinant devant la réalité, la Chine ne résista pas. Mais le chef du Kuomintang s'efforça de constituer une armée pour faire face à l'inévitable agression japonaise. Il fallait aussi une armée puissante pour éliminer les communistes et les derniers seigneurs de la guerre qui subsistaient dans leurs fiefs provinciaux. Ces dépenses militaires furent une des causes majeures des déficits budgétaires croissants du Kuomintang, dont l'effet débilisant et persistant fut un facteur essentiel de l'hyperinflation qui éclata en Chine » (Greenwood et Wood, 1977a, p. 27)¹. Cependant, Chiang Kai-shek parvint dans une large mesure à unifier le pays. « Les centres de pouvoir régional des seigneurs de la guerre perdirent de leur importance, et en 1934 les communistes avaient été repoussés dans leur retraite des montagnes du Yunan, au nord-ouest » (Greenwood et Wood, 1977a, p. 27).

1 Cet article, et deux autres des mêmes auteurs, ne sont pas signés ; voir note page 173.

Dans le domaine du commerce extérieur, l'avantage que l'étalon-argent avait temporairement donné à la Chine ne s'était pas seulement réduit : il avait totalement disparu, et il devint un inconvénient majeur lorsque, à leur tour, les États-Unis se détachèrent de l'or en 1933. Le dollar chinois s'apprécia un peu plus vis-à-vis de la livre sterling, du yen, et de la roupie, et — pour la première fois — du dollar US : il passa de 19 à 33 cents de la fin de 1932 à la fin de 1933, revenant presque à son niveau de 1929. Il est vrai que les prix exprimés en dollars et dans d'autres monnaies étaient orientés à la hausse, ce qui compensait en partie les conséquences de l'appréciation du dollar chinois. Mais le cours de l'argent aux États-Unis augmenta beaucoup plus que le niveau général des prix, de sorte que cette appréciation du dollar chinois ne fut que très partiellement compensée. En conséquence, les exportations de la Chine diminuèrent beaucoup (de 58 % par rapport à 1930) et les sorties de métaux précieux continuèrent. Alors que, dans le reste du monde, on commençait presque partout à sortir de la Grande Dépression, la Chine — au dire d'observateurs contemporains — abordait la phase la plus grave de sa crise intérieure¹.

Les conséquences néfastes pour la Chine de l'abandon de l'étalon-or par les États-Unis furent encore accentuées lorsque ce pays décida de « faire quelque chose » pour l'argent, ce qui entraîna le quasi-doublement du cours du métal en 1933, puis multiplia ce cours par plus de trois jusqu'à son maximum d'avril 1935. À cette date, le dollar chinois valait 41 cents sur le marché. Par la suite, comme on l'a vu, le cours de l'argent baissa mais, pour la Chine, le mal était fait. La Chine abandonna l'étalon-argent le 14 octobre 1934, en levant le droit à l'exportation sur l'argent et en imposant une « taxe d'égalisation » ajustable. Elle adopta « un régime qui était dans son essence un étalon-papier » (Wignall, 1978b, p. 38), bien que la déclaration officielle annonçant l'abandon de l'étalon-

1 Les indications données dans ce paragraphe et dans les deux précédents sont tirées de Salter (1934, pp. 15–19). Voir cependant des interprétations différentes de Brandt et Sargent (1989), Rawski (1989) et P.H.K. Chang (1988) dans l'appendice au présent chapitre.

argent ait été retardée jusqu'au 3 novembre 1935, date où le Gouvernement décréta une importante réforme monétaire.

Si l'argent n'avait été en Chine qu'une marchandise, la hausse de son cours aurait été une aubaine fort appréciée, qui aurait permis à la Chine de disposer de son important stock d'argent à des conditions très intéressantes. Mais comme l'argent constituait la monnaie chinoise, la hausse de son cours avait entraîné une forte déflation, créant ainsi de graves difficultés économiques. « Les importations diminuèrent, alors que les exportations étaient de moins en moins concurrentielles. L'économie étant très peu active, la production industrielle s'arrêta, le chômage s'accrût, et les prix s'effondrèrent. Les conséquences de la déflation sur l'agriculture sont manifestes dans la chute de l'indice des prix des produits agricoles, qui est passé de 100 en 1926 à 57 en 1933. Cela représentait une terrible baisse de revenus, donc de pouvoir d'achat, pour ceux qui vivaient de la culture de la terre. » (Greenwood et Wood, 1977a, p. 32)¹ Selon Arthur Young, qui fut conseiller financier en Chine de 1929 à 1947, « la Chine est passée d'une prospérité modérée à une profonde dépression » (1971, p. 209).

On ne peut pas dire qu'un effet négatif pour la Chine de la politique de l'argent menée par les États-Unis ait été imprévisible, ni même qu'il n'ait jamais été envisagé. Dans un rapport de février 1934, Sir Arthur Salter, qui avait été « invité par le Gouvernement chinois à servir pendant quelques mois de conseiller officiel du Conseil national économique », écrivait ceci : « Tout abandon de la base-argent actuelle du dollar chinois présente de grands dangers et de graves difficultés. Cependant, si cette solution n'est pas adoptée, la Chine ne pourra qu'éviter un surcroît de déflation pour le cas où l'argent cesserait de monter par rapport aux monnaies étrangères et aux prix mondiaux des marchandises. Le facteur essentiel est ici la politique américaine de l'argent. Il paraît donc important que la Chine (infiniment plus concernée par ce

1 On trouvera dans l'appendice au présent chapitre des interprétations différentes des événements entraînés par le programme américain d'achat d'argent.

métal que n'importe quel autre pays) fasse connaître clairement son point de vue au Gouvernement des États-Unis » (Salter, 1934, préface — sans pagination — et pp. 108–109). Notons que ceci fut écrit alors que le mal avait déjà été fait en grande partie. Dans un éditorial du 3 septembre 1934, s'inspirant largement du rapport de Salter, le *New York Times* écrivait ceci : « L'un des paradoxes de notre politique de l'argent est qu'elle a précisément été conçue à l'origine pour aider les pays utilisateurs d'argent et pour "restaurer le pouvoir d'achat de l'Extrême-Orient" ... Mais le seul grand pays qui soit en régime d'étalon-argent est la Chine, et ceux qui connaissent bien la situation de ce pays sont pratiquement unanimes à penser que le relèvement du prix de l'argent ne peut que lui être néfaste. » En conclusion, cet éditorial du *Times* faisait remarquer que la politique américaine de l'argent pourrait « avoir pour conséquence paradoxale d'amener à l'étalon-or le seul grand pays encore sous le régime de l'étalon-argent »¹. En réalité, cette politique a amené la Chine à un étalon-papier.

En mars 1934, le Trésor américain envoya en Chine le professeur James Harvey Rogers, de l'université de Yale, pour y étudier les conséquences qu'auraient sur ce pays des prix plus élevés de l'argent. Comme Salter, Rogers estima que ces conséquences seraient très lourdes ; il alla jusqu'à écrire en octobre à Henry Morgenthau, secrétaire au Trésor, alors que presque tout le mal était fait, que « continuer cette nouvelle politique [faire monter le prix de l'argent] — avant de donner au gouvernement chinois la possibilité de s'adapter aux difficultés monétaires qui en résulteront — me semble être très proche de l'irresponsabilité sur le plan international » (Young, 1971, p. 205).

L'effet de l'abandon de l'étalon-argent sur les prix intérieurs en Chine se fit sentir rapidement mais resta modéré jusqu'en 1937.

1 Salter avait été le correspondant du *New York Times* à Londres à l'occasion de la Conférence économique mondiale de 1933, et il continua par la suite à écrire pour le *Times* sur certains sujets particuliers. D'après ce quotidien il a prononcé quelques discours à New York en 1934 et il n'est donc pas impossible qu'il ait écrit l'éditorial en question.

Selon des moyennes annuelles concernant Shanghai, les prix de gros, qui avaient baissé de 23 % de 1931 à 1934, baissèrent encore de 1 % de 1934 à 1935, puis augmentèrent de 24 % au cours des deux années suivantes. Mais la situation se modifia profondément quand, pendant l'été de 1937, le Japon envahit la Chine. « Les dépenses publiques s'envolèrent, pour faire face aux coûts de la résistance contre l'invasion japonaise, puis pour financer la guerre civile contre les communistes. » (Greenwood et Wood, 1977a, p. 25) Il ne fait pas de doute que ces dépenses publiques auraient fortement progressé même si les États-Unis n'avaient pas poussé à la hausse le cours de l'argent, et que tôt ou tard la Chine aurait abandonné l'étalon-argent pour un étalon-papier. Mais, à cause de la politique américaine, l'étalon-papier et l'inflation sont venus plus tôt, et non plus tard. Chiang vit sa position s'affaiblir en raison directe de la disparition des réserves d'argent qui lui auraient permis, au moins, de financer les premières dépenses publiques supplémentaires, retardant ainsi le recours à une création inflationniste de monnaie. Une autre raison, indirecte, de son affaiblissement fut la forte dégradation de la situation économique chinoise, à laquelle avait contribué la politique américaine et qui diminua le soutien populaire à la cause nationaliste¹. Si les États-

1 On peut avoir une idée de l'ampleur de ces conséquences en examinant les chiffres de l'exportation d'argent et du budget de l'État. Entre 1932 et 1936, l'exportation de métal porta sur 900 millions de yuan (au prix officiel chinois) et, de 1931 à 1938, sur près de 1 400 millions (Leavens, 1939, p. 303). Certaines indications font penser que, si une bonne part de cet argent venait de patri-moines privés, la moitié provenait peut-être des réserves monétaires détenues soit par le Gouvernement lui-même, soit par des banques d'État en contrepartie des dépôts et du papier-monnaie. En 1936, donc avant l'invasion japonaise mais alors que le Gouvernement nationaliste s'efforçait déjà désespérément d'accroître sa puissance militaire, la dette publique augmenta de 276 millions de yuan, dont une bonne partie servit à refinancer la dette arrivant à échéance (Rawski, 1989, p. 15 ; Brandt et Sargent, 1989, p. 43). Ainsi, le seul métal détenu directement par le Gouvernement aurait pu financer plusieurs de ces déficits annuels. De plus, avec l'existence de cet argent, la situation monétaire aurait été plus saine, et les prix plus stables, au moins pendant quelques temps. Les déficits causés par les dépenses militaires auraient été moins élevés et les possibilités d'endettement non inflationniste beaucoup plus grandes. Tout compte fait, on peut raisonnablement penser que le déclenchement de l'expansion monétaire inflationniste aurait pu être retardé d'une année, et

Unis n'avaient pas fait monter le prix de l'argent en dollars US, la Chine aurait abandonné l'étalon-argent plus tard — peut-être plusieurs années plus tard — qu'elle ne l'a fait et dans de meilleures conditions économiques et politiques. Le cours des événements à venir n'eut pas été le même. Il n'eut peut-être pas été possible d'empêcher l'hyperinflation qui a finalement eu lieu, mais au moins elle serait intervenue plus tard, donnant ainsi plus de temps au gouvernement nationaliste pour effacer les désastres de la guerre et repousser la menace communiste.

Après 1937, la politique de l'argent des États-Unis n'eut plus d'autres effets sur la Chine (bien que d'autres politiques américaines en aient eu, sans aucun doute). Les dégâts causés par une décision à courte vue prise par le Gouvernement des États-Unis pour complaire aux intérêts étroits et à court terme d'un groupe de pression, réduit mais politiquement puissant, étaient accomplis. Mais le choc en retour était encore à venir.

L'hyperinflation chinoise

À la suite de l'invasion de la Chine par le Japon, le Gouvernement nationaliste se lança dans une frénétique course aux armements, qui fut principalement financée par l'impression de monnaie de papier. L'émission de billets fut multipliée par près de 300 entre 1937 et 1945, soit en moyenne de 100 % par an : de 27 % de 1937 à 1938, jusqu'à 224 % pendant la dernière année de la guerre. Les prix montèrent encore plus vite, atteignant près de 1 600 fois leur niveau initial, soit une moyenne de plus de 150 % par an¹. Il est évident qu'il s'agit ici d'une inflation de grande ampleur.

peut-être de deux ans ou davantage.

On doit, bien sûr, prendre en compte le fait qu'une partie de l'argent exporté a servi à l'achat de biens et de services par le Gouvernement. Mais une grande partie — peut-être la principale — a facilité la constitution d'avoirs privés à l'étranger, qui ont remplacé des avoirs détenus jusque là dans le pays.

1 Les données sur l'émission des billets sont tirées de Yang (1985, p. 35) et, sur l'indice des prix de gros, de Huang (1948, p. 564). Je suis redevable à Liu Na de la traduction de chinois en anglais des titres et des légendes des tableaux figurant dans Yang.

Cependant, la hausse des prix « a été maintenue au-dessous d'une hyperinflation, grâce à l'aide accordée par les États-Unis au gouvernement du KMT, à l'entrée en guerre de l'Amérique dans le Pacifique, et à la forte diminution de l'afflux de réfugiés venant des régions occupées par le Japon. Dans les dernières semaines avant la victoire sur ce pays, les prix des matières premières baissèrent même fortement, dans l'espérance de la victoire alliée et de la reprise des importations de l'étranger » (Greenwood et Wood, 1977b, p. 32).

Des perspectives favorables semblèrent devoir se dessiner après la défaite japonaise. Une trêve fut conclue entre nationalistes et communistes. Mais « aucune des deux parties n'était vraiment intéressée à la constitution d'un front unique, car la lutte de chacune visait en réalité à s'assurer le contrôle du pays pour elle-même. Les combats entre elles devinrent plus sérieux et la guerre civile recommença vers la fin de 1947. ... guerre gigantesque s'étendant sur des milliers de kilomètres et impliquant des millions d'hommes de chaque côté... À la fin de 1947 les communistes occupaient le Hopei et le Shansi et, vers la fin de 1948, ils avaient remporté une victoire décisive dans les plaines du fleuve Hwai, près de Suchow. En janvier 1949 le commandant nationaliste, le général Tu Yu-ming, se rendit avec la plus grande partie des survivants de l'armée nationaliste... Chiang Kai-shek démissionna en février et s'enfuit à Taiwan avec ce qui restait (environ 3 millions d'onces) des réserves d'or » (Greenwood et Wood, 1977b, pp. 33, 44).

Il n'est pas douteux que l'excès de bureaucratie, la corruption, et une mauvaise gestion financière, qui entraînèrent l'effondrement du marché monétaire et une véritable hyperinflation, furent les principales causes de la défaite des nationalistes. Prenant une dernière mesure désespérée, « le 22 août 1948, Chiang Kai-shek annonça une réforme monétaire officielle... Par cette réforme était créé un "yuan d'or" ... Les prix étaient bloqués, et tous les avoirs privés en or, en argent et en devises étrangères devaient être cédés dans les trois mois » à des conditions équivalant à une véritable confiscation. Seul l'emploi de la force pouvait permettre l'application de cette mesure. Mais, agissant ainsi, « les autorités perdirent

le respect des rares personnes qui avaient conservé le sens du bien public » (Greenwood et Wood, 1977b, pp. 40–41). En revanche, le marché noir faisait rage, et le Gouvernement reconnut sa défaite. Pour toute cette période, si on relie l'époque du yuan d'or à celle de la monnaie qui l'a précédé, les prix dans le territoire contrôlé par les nationalistes étaient en avril 1949 — le pouvoir effectif avait déjà changé de mains — plus de 54 millions de fois plus élevés qu'en décembre 1946 ; cela représentait un rythme moyen de hausse de près de 90 % *par mois*, bien supérieur au rythme de 50 % par mois qui, selon Phillip Cagan dans son travail devenu classique sur l'hyperinflation, distingue celle-ci de l'inflation « ordinaire » (1956, p. 25).

L'hyperinflation n'a pas seulement aidé l'arrivée des communistes au pouvoir. Ceux-ci, la paix une fois revenue, ont su éliminer l'hyperinflation, et leur pouvoir s'est ainsi affermi (Greenwood et Wood, 1978).

Conclusion

Il n'est pas possible d'apprécier, avec quelque degré de certitude, dans quelle mesure le programme américain d'achat d'argent a facilité l'arrivée des communistes au pouvoir en Chine. Il est incontestable que l'inflation née de la guerre et, plus encore, l'hyperinflation d'après-guerre ont si profondément sapé la confiance dans le Gouvernement nationaliste que « l'arrivée des communistes au pouvoir en octobre 1949 n'a provoqué aucune hystérie collective dans les milieux d'affaires et financiers chinois ». Mais on ne peut guère attribuer — ni totalement ni même en grande partie — la responsabilité de cet état de choses aux effets lointains du programme d'achat d'argent. « L'opinion générale [quand les communistes accédèrent au pouvoir] était que rien ne pouvait être pire que l'incompétence et la corruption de l'ancien régime. » (Greenwood et Wood, 1978)

Avec ou sans le programme d'achat d'argent, la guerre contre le Japon et la guerre civile auraient engendré une inflation, et la corruption et l'incompétence auraient existé. Mais, sans le programme d'achat d'argent, les nationalistes auraient probablement

bénéficié d'une ou deux années de plus d'inflation modérée. L'existence d'un étalon-argent aurait constitué un frein à l'inflation, la possibilité de se procurer du métal en aurait été un autre, et l'absence d'une grave déflation préalable un troisième. Il n'est pas douteux qu'en définitive le même scénario aurait été écrit, mais il se serait étalé sur une plus longue durée. Les chances d'éviter une catastrophe auraient été un peu plus grandes... pour la Chine d'abord, et aussi pour les États-Unis.

Appendice au chapitre 7

Quelques interprétations différentes de l'abandon de l'argent

L'analyse dans les pages précédentes de cet épisode de l'histoire récente de la Chine est une version plus développée de ce que Anna Schwartz et moi-même avons écrit dans notre *Monetary History* (1963, pp. 489–491), et l'interprétation en est essentiellement la même. Cette interprétation a été, dans les dernières années, mise en question par Loren Brandt et Thomas Sargent, et par P.H.K. Chang, sur la foi de deux séries statistiques nouvelles.

Nous avons tenu pour acquis que l'exportation d'argent (notamment en 1934 et 1935) avait provoqué une diminution du stock monétaire de la Chine qui avait permis à la déflation des prix internationaux de s'étendre aux prix intérieurs chinois. Nous avons aussi considéré l'état de dépression de l'économie, dont parlent les observateurs contemporains, comme en grande partie une conséquence de la déflation monétaire.

Personne ne conteste que la hausse du cours de l'argent a provoqué une déflation sévère. La question qui se pose est : de quelle façon ? Et le relèvement du cours de l'argent a-t-il été vraiment, comme nous le prétendons, une catastrophe pour la Chine ; n'a-t-il pas au contraire été une aubaine ?

K.C. Yeh (1964) a donné des estimations du produit intérieur brut qui montrent que le revenu réel en Chine a nettement baissé de 1933 à 1934, principalement en raison de mauvaises récoltes, mais qu'en fait, entre 1932 et 1936, il n'a pas été particulièrement déprimé (voir Brandt et Sargent, 1989, tableau 5, p. 46). Selon des

estimations de la masse monétaire chinoise établies par Thomas Rawski (1989, pp. 312–400), une augmentation du volume des billets et des dépôts bancaires a plus que compensé la baisse du volume de métal en circulation résultant des exportations d'argent, de telle sorte que la quantité totale de monnaie a augmenté, non seulement avant, mais aussi après 1931 (voir Rawski, 1989, tableau C 16, p. 394). Telles quelles, ces deux séries d'estimations ne sont pas cohérentes avec la déflation monétaire que nous avons décrite.

Loren Brandt et Thomas Sargent (1989) considèrent ces nouvelles statistiques comme indiquant que, au cours de la période en question, a joué « en toute liberté » un étalon métallique dans lequel, grâce au prix réel plus élevé de l'argent, un stock physique de métal plus petit suffisait pour servir de base au même stock total de monnaie en valeur nominale. La déflation des prix, pensent-ils, a découlé de la « loi du prix unique », c'est-à-dire de l'arbitrage entre prix internationaux et prix internes, plutôt que de la contraction monétaire ; et les prix étaient suffisamment flexibles pour préserver l'économie réelle d'une déflation provoquée par la « loi du prix unique ». La hausse de la valeur de l'argent a simplement été une aubaine pour les possesseurs de métal, et pour concrétiser cette aubaine ils ont exporté la quantité d'argent qui n'était plus nécessaire comme base du stock de monnaie.

Ils concluent que « le programme américain d'achat d'argent n'a pas déclenché une suite d'événements économiques fâcheux qui ont abouti à obliger la Chine à abandonner l'argent pour un étalon fiduciaire. Il est certain que l'action des États-Unis a contribué à faire baisser le niveau des prix en Chine... Mais les faits ne dégagent aucune rupture majeure de l'activité économique réelle qui aurait découlé de la baisse des prix... Le système monétaire chinois a été détaché de l'argent par son gouvernement, qui voulait accroître sa part de [l'aubaine constituée par le prix plus élevé du métal] ... et qui peut-être aussi prévoyait que, dans les années à venir, il lui serait plus facile d'emprunter à de meilleures conditions s'il pouvait se prémunir contre la concurrence des banques

susceptibles d'offrir des titres de faible dénomination mais à haut rendement, sous la forme de billets convertibles en argent. » (p. 49)

Les données que nous possédons sur le commerce extérieur — et qui, incidemment, reposent sur des bases statistiques plus solides que les estimations de Yeh et de Rawski — vont nettement à l'encontre de cette interprétation, attrayante au plan théorique et qui fait largement appel à l'imagination. Si la déflation avait eu des effets réels négligeables, elle n'aurait pas dû produire d'effets sur les exportations ou les importations en termes réels, bien que les unes et les autres eussent dû baisser en termes nominaux. Au contraire, une expansion s'étant mise en train dans le reste du monde à partir de 1933, on pouvait s'attendre à une augmentation en termes réels des exportations et des importations. Ajoutons à cela l'effet de « l'aubaine » pour les détenteurs d'argent. L'augmentation non anticipée de leur richesse les inciterait à dépenser davantage en biens et services nationaux et étrangers. Ce supplément de dépenses en produits venant de l'extérieur augmenterait les importations réelles, et le supplément de dépenses en produits nationaux diminuerait les exportations réelles, la différence étant financée par la sortie de l'argent devenu inutile.

Ce qui s'est passé, en fait, est à l'opposé de cela. En valeur nominale, les exportations comme les importations ont baissé, mais les importations ont baissé beaucoup plus. En valeur réelle (calculée à l'aide d'un indice des prix de gros), les importations ont diminué chaque année de 1931 à 1935, et plus particulièrement entre 1933 et 1935, années de fortes exportations d'argent. Les exportations ont, en valeur réelle, augmenté de 1932 à 1933, grâce apparemment à la reprise à l'étranger et au niveau peu élevé des prix réels chinois. Elles baissèrent légèrement de 1933 à 1934 et remontèrent légèrement de 1934 à 1935 (d'après Chang, 1988, tableau 4, p. 103). Cette évolution est parfaitement cohérente avec notre vision d'une déflation monétaire, mais elle est à l'opposé de celle que requiert l'interprétation de Brandt et Sargent. Les importations réelles ont commencé à diminuer quand la Grande-Bretagne se détacha de l'or en 1931, elles ont diminué plus fortement quand ce fut le tour des États-Unis en 1933 et que débuta le programme

américain d'achat d'argent. Les exportations réelles, de leur côté, ont fluctué, en hausse et en baisse, en conséquence du niveau peu élevé des prix réels chinois : les prix intérieurs ne parvenaient pas à suivre totalement la variation des prix extérieurs exprimés en argent.

Quand on les étudie attentivement, aucune des nouvelles séries d'estimations ne contredit réellement l'interprétation monétaire. Autant Schwartz et moi-même que les observateurs contemporains avons peut-être surestimé les effets réels de la déflation nominale. « L'illusion monétaire » tend à engendrer une surestimation, comme l'a remarqué Alfred Marshall il y a longtemps. Dans notre *Monetary History* nous signalons qu'une surestimation de ce genre a été faite à propos de la dépression de 1873–1879 aux États-Unis. Je pense néanmoins qu'il est difficile de rejeter totalement l'opinion des observateurs contemporains en se fondant sur les statistiques nécessairement imparfaites et incomplètes dont Yeh s'est servi pour ses estimations¹. De plus, il est

1 On a déjà noté plusieurs exemples d'observations contemporaines de l'événement qui concernent l'effet de la baisse des prix sur l'économie (Salter, 1934 ; Young, 1971 ; Rogers cité par Young, 1971). Une autre observation, quelque peu postérieure à l'événement, se trouve dans T'ang (1936). Parlant de la période qui a suivi l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne en 1931, il écrit ceci : « La baisse des prix a beaucoup aggravé la situation : les revenus des agriculteurs et des industriels baissaient continuellement, alors que les intérêts des emprunts, les impôts, etc. demeuraient élevés, et que les loyers, les salaires, etc. baissaient plus lentement que les prix. La situation des travailleurs ayant un emploi régulier et des revenus fixes s'améliorait grâce à la baisse des prix, mais la crise avait jeté au chômage un grand nombre de salariés, ce qui annulait — et au-delà — les avantages dont bénéficiaient ceux dont la position était préservée. La situation économique s'aggravait régulièrement. » (p. 51)

Concernant la situation quelques années plus tard, T'ang écrivait ceci : « Les conséquences de la dépression sur l'industrie en 1932–1933 se traduisirent par une forte augmentation du chômage... En 1934, la situation s'aggrava encore. Au début, la baisse des prix avait touché les industriels et les agriculteurs possesseurs de leurs terres, alors que les ouvriers agricoles et les autres salariés bénéficiant d'un emploi tiraient avantage de la baisse du coût de la vie. Mais les salaires des ouvriers agricoles et de ceux de l'industrie s'abaissèrent à mesure que la situation économique s'aggravait, et la misère s'étendit de plus en plus. » (p. 60)

Un autre exemple d'observation contemporaine, publié cependant beaucoup plus tard, se trouve dans Young (1971, pp. 208–211, 220–223).

peu vraisemblable que les prix en Chine aient été suffisamment flexibles pour qu'une grave déflation n'ait qu'un effet négligeable sur les grandeurs réelles.

De même, on peut mettre en question le bien-fondé de la conclusion de Rawski selon laquelle la masse monétaire a augmenté malgré les exportations d'argent. Il calcule deux taux monétaires différents, contenant deux évaluations distinctes du stock d'argent monétaire. L'un et l'autre augmentent de 1931 à 1935 — de 23 % et de 20 % respectivement — grâce exclusivement à une forte progression des dépôts dans les « banques nationales modernes » et dans les « banques étrangères ». On peut parfaitement se demander si ces dépôts avaient un rapport avec l'activité non financière dans le pays. Les banques en question étaient concentrées à Shanghai et répondaient principalement aux besoins de transactions et de liquidités de la communauté financière, nationale et étrangère, de Shanghai. Les propres estimations de Rawski concernant le rapport entre la monnaie hors-banques et le total de la masse monétaire confirment l'absence de relations entre ces dépôts et l'activité non financière interne. La monnaie hors-banques est tombée de 47 % (ou 55 %) du total en 1931 à seulement 33 % (ou 41 %) en 1935. Les rapports enregistrés en 1931 sont même difficilement crédibles pour un pays aussi sous-développé que la Chine, et les chiffres de 1935, plus faibles, sont encore moins crédibles¹. Par contraste, dans toute la période allant de 1931 à 1935, la monnaie hors-banques a représenté près de 80 % des totaux excluant les dépôts dans les banques modernes et étrangères. Cela est beaucoup plus crédible compte tenu de l'état de développement économique et financier où se trouvait la Chine².

- 1 Aux États-Unis, ce n'est qu'après la guerre civile qu'un rapport aussi faible a été atteint ; à cette époque, le revenu réel par habitant aux États-Unis était environ dix fois plus élevé que le revenu réel estimé par habitant en Chine en 1933. Un rapport aussi faible n'a pas été atteint en France avant 1952 (Saint-Marc, 1983, pp. 38-39) !
- 2 Pour certains pays sous-développés, les chiffres pour 1988 (d'après le FMI) sont les suivants : Inde, 60 ; Syrie et Mexique, 62 ; Tchad, 65 ; Zaïre et Népal, 68 ; République arabe du Yémen, 74 ; République centrafricaine, 78.

Les totaux plus restreints, qui incluent le métal plus les billets plus les dépôts dans les banques indigènes, ont diminué respectivement de 11 % et de 9 % de 1931 à 1935, et de 13 % et 11 % entre 1933 et 1935, de sorte que la baisse la plus forte est intervenue après que les États-Unis aient abandonné l'or et mis en route leur programme d'achat d'argent¹. J'en conclus que la masse monétaire applicable aux activités non-financières internes a évolué comme Schwartz et moi l'avons dit.

Dans une analyse détaillée de la même période, P.H.K. Chang (1988) rejette également l'explication de Brandt et Sargent, pour des motifs différents mais liés aux nôtres : cette interprétation « n'explique pas l'accroissement soudain des exportations d'argent qui s'est produit en 1934 et 1935 ; ... le calendrier de la déflation chinoise ne correspond pas à l'évolution des exportations d'argent » (pp. 73–74). Chang rejette notre interprétation à la fois parce qu'il pense — à tort — qu'elle est contredite par les nouvelles estimations qu'utilisent Brandt et Sargent, et parce que « nous n'avons pas vu la véritable cause des sorties d'argent de Chine » (p. 69).

Il prétend que « la détermination de l'Amérique à soutenir les cours de l'argent, et la forte aversion de la Chine à l'égard des exportations d'argent [aversion que Chang juge très surestimée] et la déflation, annonçaient clairement une suspension prochaine de l'étalon-argent... ce qui incitait ceux qui, en Chine, détenaient de l'argent à tenter de l'exporter », aggravant ainsi les soucis du gouvernement et menant à un abandon de l'argent (p. 43).

L'explication donnée par Chang de l'évolution dans le temps des exportations d'argent semble convaincante. La réaction spéculative aux craintes que suscitait la décision américaine de relever le prix de l'argent a peut-être été l'élément qui a conduit le Gouvernement à interdire les exportations d'argent et, plus tard,

1 Il se peut que la baisse du total le plus faible soit surestimée, car Rawski ne tient pas compte d'une vraisemblable diminution de la réserve d'argent qui garantissait les billets. Mais, même compte tenu de cette diminution, l'accroissement de 1931 à 1935 est négligeable, et il subsiste une baisse de 3 % et de 2 % entre 1932 et 1935.

à établir un régime d'étalon fiduciaire. Les effets de la décision américaine que nous avons exposé dans *Monetary History* auraient conduit au même résultat, mais cela aurait peut-être pris davantage de temps.

Ces différences entre les diverses interprétations sont importantes pour bien comprendre les événements qui se sont déroulés en Chine entre 1931 et 1936. Mais il est utile de remarquer que les trois interprétations s'accordent sur les points suivants :

1) la hausse du prix de l'argent aux États-Unis a provoqué une forte déflation en Chine ;

2) de grandes quantités d'argent ont été exportées, à la fois officiellement et en contrebande après l'embargo sur les exportations ;

3) les observateurs contemporains ont constaté que la déflation s'accompagnait de graves difficultés économiques, soit par suite de l'illusion monétaire, soit parce que leur information de première main était plus fiable que les données statistiques produites ultérieurement, qui sont très agrégées, partielles, et inexactes ;

4) la déflation, qu'elle soit seulement nominale ou qu'elle s'accompagne de baisses des grandeurs réelles, a entraîné dans toute la population incertitude et mécontentement ;

5) ces phénomènes ont, par une voie ou par une autre, conduit la Chine à abandonner l'étalon-argent et à le remplacer par un étalon fiduciaire ;

6) la « réforme » monétaire a été à l'origine de règles institutionnelles qui ont contribué à l'hyperinflation.

Il en découle que les diverses interprétations des événements qui se sont déroulés entre 1932 et 1936 sont cohérentes avec la thèse selon laquelle à cause du programme américain d'achat d'argent, l'hyperinflation chinoise s'est déclenchée plus tôt, et a été plus grave, que ce n'eût été le cas si le prix de l'argent n'avait pas monté fortement. C'est ainsi que la conséquence finale du programme d'achat d'argent a été de participer au triomphe du communisme en Chine.

L'inflation : sa cause, comment la combattre

Il n'y a pas de moyen plus subtil et plus sûr de bouleverser la base actuelle de la société que de corrompre la circulation monétaire. Le procédé range toutes les forces cachées des lois économiques du côté de la destruction, et cela d'une façon que pas un homme sur un million ne peut prévoir.

(Keynes, « Les conséquences économiques de la paix », Paris, NRF, 1920, p. 190.)

L'hyperinflation chinoise offre un exemple frappant de ce qu'écrivait Keynes. Si le régime de Chiang Kai-shek avait pu éviter l'inflation, ou la maintenir dans des limites telles qu'un taux à un chiffre ou même deux chiffres bas, que ce soit par une meilleure gestion de ses finances ou grâce à une autre politique américaine de l'argent au cours de la décennie de 1930, il est probable que la Chine serait aujourd'hui une société totalement différente.

Les guerres et les révolutions ont été à l'origine de la plupart des hyperinflations. Elles sont, en Occident, apparues d'abord pendant la Révolution américaine avec sa monnaie « continentale », et pendant la Révolution française avec ses « assignats » : ce sont là deux monnaies de papier qui ont progressivement perdu presque toute leur valeur.

Les nombreuses inflations que l'on a connues auparavant n'ont jamais été des hyperinflations, pour une seule et simple raison. Tant que la monnaie fut faite de métal (qu'il s'agisse d'or, d'argent,

de cuivre, de fer ou d'étain), l'inflation ne pouvait venir que de nouvelles découvertes ou d'innovations technologiques qui diminuaient le coût de production, ou encore d'une altération de la monnaie (la substitution d'un métal « commun » à un métal « précieux »). Les découvertes de nouveaux gisements ou les innovations ne pouvaient entraîner que de modestes taux de croissance de la quantité de monnaie, mais rien de semblable aux taux d'inflation à deux chiffres *par mois* qui caractérisent les hyperinflation. Dans le cas d'une altération de la monnaie, quel que soit le caractère « commun » du métal utilisé, sa production avait un coût, et ce coût imposait une limite à la quantité de monnaie. Comme le fait remarquer Forrest Capie dans une étude passionnante (1986, p. 117), il a fallu à Rome un siècle pour que l'inflation — qui a contribué au déclin et à la chute de l'empire — fasse monter le niveau des prix « d'une base de 100 en l'an 200 av. J.-C. jusqu'à 5 000... en d'autres termes un taux composé de 3 à 4 % par an ». La limite était fixée par le prix relatif de l'argent, métal monétaire du début, et du cuivre, métal monétaire des dernières décennies. Les chiffres impliquent que le rapport de prix argent-cuivre était de l'ordre de 50 pour 1, ce qui est à peu près le rapport des prix de marché de 1960 (depuis lors, le prix de l'argent a beaucoup progressé relativement à celui du cuivre, et le rapport est aujourd'hui beaucoup plus élevé).

Les taux d'inflation auxquels nous sommes maintenant habitués — pour ne pas parler de l'hyperinflation — n'ont pu exister qu'avec l'usage généralisé de la monnaie de papier. Il est possible de multiplier à l'infini, à un coût négligeable, la masse monétaire nominale ; il suffit d'imprimer, sur les mêmes morceaux de papier, des nombres plus élevés.

La première « vraie monnaie circulante » dont on ait conservé la trace est, selon Yang Lien-sheng, l'auteur de *Money and Credit in China* — sous-titré *A Short History* et couvrant plus de deux millénaires —, « apparue dans le Szechuan... pendant la première partie du XI^e siècle » (1952, p. 52). Elle a subsisté durant plus d'un siècle, mais a fini par succomber à la tentation fatale d'un excès d'émission inflationniste, « principalement pour faire face à des

dépenses militaires », écrit Yang. Celui-ci décrit aussi plusieurs autres émissions de papier-monnaie au cours des cinq siècles suivants, dans différentes parties de la Chine et sous des dynasties diverses ; chacune a parcouru le même cycle : une période de stabilité dans les débuts, suivie d'un excès d'émission d'abord modéré, puis important, et pour finir l'abandon de cette monnaie. Il n'y a pas d'autres traces de fortes émissions de papier-monnaie en Chine avant le ^{xix}^e siècle.

Ce n'est qu'au ^{xviii}^e siècle que l'usage du papier-monnaie s'est répandu en Occident. Je pense que cela a commencé avec la « bulle du Mississippi » de John Law en 1719–1720 lorsque, comme l'écrit l'*Encyclopaedia Britannica* (1970) « l'excès d'émission des billets de banque a entraîné une inflation galopante qui a plus que doublé les prix des marchandises » (voir aussi Hamilton, 1936) ; nous avons ici une pâle préfiguration des hausses de prix se chiffrant par millions, milliards et même trillions des véritables hyperinflations qui ont suivi.

Jusqu'à ces dernières décennies, toutes les hyperinflations que je connais ont été causées par des guerres ou des révolutions. Mais ce n'est plus vrai aujourd'hui. La Bolivie, le Brésil, l'Argentine, Israël, ont tous connu des hyperinflations en temps de paix — des hyperinflations qui, au Brésil et en Argentine, continuent encore au moment où j'écris. Et il y en a probablement d'autres dont je n'ai pas connaissance. Il en est ainsi, comme nous le verrons, parce que la guerre et la révolution ne sont plus les seules, ni même les principales, raisons pour lesquelles les gouvernements ont recours à la planche à billets pour financer leurs activités.

Quelle que soit son origine immédiate, l'inflation est une maladie, maladie dangereuse et parfois fatale, une maladie qui, si elle n'est pas arrêtée à temps, peut détruire une société, comme elle l'a fait en Chine. Les hyperinflations qui ont eu lieu en Russie et en Allemagne après la Première Guerre mondiale ont préparé le terrain pour le communisme dans l'un de ces pays et pour le nazisme dans l'autre. Quand, au Brésil, l'inflation a atteint 100 % par an en 1954, elle a amené au pouvoir un gouvernement militaire. Des inflations plus extrêmes encore ont également porté au pouvoir

des gouvernements militaires au Chili et en Argentine, en précipitant la chute de Salvador Allende au Chili en 1973 et d'Isabel Perón en Argentine en 1976. Dans les années 1980, des inflations répétées au Brésil et en Argentine ont suscité des « réformes » répétées qui n'ont pas réussi, des changements de gouvernement, des fuites de capitaux, et une instabilité économique accrue.

Aucun gouvernement n'accepte volontiers la responsabilité d'une inflation, même modérée, et encore moins celle d'une hyperinflation. Les responsables gouvernementaux trouvent toujours une excuse : hommes d'affaires cupides, syndicats trop exigeants, consommateurs qui dépensent trop, dirigeants arabes, mauvais temps, ou quoi que ce soit qui paraisse à peu près plausible. Il n'est pas douteux que les hommes d'affaires sont âpres au gain, que les syndicats demandent toujours plus, que les consommateurs dépensent trop, que les dirigeants arabes ont relevé le prix du pétrole, et que le temps est souvent mauvais. L'une ou l'autre de ces causes peut entraîner la hausse de certains prix en particulier, mais aucune ne peut relever le prix de tous les biens en général. Elles peuvent provoquer des hausses et des baisses temporaires du rythme de l'inflation, mais elles ne peuvent pas conduire à une inflation continue, pour une raison très simple : aucun de ces soi-disant coupables ne possède de machine à imprimer qui lui permette de produire légalement ces morceaux de papier que nous avons en poche et que nous appelons monnaie ; aucun ne peut légalement autoriser un comptable à inscrire dans ses registres des écritures qui soient l'équivalent de ces morceaux de papier.

L'inflation n'est pas un phénomène propre au capitalisme. La Yougoslavie, pays communiste, a connu un taux d'inflation parmi les plus rapides en Europe ; et la Suisse, bastion du capitalisme, un des plus faibles. L'inflation n'est pas non plus propre aux régimes communistes. La Chine sous Mao a eu une inflation faible ; en Union soviétique, l'inflation est longtemps restée modérée, mais elle progresse rapidement aujourd'hui (1991) ; l'Italie, la Grande-Bretagne, le Japon, les États-Unis — tous en grande partie capitalistes — ont connu, principalement dans la décennie de 1970, des

inflations assez fortes. Dans le monde moderne, l'inflation naît de la planche à billets.

Reconnaître qu'une inflation grave est toujours et partout un phénomène monétaire n'est que le prélude à une bonne intelligence de la cause de l'inflation et du remède à utiliser. Il y a des questions plus fondamentales : pourquoi les gouvernements augmentent-ils trop rapidement la quantité de monnaie ? Pourquoi font-ils de l'inflation alors qu'ils savent qu'elle peut être néfaste ?

La cause immédiate de l'inflation

Avant d'aborder ces questions, il est utile de s'arrêter un peu sur cette affirmation selon laquelle l'inflation est un phénomène monétaire. Bien que cette affirmation soit importante, et qu'elle ait été amplement illustrée dans l'histoire, elle est encore souvent récusée, notamment en raison du rideau de fumée derrière lequel les gouvernements s'efforcent de cacher leur propre responsabilité.

Si la quantité de biens et de services disponibles à l'achat — en bref, la production — augmente au même rythme que la quantité de monnaie, les prix tendent à rester stables. Ils peuvent même baisser lentement, car la hausse des revenus incite le public à souhaiter détenir sous forme de monnaie une plus large fraction de son patrimoine. L'inflation survient quand la quantité de monnaie augmente nettement plus vite que la production, et plus la hausse de la quantité de monnaie par unité de produit est rapide, plus le rythme de l'inflation est élevé. Il n'y a probablement aucune autre affirmation en économie qui soit aussi sûrement établie que celle-là.

La production est limitée par les ressources physiques et humaines qui sont disponibles, ainsi que par le niveau des connaissances et la capacité à utiliser ces ressources. Dans le meilleur des cas, la production ne peut augmenter qu'assez lentement. Elle n'a, au cours des cent dernières années, augmenté aux États-Unis que d'environ 3 % par an. Au Japon, même dans les meilleures années de la croissance d'après-guerre, la production n'a jamais augmenté de beaucoup plus de 10 % par an. Quand la monnaie est constituée par un bien quelconque, sa quantité est, de la même façon,

soumise à des limites physiques, quoiqu'elle ait parfois augmenté plus rapidement que la production des autres biens : ce fut le cas lors de l'afflux de métaux précieux du Nouveau Monde aux ^{xvi}^e et ^{xvii}^e siècles, et de l'afflux d'or au ^{xix}^e. Les formes modernes de la monnaie — papier et écritures comptables — ne sont soumises à aucune de ces limitations physiques.

Pendant l'hyperinflation que connut l'Allemagne après la Première Guerre mondiale, la quantité de monnaie utilisée dans les transactions courantes a augmenté au rythme *moyen* de 300 % *par mois* pendant plus d'un an ; les prix augmentèrent au même rythme. En Hongrie, pendant l'hyperinflation qui a suivi la Seconde Guerre mondiale, la monnaie utilisée dans les transactions quotidiennes a augmenté au rythme *moyen* de plus de 12 000 % *par mois* pendant un an, et les prix au rythme encore plus élevé de près de 20 000 % *par mois* (voir Cagan, 1956, p. 26).

Aux États-Unis, pendant l'inflation modérée qui a sévi entre 1969 et 1979, la quantité de monnaie a augmenté au rythme moyen de 9 % par an, et les prix au rythme moyen de 7 % par an. La différence de 2 points est le reflet du taux de croissance moyen — 2,8 % — de la production pendant cette décennie.

Comme le montrent ces exemples, les mouvements de la quantité de monnaie tendent à être beaucoup plus amples que ceux de la production ; cela justifie que nous parlions de l'inflation comme d'un phénomène *monétaire*, sans nous référer à ce qui advient de la production. Ces exemples montrent aussi que la quantité de monnaie ne croît pas rigoureusement au même rythme que l'inflation. Mais je ne connais aucun exemple historique d'une inflation sérieuse quelque peu durable qui n'ait été accompagnée d'une croissance rapide, à un rythme à peu près correspondant, de la quantité de monnaie ; et je ne connais aucun exemple d'augmentation rapide de la quantité de monnaie qui n'ait été accompagnée d'une inflation sérieuse à un rythme à peu près correspondant.

Quelques graphiques (figures 1 à 5) montrent l'universalité de cette relation. Dans chacun d'eux, la ligne pleine représente la quantité de monnaie par unité de produit chaque année dans le pays concerné. La ligne en pointillés représente un indice de prix,

soit un déflateur du PNB, soit un indice de prix à la consommation¹. Pour rendre les deux séries de chiffres comparables, l'une et l'autre ont été exprimées en pourcentage des valeurs moyennes pour l'ensemble de la période. Par ailleurs, l'échelle verticale est logarithmique, et des distances égales indiquent donc des variations en pourcentage égales. La raison en est évidente : ce qui importe à propos des prix est leur variation en pourcentage et non en valeur absolue. Une hausse de prix de 1 dollar est beaucoup plus importante sur un produit dont le prix initial est 1 dollar que si ce prix est 100 dollars ; pour connaître une variation comparable, le prix du produit à 100 dollars devrait atteindre 200 dollars, c'est-à-dire doubler. Les échelles des différents graphiques ne sont pas identiques, mais elles sont comparables, en ce sens que la même pente correspond au même taux d'inflation².

Dans chaque graphique, le niveau moyen est nécessairement le même pour les deux courbes mais, arithmétiquement parlant, rien n'oblige chacune d'elles à se trouver au même niveau en une année donnée, ni à connaître la même évolution dans le temps. Une courbe peut, par exemple, s'élever et l'autre s'abaisser, d'une extrémité à l'autre de la période. Néanmoins, dans chaque graphique, pour des pays et des périodes différents et dans des contextes politiques et économiques très divers, les deux courbes, quoique non identiques, s'éloignent rarement beaucoup l'une de

1 Pour les États-Unis et la Grande-Bretagne, l'indice de prix est le déflateur implicite utilisé pour le calcul du revenu national réel ; pour l'Allemagne, le Japon et le Brésil, c'est l'indice des prix à la consommation. Pour tous les pays sauf le Brésil, la masse monétaire est définie comme l'équivalent du total désigné par M2 aux États-Unis ; pour le Brésil, elle est la contrepartie de M1 aux États-Unis, car c'est le seul total pour lequel des chiffres soient disponibles jusqu'en 1989. Pour les États-Unis et la Grande-Bretagne, la production est le revenu national réel ; pour les autres pays, c'est le produit national brut réel. Pour les États-Unis et la Grande-Bretagne, les chiffres sont extraits de Friedman et Schwartz (1982, tableaux 4.8 et 4.9) et, après 1975, extrapolés d'après les données officielles. Pour les autres pays, les chiffres proviennent de divers numéros de *Statistiques Financières Internationales* publiées chaque année par le FMI et, pour le Brésil, elles proviennent également du rapport annuel pour 1989 de la Banque centrale du Brésil.

2 Pour obtenir ce résultat, le rapport entre l'échelle verticale et l'échelle horizontale est le même dans tous les graphiques.

l'autre et ont, à l'évidence, la même allure. Il est difficile de voir là une simple coïncidence.

Les figures 1 et 2, pour les États-Unis et la Grande-Bretagne, couvrent un siècle entier, afin de montrer combien persiste la relation entre les deux courbes en dépit d'une grande diversité des circonstances (On a vu avec plus de détails, dans le chapitre 3, la première partie de cette période.)

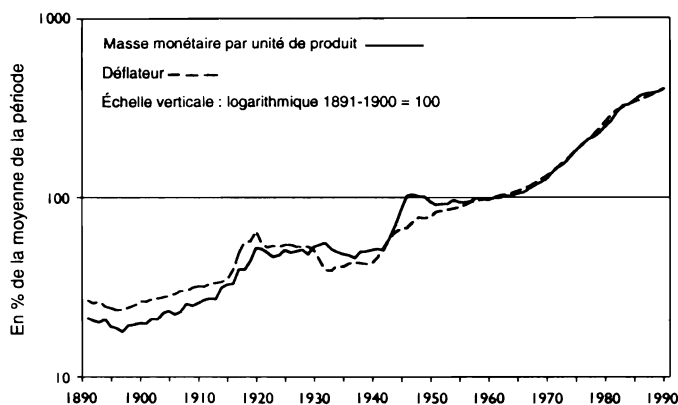


Figure 1

Un siècle de monnaie et de prix aux États-Unis, 1891-1990

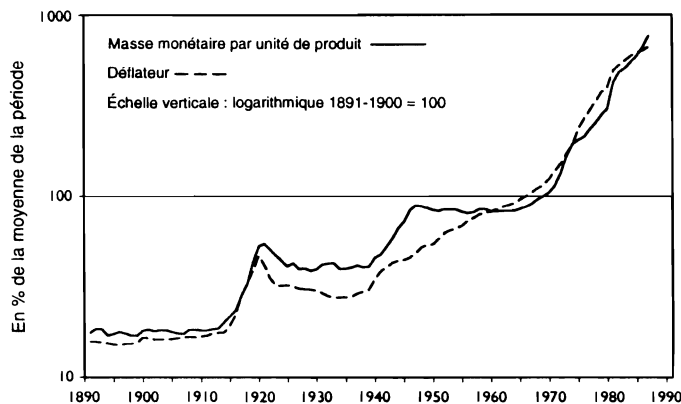


Figure 2

Un siècle de monnaie et de prix en Grande-Bretagne, 1891-1990

Ces deux pays étaient, jusqu'en 1931, dans un régime d'étalon-or (sauf la Grande-Bretagne de 1915 à 1925), et liés entre eux par un taux de change fixe, ce qui explique pourquoi les deux courbes montrent des évolutions tellement semblables jusqu'à la Seconde Guerre mondiale. Dans les deux pays également, les deux guerres mondiales se distinguent nettement : la croissance monétaire est rapide. Mais il y a une différence intéressante d'une guerre à l'autre : pendant la première, la hausse des prix est à peu près parallèle à celle de la quantité de monnaie ; pendant la seconde, elle est plus lente qu'elle, s'en écarte davantage, et ne rejoint pas la hausse de la quantité de monnaie avant la fin des années 50. Mais cette différence est, pour partie, une illusion statistique ; durant la Seconde Guerre mondiale, la hausse des prix a été freinée et étalée dans le temps par un recours beaucoup plus marqué au contrôle des prix et au rationnement.

Les prix ont été relativement stables avant la Première Guerre mondiale et entre les deux guerres, à l'exception d'une forte baisse aux États-Unis pendant la Grande Dépression. La période qui a suivi la Seconde Guerre mondiale est très différente : le rythme de la hausse des prix, en temps de paix, a égalé ou même dépassé ce que l'on avait constaté pendant la guerre. En outre, les courbes de la quantité de monnaie et des prix sont beaucoup plus proches l'une de l'autre après la guerre qu'avant (peut-être tout simplement parce que les statistiques sont devenues plus exactes).

En fin de compte, les prix aux États-Unis étaient, en 1990, quinze fois plus élevés qu'ils ne l'étaient en 1891 ; en Grande-Bretagne, cinquante fois. Cette divergence entre les deux pays s'est manifestée principalement pendant et après la Seconde Guerre mondiale, alors que le lien constitué par l'étalon-or — et qui, en quelque sorte, soudait entre eux les prix des deux pays — avait disparu. Pendant la première moitié du siècle (1891–1940), le rythme de l'inflation a été en moyenne de moins de 1 % par an aux États-Unis, de 1,6 % en Grande-Bretagne. Pendant la seconde moitié, il a quadruplé dans l'un et l'autre pays : en moyenne 4 % aux États-Unis, et 6,4 % en Grande-Bretagne.

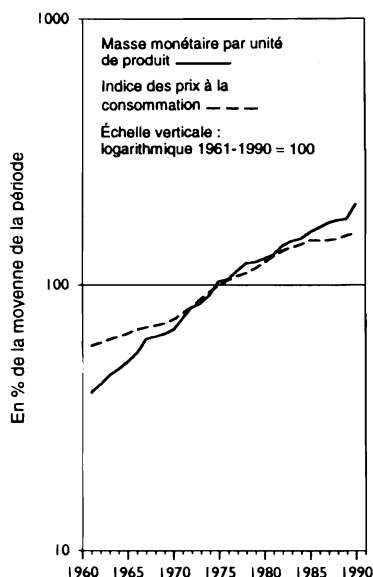


Figure 3

*Trois décennies de monnaie et de prix en Allemagne,
1961-1990*

Les graphiques concernant l'Allemagne et le Japon (figures 3 et 4) couvrent une période plus courte : 1961 à 1990. Dans ces deux pays, la quantité de monnaie a augmenté plus vite que les prix : en Allemagne, 4,8 % par an pour la monnaie contre 2,7 % pour les prix ; au Japon, 7 % pour la monnaie contre 5,7 % pour les prix. Dans les deux pays, la croissance rapide de la production et des activités financières a provoqué une plus forte demande d'encaisses monétaires réelles par unité de produit (une réduction de la vitesse de circulation de la monnaie). Le même phénomène s'était produit antérieurement aux États-Unis, comme le montre la figure 1. Bien que l'on considère à juste titre le Japon et l'Allemagne comme des pays où l'inflation est relativement faible, elle a été nettement plus élevée qu'elle ne l'avait été avant la Seconde Guerre mondiale dans les pays à régime d'étalon-or.

Le graphique concernant le Brésil (figure 5) couvre une période encore plus courte, le quart de siècle allant de 1965 à 1989, à cause du

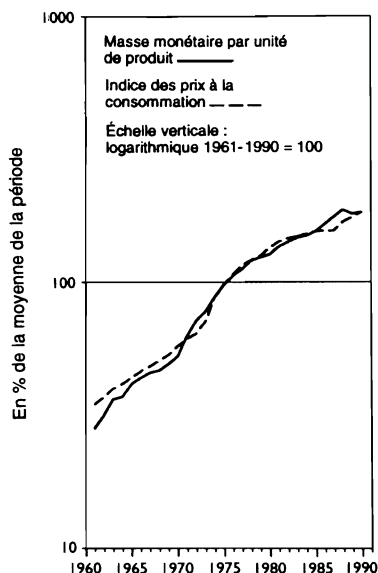


Figure 4

*Trois décennies de monnaie et de prix au Japon,
1961-1990*

manque de données. Il décrit l'histoire d'une hyperinflation : en fin de période le niveau des prix était d'environ 6 millions de fois plus élevé que celui du début, ce qui représente un rythme moyen d'inflation de 86,5 % par an. L'effet des intérêts composés est décidément puissant ! Comme le montre le graphique, l'inflation s'est accélérée pendant la période étudiée : dans les dernières années, son rythme mensuel était plus élevé que le rythme annuel moyen de l'ensemble de la période. Et ce n'est peut-être pas encore fini. Nous n'avons pas de chiffres pour la quantité de monnaie et pour la production en 1990, mais d'après une estimation les prix auraient été multipliés par 30 entre 1989 et 1990. Jusqu'à présent, de nombreuses « réformes » monétaires (ou soi-disant telles), destinées à mettre fin à l'hyperinflation, ont toutes finalement échoué. Cependant, un jour ou l'autre, l'une d'elles réussira. Aucun pays ne peut continuer à vivre au rythme de l'hyperinflation brésilienne sans en venir à abandonner sa monnaie nationale et à lui en substituer une autre.

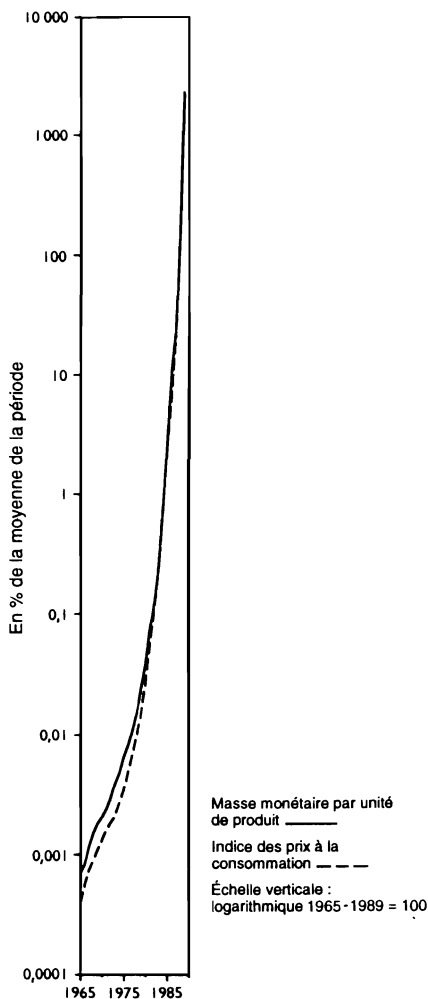


Figure 5

Vingt-cinq ans d'inflation au Brésil, 1965-1989

Comme le montrent ces divers graphiques, la quantité de monnaie et les prix évoluent manifestement ensemble. Mais la question reste posée : lequel entraîne l'autre ? Les prix montent-ils parce que la quantité de monnaie s'accroît, ou le contraire ? L'histoire montre abondamment quelle est la cause et quel est l'effet.

Un exemple très net est fourni par la guerre civile américaine. Le Sud a, en grande partie, financé la guerre par la planche à billets, entraînant ainsi une inflation qui a été en moyenne de 10 % par mois entre octobre 1861 et mars 1864. Pour tenter de juguler cette inflation, la Confédération vota une réforme monétaire : « En mai 1864, la réforme monétaire entra en application, et le stock de monnaie diminua. L'indice général des prix s'abaissa très fortement... malgré les armées de l'Union qui avançaient, la défaite militaire prochaine, la diminution des échanges avec l'étranger, la désorganisation du gouvernement, et le mauvais moral de l'armée confédérée. La diminution de la masse monétaire eut plus d'effet sur les prix que toutes ces puissantes causes. » (Lerner, 1956, p. 172) Des exemples de ce genre sont nombreux. Dans les grandes inflations, la monnaie est la cause (ou la cause immédiate), et la hausse des prix est l'effet.

Les graphiques et cette conclusion permettent d'écarter beaucoup d'explications courantes de l'inflation. Les syndicats de salariés sont un bouc émissaire commode. On les accuse d'utiliser leur pouvoir monopolistique pour faire monter les salaires, ce qui entraîne un relèvement des coûts, et par là des prix. Dans ce cas, comment se fait-il que les graphiques concernant le Japon — où les syndicats ont peu de poids — et le Brésil — où ils n'existent qu'avec l'accord du gouvernement et sous son contrôle strict — montrent la même relation entre les prix et la quantité de monnaie que les graphiques relatifs à la Grande-Bretagne — où les syndicats sont plus puissants que partout ailleurs — et à l'Allemagne et aux États-Unis — où les syndicats ont un grand pouvoir ? Les syndicats peuvent être utiles à leurs membres, ils peuvent aussi faire beaucoup de mal à ceux qui n'en sont pas en limitant leurs possibilités d'emploi, mais ils ne provoquent pas l'inflation. Ces hausses de salaires supérieures aux gains de productivité sont un effet de l'inflation et non sa cause.

De la même manière, les chefs d'entreprise ne sont pas à l'origine de l'inflation. Ils ne sont certainement pas plus âpres au gain dans les pays qui ont connu une forte inflation que dans ceux où elle a été faible, ni plus dans une période donnée que dans une autre. Comment l'inflation peut-elle alors être tellement plus forte

en certains endroits et à certaines époques que dans d'autres endroits et en d'autres temps ?

Une autre explication de l'inflation, souvent avancée en particulier par les responsables gouvernementaux qui cherchent à en faire porter à d'autres la responsabilité, est qu'elle est importée de l'étranger. Cette explication était souvent juste quand les monnaies des grands pays étaient liées entre elles par un étalon-or, comme nous l'avons vu au chapitre 3. L'inflation était alors un phénomène international car beaucoup de pays utilisaient comme monnaie le même bien, et tout ce qui faisait croître plus rapidement la quantité de ce bien (de cette monnaie) les affectait tous. Mais il est évident que cette explication ne vaut plus pour les années récentes. Si c'était le cas, comment les différents pays pourraient-ils connaître des taux d'inflation si dissemblables ? Au début de la décennie de 1970, le Japon et la Grande-Bretagne ont connu des inflations de 30 % par an ou davantage, alors que l'inflation était d'environ 10 % aux États-Unis et de moins de 5 % en Allemagne. Elle est un phénomène mondial en ce sens qu'elle survient dans de nombreux pays simultanément, de même que les dépenses publiques élevées et les lourds déficits budgétaires sont des phénomènes mondiaux. Mais elle n'en est pas un au sens où chaque pays considéré isolément n'aurait pas le pouvoir de maîtriser sa propre inflation, de même que les dépenses publiques élevées et les lourds déficits budgétaires ne naissent pas de causes qui échapperaient au contrôle de chaque pays.

Une faible productivité est une autre explication de l'inflation couramment admise. Considérons cependant le Brésil. Pendant les décennies de 1960 et 1970, ce pays a connu un des taux de croissance de la production les plus rapides au monde, en même temps que l'un des taux d'inflation les plus élevés. Rien n'est plus important pour la prospérité à long terme d'un pays que d'améliorer sa productivité. Si celle-ci augmente de 3,5 % par an, la production double en vingt ans ; si la production augmente au rythme annuel de 5 %, la production double en quatorze ans ; cela fait une grande différence. Mais la productivité joue un rôle secondaire dans le processus de l'inflation ; c'est la monnaie qui occupe le devant de la scène.

Que dire des dirigeants arabes et de l'OPEP ? Ils ont fait peser de lourdes charges sur une bonne partie du monde. La forte hausse du prix du pétrole dans les années 70 a réduit la quantité de biens et de services à la disposition du public, parce que chaque pays devait exporter davantage pour payer son pétrole. Cette réduction de la production disponible a fait monter le niveau des prix. Mais cela s'est fait une fois pour toutes, et n'a pas eu de conséquence persistante sur le rythme de l'inflation. Durant les cinq années qui ont suivi le choc pétrolier de 1973, l'inflation a diminué en Allemagne et au Japon, en Allemagne elle est passée d'environ 7 % par an à moins de 5 %, et au Japon de plus de 30 % par an à moins de 5 %. Aux États-Unis, l'inflation a atteint un maximum d'environ 12 % un an après le choc pétrolier, pour redescendre à 5 % en 1976 et remonter à plus de 13 % en 1979. Comment expliquer ces évolutions très différentes par un choc pétrolier qui s'est imposé à tous les pays ? L'Allemagne et le Japon importent la totalité de leur pétrole, et ces deux pays ont cependant réussi à réduire leur inflation mieux que les États-Unis, qui n'importent que la moitié de leur pétrole, ou que la Grande-Bretagne, qui est devenu un important producteur.

Nous revenons à notre proposition fondamentale. L'inflation est essentiellement un *phénomène monétaire* provoqué par un accroissement plus rapide de la quantité de monnaie que de la production. L'évolution de la quantité de monnaie est le partenaire principal, celle de la production un partenaire moins important. De nombreux événements peuvent entraîner des fluctuations temporaires du rythme de l'inflation, mais ils ne peuvent avoir d'effets durables que dans la mesure où ils affectent le taux de croissance de la quantité de monnaie.

Pour quelles raisons la croissance monétaire peut-elle être excessive ?

L'affirmation selon laquelle l'inflation est un phénomène monétaire est importante, mais elle n'est qu'un début de réponse à la question de savoir quelle est la cause de l'inflation et quel remède y apporter. Elle est importante parce qu'elle oriente la recherche des

causes fondamentales et qu'elle limite la nature des remèdes possibles. Mais elle n'est que le début d'une réponse car la vraie question est de savoir pour quelles raisons peut survenir une croissance monétaire excessive.

Quelles qu'aient pu être les causes qui jouaient quand les monnaies étaient liées à l'argent ou à l'or, avec les monnaies de papier d'aujourd'hui ce sont les gouvernements, et eux seuls, qui peuvent être à l'origine d'une croissance monétaire excessive, donc de l'inflation.

Aux États-Unis, l'accélération de la croissance monétaire entre le milieu de la décennie de 1960 et la fin des années 70 — c'est la période d'accélération de l'inflation la plus récente — a eu trois causes liées entre elles : en premier lieu, l'augmentation rapide des dépenses publiques, puis la politique de plein emploi du gouvernement, et enfin une politique erronée menée par le Système de réserve fédérale.

L'augmentation des dépenses publiques ne conduira pas à une croissance monétaire plus rapide et à l'inflation *si* les dépenses supplémentaires sont financées soit par l'impôt, soit par emprunts dans le public. Dans les deux cas, le Gouvernement a davantage à dépenser, et le public moins. Mais l'impôt est politiquement impopulaire. Chacun apprécie une augmentation des dépenses publiques, mais personne n'aime celle des impôts. Les emprunts du gouvernement sont aussi politiquement impopulaires, car l'opinion publique s'élève contre la croissance de l'endettement de l'État et contre l'utilisation de l'épargne privée pour financer le déficit budgétaire au détriment de l'investissement.

La seule autre façon de financer une augmentation des dépenses publiques est d'accroître la quantité de monnaie. Aux États-Unis, cela peut se faire par la vente par le Trésor — représentant la puissance publique — d'obligations émises par lui, au Système de réserve fédérale, autre émanation de la puissance publique¹. La Réserve fédérale paie ces obligations soit en imprimant

1 La nature juridique réelle du Système de réserve fédérale (organisme officiel ou entreprise privée ?) est confuse. Cette confusion a suscité l'apparition de

de nouveaux billets, soit en créditant le compte du Trésor sur ses livres. Le Trésor peut alors payer les dépenses du gouvernement, soit en espèces, soit au moyen de chèques tirés sur son compte au Fed. Quand cette nouvelle monnaie centrale est déposée dans les banques commerciales, elle constitue pour celles-ci une réserve (un actif) et la base d'une expansion beaucoup plus importante de la quantité de monnaie.

Il existe une limite légale au montant d'obligations que le Trésor peut vendre directement au Fed, mais cette limite est facilement tournée : le Trésor émet des obligations dans le public, et le Fed les achète au public. Le résultat est le même que celui d'une vente directe, à l'exception de la commission prélevée par les intermédiaires (c'est leur rémunération pour servir de rideau de fumée).

Le financement des dépenses publiques par un accroissement de la quantité de monnaie est souvent la méthode politiquement la plus attrayante, tant pour le président que pour les membres du

toute une littérature plus ou moins extravagante.

Le Conseil des gouverneurs du système de réserve fédérale compte sept membres, tous nommés par le président avec l'aide et l'avis du Sénat. Il est clair que c'est un organisme officiel de l'État.

La confusion provient de ce que les douze Banques de réserve fédérale sont des sociétés à charte fédérale, ayant chacune des actionnaires, des administrateurs, et un directeur général. Les actionnaires sont, dans chaque district, les banques membres, qui élisent six des neuf administrateurs. Les trois autres administrateurs sont désignés par le Conseil des gouverneurs. Chaque banque membre doit acquérir des actions de la Banque de réserve fédérale pour un montant égal à 3 % de ses fonds propres. Les Banques de réserve fédérale sont donc juridiquement des sociétés privées.

Mais les dividendes qu'elles distribuent ne peuvent dépasser 6 %. Tout bénéfice net supplémentaire est versé au Trésor (cela a représenté près de 20 milliards de dollars en 1989). Leur conseil d'administration désigne leurs dirigeants, mais le Conseil des gouverneurs a sur ce point un droit de veto et, en fait, joue souvent le rôle principal dans la désignation des directeurs généraux. Enfin, le Comité de l'Open Market qui, après le Conseil des gouverneurs, est l'organe le plus important en matière de politique monétaire, est composé des sept gouverneurs et des douze directeurs généraux des Banques de réserve. Mais cinq seulement de ceux-ci ont, par roulement, droit de vote, de sorte que le Conseil des gouverneurs a statutairement la majorité.

En résumé, ce système est bien, dans la pratique, un organisme d'état, malgré l'écran de fumée que constitue le statut juridique de droit privé des banques de district.

Congrès. Tous peuvent augmenter les dépenses publiques et accorder des « petites faveurs » à leurs partisans ou à leurs électeurs, sans avoir à proposer et à voter de nouveaux impôts et à lancer des emprunts dans le public.

La croissance de la quantité de monnaie a résulté aussi, aux États-Unis, de la recherche du plein emploi. Cet objectif, comme tant d'autres programmes officiels, est digne d'admiration, mais les résultats ne le sont pas. Le plein emploi est un concept beaucoup plus complexe et plus ambigu qu'il n'apparaît au premier abord.

De plus, il existe une asymétrie qui introduit un biais dans toute politique officielle visant un objectif de plein emploi exagérément ambitieux. Toute mesure présentée comme devant créer des emplois est politiquement attrayante, et toute mesure pouvant être présentée comme devant accroître le chômage est mauvaise sur le plan politique.

La relation entre l'emploi et l'inflation a deux aspects : en premier lieu, la dépense publique peut être présentée comme créant des emplois, et l'impôt comme créant du chômage parce qu'il réduit la dépense du secteur privé. De ce fait, lorsqu'il pratique une politique de plein emploi le Gouvernement est poussé à accroître ses dépenses sans relever les impôts, ou même en les abaissant, et à financer le déficit qui peut en découler par l'augmentation de la quantité de monnaie. En second lieu, le Système de réserve fédérale peut augmenter la quantité de monnaie autrement que pour financer la dépense publique. Il peut le faire en achetant des obligations du Trésor existantes, qu'il paie avec de la monnaie centrale nouvelle. Ce procédé permet aux banques d'accroître le volume de leurs prêts au secteur privé, dont on peut dire qu'ils sont créateurs d'emplois. L'inclination à favoriser le plein emploi introduit donc dans la politique monétaire du Fed le même biais inflationniste que dans la politique budgétaire du gouvernement.

Ces politiques ne sont pas parvenues à assurer le plein emploi, mais elles ont produit l'inflation. Comme l'a courageusement dit le Premier ministre britannique James Callaghan en septembre

1976, s'adressant à une conférence du parti travailliste, « Nous pensions pouvoir sortir d'une recession en augmentant les dépenses, et augmenter l'emploi en diminuant les impôts et en relevant les dépenses de l'État. Je vous déclare en toute franchise que cette option n'existe plus et que, dans la mesure où elle a vraiment existé, elle n'a fait qu'injecter dans l'économie davantage d'inflation suivie par une recrudescence du chômage. Voilà l'histoire des vingt dernières années. »

La troisième cause de l'accroissement de la quantité de monnaie aux États-Unis a été une politique erronée du Système de réserve fédérale. Celui-ci a le pouvoir de contrôler la quantité de monnaie, et s'y déclare résolu. Mais il se comporte un peu comme Demetrius dans « Le songe d'une nuit d'été » de Shakespeare, qui fuit Hélène qui l'aime pour poursuivre Hermia qui en aime un autre. Le Fed a donné son cœur, non pas à la maîtrise de la quantité de monnaie — ce qui est en son pouvoir — mais à celle des taux d'intérêt — ce qu'il ne peut pas faire. Le résultat a été un échec sur les deux tableaux : de larges fluctuations aussi bien de la quantité de monnaie que des taux d'intérêt. Ces fluctuations, elles aussi, ont été affectées d'un biais inflationniste. N'ayant pas oublié la faute désastreuse commise entre 1929 et 1933, lorsqu'il a laissé la quantité de monnaie diminuer d'un tiers — ce qui a transformé une recession sévère en une dépression désastreuse — le Fed a été beaucoup plus empressé à limiter tout mouvement de baisse du taux de croissance de la quantité de monnaie qu'il ne l'a été à corriger les mouvements de hausse.

Les milieux financiers, eux aussi, croient que le Fed peut maîtriser les taux d'intérêt, et cette opinion s'est répandue dans le Trésor et au Congrès. C'est pourquoi on voit, à chaque recession, le Trésor, la Maison-Blanche, le Congrès et Wall Street demander au Fed de « faire baisser les taux d'intérêt ». Par contre, en période d'expansion, nul ne demande au Fed de relever les taux.

La conséquence ultime de tout ceci — accroissement des dépenses publiques, politique de plein emploi, et obsession du Fed en matière de taux d'intérêt — a été un mouvement de la masse monétaire ascendante depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale

— quoi qu'il se soit peut-être un peu apaisé dans la décennie de 1980 (nous étudierons au chapitre 10 quelques motifs d'optimisme). L'inflation a progressé puis s'est ralentie. Jusqu'en 1980, chaque progression a porté l'inflation à un niveau plus élevé que le maximum précédent. Chaque ralentissement a laissé l'inflation au-dessus du minimum antérieur. Pendant toute cette période, les dépenses publiques ont augmenté par rapport au revenu national, de même que les impôts collectés par le Gouvernement ; mais ceux-ci ont augmenté moins vite que les dépenses et, de ce fait, le déficit aussi a augmenté par rapport au revenu.

Cette évolution n'est propre ni aux États-Unis ni aux dernières décennies. Depuis un temps immémorial les souverains, qu'ils soient rois, empereurs, ou parlements, ont été tentés de recourir à l'augmentation de la quantité de monnaie pour se procurer les ressources nécessaires à la guerre, à la construction de monuments, ou à toutes autres ambitions. Ils ont souvent succombé à la tentation et, à chaque fois, l'inflation n'a pas tardé à se manifester.

Les avantages de l'inflation pour un gouvernement

Le financement des dépenses publiques par l'accroissement de la quantité de monnaie ressemble à une formule magique ; il semble que l'on ait là quelque chose sans contrepartie. Prenons un exemple simple : le Gouvernement construit une route, et le paiement en est fait en billets tout neufs de la Réserve fédérale. Apparemment, tout le monde s'en trouve mieux. Les ouvriers qui ont construit la route touchent leur salaire et peuvent acheter des aliments et des vêtements et se loger, personne n'a payé davantage d'impôts, et cependant il y a maintenant une nouvelle route là où il n'y en avait pas auparavant. Qui l'a payée, en réalité ?

Tous les détenteurs de monnaie l'ont payée. La monnaie nouvelle qui est imprimée fait monter les prix quand elle sert à inciter les ouvriers à construire la route au lieu de se consacrer à une autre activité productive. Ces prix plus élevés subsistent, lorsque cette monnaie nouvelle prend sa place dans le flux de dépenses qui passe des ouvriers aux vendeurs des produits qu'ils achètent, de ces vendeurs à d'autres vendeurs, et ainsi de suite. La hausse

des prix implique que la monnaie que chacun peut avoir en poche, en dépôt ou dans des coffres dans une banque permet d'acheter aujourd'hui moins qu'hier. Si chacun veut avoir à sa disposition une quantité de monnaie qui lui permette d'acheter autant qu'hier, chacun doit s'abstenir de dépenser tout son revenu et en consacrer une part pour augmenter son encaisse liquide. Comme on l'a vu au chapitre 2, la monnaie nouvelle équivaut à un impôt sur les encaisses liquides. Les nouveaux billets de la Réserve fédérale sont en fait des reçus d'impôts payés.

La contrepartie matérielle de ces impôts est constituée par les biens et les services qui auraient pu être produits avec les ressources qui ont servi à construire la route. Les personnes qui, pour maintenir inchangé le pouvoir d'achat de leur encaisse, ont dépensé moins que leur revenu ont renoncé à ces biens et à ces services pour que le Gouvernement puisse se procurer les ressources nécessaires à la construction de la route.

L'inflation peut aussi procurer indirectement des recettes fiscales par le relèvement automatique du taux de rendement réel des impôts. Jusqu'en 1985, à mesure que les revenus personnels nominaux s'élevaient avec l'inflation, le revenu était poussé vers des tranches de plus en plus élevées et imposé davantage. Cet « effet de tranche » a été fortement atténué par le Federal Tax Act de 1981, aux termes duquel les tranches d'imposition des revenus des personnes physiques seraient, à partir de 1985, indexés sur l'inflation ; certains des effets antérieurs, cependant, n'ont pas disparu car l'indexation n'a pas porté sur tous les éléments de la structure de l'impôt sur le revenu. De la même manière, le revenu des sociétés est artificiellement gonflé par l'impossibilité de constituer des provisions suffisantes pour amortissements ou autres dépenses. En moyenne, avant le milieu de la décennie de 1980, si le revenu augmentait de 10 % simplement pour suivre une inflation de 10 %, les recettes fiscales fédérales tendaient à progresser de plus de 15 %, de sorte que le contribuable devait courir de plus en plus vite pour rester à la même place. Cet état de choses permettait au président, au Congrès, aux gouverneurs et aux parlements des états de prétendre qu'ils réduisaient les impôts quand tout ce qu'ils faisaient était de ne pas laisser ceux-ci monter autant

qu'ils l'auraient fait mécaniquement. Chaque année on a parlé de réduction des impôts, mais cela n'a jamais eu lieu. Au contraire, s'ils sont correctement calculés, les impôts ont augmenté : au niveau fédéral, de 22 % du revenu national en 1964 à 26 % en 1978 et à 28 % en 1989, en dépit des réductions de l'administration Reagan en 1981 et du *Tax Reform Act* de 1986 ; au niveau des états et des collectivités locales, de 11 % en 1964 à 12 % en 1978 et 14 % en 1989¹.

Une troisième voie par laquelle l'inflation procure un avantage au gouvernement est qu'elle lui permet de rembourser — ou de répudier, si vous préférez — une partie de sa dette. Le Gouvernement emprunte en dollars et rembourse en dollars. Cependant, grâce à l'inflation, les dollars avec lesquels il rembourse ont une valeur réelle moindre que ceux qu'il a empruntés. Il n'y aurait pas ici de gain net pour le Gouvernement si, entre temps, il avait dû payer un taux d'intérêt assez élevé pour protéger les prêteurs contre l'inflation. Mais, le plus souvent, ce n'a pas été le cas. Les bons d'épargne sont le meilleur exemple de ce processus. Supposons que vous ayez acheté un de ces bons en décembre 1968, que vous l'ayez conservé jusqu'en décembre 1978 et présenté alors au remboursement. Vous auriez payé en 1968 37,50 dollars pour une obligation à dix ans d'une valeur nominale de 50 dollars, et reçu en remboursement en 1978 64,74 dollars (parce que, dans l'intervalle, le Gouvernement a relevé le taux d'intérêt pour tenir compte partiellement de l'inflation). Mais, en 1978, il fallait 70 dollars pour acheter ce qui pouvaient acheter 37,50 dollars dix ans plus tôt. Et non seulement vous n'auriez récupéré que 64,74 dollars, mais encore vous auriez dû payer l'impôt sur le revenu sur la différence de 27,24 dollars entre ce que vous avez reçu et ce que vous aviez payé : en définitive, il vous aurait fallu payer pour avoir le privilège douteux de prêter de l'argent à votre gouvernement.

1 Par calcul correct, je parle de la prise en compte de ce qu'on appelle le déficit et qui est un impôt camouflé. Les chiffres cités sont le rapport des dépenses publiques au revenu national, qui est une meilleure mesure de la charge fiscale que le total appelé « impôts ». Meilleure, mais encore insuffisante car elle ne tient pas compte des dépenses ordonnées par le Gouvernement et ne figurant pas au budget.

Vous auriez réalisé une meilleure opération pendant la décennie de 1980, alors que l'inflation avait été réduite et que le Trésor avait modifié les taux d'intérêt pour mieux tenir compte de l'inflation. Supposons que vous ayez acheté un bon d'épargne de la Série EE en mai 1981, que vous l'ayez conservé jusqu'en mai 1991 et présenté alors au remboursement. Vous auriez payé 25 dollars en 1981 pour une obligation à dix ans d'une valeur nominale de 50 dollars, et reçu en remboursement 56,92 dollars. En 1991 il fallait environ 41,38 dollars pour acheter ce que pouvaient acheter 25 dollars en 1981. Vous auriez donc perçu un intérêt de 15,54 dollars de pouvoir d'achat, ce qui représente un taux apparent de rendement réel de 3,24 % par an. Mais cela n'est pas un gain net, car il faut payer l'impôt sur la différence de 31,92 dollars entre ce que vous avez payé et ce que vous avez récupéré. En fonction du niveau de votre revenu, cet impôt aurait absorbé entre un tiers et deux tiers d'un maigre rendement réel. Tout bien calculé, vous avez gagné entre 1 et 2 % en termes réels en ayant permis au gouvernement d'utiliser votre argent pendant dix ans. Ce n'est pas un rendement princier, mais c'est certainement mieux que de perdre de l'argent.

Bien que le Gouvernement ait, année après année, enregistré des déficits considérables et que sa dette en dollars ait augmenté, grâce à l'inflation cette dette a augmenté beaucoup moins en termes de pouvoir d'achat ; elle a même pendant quelque temps diminué en pourcentage du revenu national. Entre 1968 et 1980, alors que l'inflation s'accélérait, le Gouvernement fédéral a connu un déficit cumulé de plus de 340 milliards de dollars ; néanmoins son endettement se montait en 1968 à 32 % du revenu national, et en 1980 à 25 %. De 1981 à 1989, l'inflation a ralenti, le déficit cumulé a dépassé 1 400 milliards de dollars, et la dette publique est montée à 45 % du revenu national¹.

1 Les chiffres de la dette habituellement cités sont erronés parce qu'ils incluent la dette des organismes fédéraux autonomes (les « agences ») et celle du Système de réserve fédérale. En juin 1990, par exemple, la dette brute était de 3 233 milliards de dollars, et la dette nette d'un tiers plus faible : 2 207 milliards.

Le remède à l'inflation

Le remède à l'inflation est simple à énoncer mais difficile à mettre en œuvre. De même qu'un accroissement excessif de la quantité de monnaie est la seule et unique cause importante de l'inflation, de même une diminution du taux de la croissance monétaire est son seul et unique remède. Le problème n'est pas de savoir ce qu'il faut faire ; cela est facile : les pouvoirs publics doivent faire croître moins rapidement la quantité de monnaie. Le problème est d'avoir la volonté politique de prendre les mesures nécessaires. Lorsque la maladie de l'inflation a atteint un stade avancé, la guérison prend beaucoup de temps et a des effets secondaires pénibles.

Deux exemples empruntés à la médecine éclairent bien la nature du problème. L'un concerne un jeune homme atteint de la maladie de Bürger, qui arrête la circulation sanguine et peut entraîner la gangrène. Le jeune homme va perdre ses doigts et ses orteils. Le remède est simple : cesser de fumer. Mais ce jeune homme n'a pas forcément assez de volonté pour s'arrêter, car son goût du tabac est trop fort. En un sens son mal est curable, mais d'un autre côté il ne l'est pas.

Une autre image, plus parlante, est l'analogie entre l'inflation et l'alcoolisme. Quand l'alcoolique commence à boire, les premiers moments sont agréables, mais les ennuis surviennent le lendemain, quand il se réveille avec la migraine... et ne peut résister à la tentation de combattre celle-ci en reprenant un peu de son poison.

L'inflation et l'alcoolisme se ressemblent. Les premiers effets sont agréables. L'abondance accrue de la monnaie permet à quiconque y a accès (de nos jours, ce sont surtout les gouvernements) de dépenser davantage sans que personne n'ait à dépenser moins. L'emploi se développe, les affaires marchent bien, et tout le monde ou presque est satisfait, au début. Ce sont là les effets agréables. Mais l'augmentation de la dépense commence à faire monter les prix. Les travailleurs constatent que leurs salaires, même s'ils ont été relevés, leur permettent d'acheter moins ; les entreprises voient leurs coûts augmenter, de sorte que la hausse de leur chiffre d'affaires ne leur procure pas les bénéfices qu'ils envisageaient, à

moins que leurs prix n'augmentent encore plus vite. Les effets néfastes commencent à apparaître : hausse des prix, demande moins active, inflation en même temps que stagnation. Comme dans le cas de notre alcoolique, la tentation est d'accroître encore la quantité de monnaie, ce qui entraîne l'évolution irrégulière que les États-Unis ont connue. Dans les deux cas, il faut une quantité sans cesse plus grande, d'alcool ou de monnaie, pour donner à l'alcoolique ou à l'économie le même stimulant.

Ce parallèle s'étend aux remèdes. Dans le cas de l'alcoolisme, c'est simple : cesser de boire. Mais ce n'est pas facile parce qu'alors les effets désagréables se font sentir les premiers, et les conséquences heureuses après seulement. L'alcoolique qui veut s'en sortir souffre d'abord beaucoup d'un manque avant de ressentir la satisfaction de n'avoir plus ce besoin presque irrésistible d'un autre verre. Il en va de même avec l'inflation. Les premiers effets secondaires d'un ralentissement de la croissance monétaire sont pénibles : croissance économique plus faible et chômage temporairement en hausse sans — pendant quelque temps — réduction sensible de l'inflation. Les bienfaits de l'opération ne commencent à se manifester qu'au bout d'un ou deux ans environ, sous la forme d'une inflation plus faible, d'une économie plus saine, et de la possibilité d'une bonne croissance non inflationniste.

La décennie de 1980 illustre bien ce type d'évolution. En 1980 la Réserve fédérale a fortement appuyé sur les freins monétaires. Il en est résulté une recession sévère et une nette diminution de l'inflation. Vers la fin de 1982, le Fed a changé de cap et accru la quantité de monnaie. L'économie est repartie peu de temps après, et ce fut le début de la plus longue période d'expansion depuis la guerre. Les effets fâcheux sont venus les premiers, et les effets heureux plus tard. Et le pays a retiré un grand profit de la cure qu'il avait suivie.

L'existence de ces effets fâcheux est une des raisons pour lesquelles l'alcoolique comme la nation inflationniste hésitent à mettre fin à leurs mauvaises habitudes. Mais il y a une autre raison, encore plus importante peut-être, au moins dans les premiers stades de la maladie : l'absence du désir d'y mettre fin. Le buveur

trouve du plaisir à boire ; il a peine à admettre, même en lui-même, qu'il est vraiment un alcoolique, et il n'est pas bien sûr de désirer se guérir. La nation inflationniste est dans la même situation. Il est tentant de croire que l'inflation est passagère et sans gravité, provoquée par des circonstances inhabituelles ou hors du commun, et qu'elle disparaîtra d'elle-même... ce qui ne se produit jamais.

De plus, la plupart d'entre nous ne sommes pas mécontents de l'inflation. Nous aimerions bien entendu voir baisser les prix de ce que nous *achetons*, ou au moins les voir cesser de monter. Mais nous sommes satisfaits de voir monter les prix de ce que nous *vendons*, qu'il s'agisse de biens que nous produisons, de notre travail, des maisons ou de quoi que ce soit que nous possédions. On a vu, aux chapitres 3 et 5, à quel point le désir de l'inflation a poussé les populistes et a stimulé la campagne en faveur de la frappe libre de l'argent. Plus récemment, les agriculteurs, déplorant l'inflation, se sont rassemblés à Washington pour obtenir des prix plus élevés pour leur propre production. La majorité d'entre nous, d'une manière ou d'une autre, agissons de la même façon. C'est bien pourquoi notre euphorie inflationniste a duré si longtemps, du début des années 60 aux premières années 80, et pourquoi l'inflation demeure une menace constante.

Une des raisons pour lesquelles l'inflation est tellement destructrice est que certains en retirent de grands avantages alors que d'autres en souffrent ; la société se divise en gagnants et en perdants. Les premiers voient les avantages qu'ils en retirent comme la conséquence naturelle de leurs anticipations, de leur prudence, et de leurs initiatives. Et pour eux, les effets fâcheux — c'est-à-dire la hausse des prix des produits qu'ils achètent — découlent de causes qui les dépassent. Nous sommes presque tous opposés à l'inflation ; et ce que nous voulons dire est que nous sommes opposés aux effets néfastes qu'elle a eu pour nous.

Par exemple, presque tous ceux qui, pendant les décennies de 1960 et 1970, possédaient une maison ont profité de l'inflation. La valeur des maisons a beaucoup augmenté. Si les propriétaires avaient contracté un emprunt garanti par une hypothèque, le taux

d'intérêt en était généralement inférieur au taux de l'inflation. En conséquence, le remboursement de l'emprunt était en fait assuré par le paiement de ce qu'il est convenu d'appeler « intérêt », comme s'il s'était agi du principal.

Prenons un cas simple, et supposons que le taux d'intérêt comme celui de l'inflation étaient de 7 % par an. Si un propriétaire avait emprunté 10 000 dollars pour lesquels il ne payait que l'intérêt, au bout d'un an l'emprunt représenterait le même pouvoir d'achat que 9 300 dollars un an plus tôt. En termes réels, sa dette aurait diminué de 700 dollars, ce qui est exactement le montant des intérêts qu'il a payés. Et l'emploi des 10 000 dollars ne lui aurait rien coûté. (En fait, comme l'intérêt est déductible pour le calcul de l'impôt sur le revenu, il aurait même réalisé un profit, il aurait été payé pour emprunter.) Cette conséquence est apparue clairement aux propriétaires de maisons à mesure que s'élevait la valeur de leur patrimoine. Ce profit a sa contrepartie dans la perte que subissent les petits épargnants qui ont fourni les capitaux permettant aux caisses d'épargne, aux caisses mutuelles et autres institutions de financer les prêts hypothécaires. Ces petits épargnants n'avaient pas beaucoup de choix intéressants, parce que le Gouvernement limitait étroitement le taux d'intérêt maximal que ces organismes pouvaient servir à leurs déposants (en principe pour les protéger). Au plan national, cette perte s'est en dernière analyse concrétisée par l'effondrement du secteur des caisses d'épargne et une charge supplémentaire pour les contribuables.

De même qu'une augmentation des dépenses publiques peut contribuer à une croissance monétaire excessive, de même une diminution de ces dépenses peut contribuer à réduire cette croissance. Ici aussi, nous montrons une certaine tendance à la schizophrénie.

Nous aimerions tous voir diminuer les dépenses de l'État, à condition qu'il ne s'agisse pas des dépenses dont nous tirons avantage. Nous aimerions tous une réduction des déficits, à condition que ce soit à l'aide d'impôts perçus sur les autres.

À mesure que l'inflation s'accélère, elle dégrade de plus en plus profondément la structure de la société, elle engendre tant

d'injustices et de souffrances, que l'opinion publique finit par s'élever contre elle ; c'est ce que l'on a constaté aux États-Unis en 1980. Le niveau d'inflation auquel cela peut se produire dépend avant tout du pays en cause et de son histoire. En Allemagne, c'est à un faible niveau d'inflation que l'opinion publique a exigé que les autorités réagissent, en raison des expériences terribles que le pays avait traversées à la suite des deux guerres mondiales ; cette exigence s'est manifestée à un niveau d'inflation beaucoup plus élevé en Grande-Bretagne, au Japon, et aux États-Unis.

Les effets secondaires du remède

Avant que les États-Unis n'entreprennent la cure, et de nouveau dans les dernières années, on répétait sans cesse que le seul véritable choix qui s'imposait au pays était, *ou bien* davantage d'inflation, *ou bien* un chômage plus élevé et que, si le pays voulait guérir de l'inflation et maintenir celle-ci à un bon niveau, il devait accepter l'idée, pour un avenir indéfini, d'une croissance plus faible et d'un chômage plus important. Et cependant, durant les décennies de 1960 et 1970, la croissance de l'économie américaine s'est ralentie, le taux moyen de chômage s'est élevé, et en même temps le rythme de l'inflation n'a pas cessé de progresser. Nous avons eu à la fois plus d'inflation et plus de chômage. D'autres pays ont connu la même expérience. Comment cela peut-il se faire ?

La réponse est qu'une faible croissance et un fort chômage ne sont pas des *remèdes* à l'inflation. Ce ne sont que *les effets secondaires* d'une cure qui réussit, comme on l'a constaté en 1980-1983. Beaucoup de politiques qui freinent la croissance et ajoutent au chômage peuvent en même temps accélérer le rythme de l'inflation. Cela a été le cas pour certaines des mesures prises aux États-Unis : contrôles sporadiques des salaires et des prix, et intervention plus poussée dans la vie des entreprises, accompagnés par des dépenses publiques toujours plus importantes et par un accroissement rapide de la quantité de monnaie.

Un autre exemple emprunté à la médecine éclairera peut-être la différence entre un remède et ses effets secondaires. Vous souffrez

d'une crise aiguë d'appendicite. Votre médecin conseille l'appendicectomie, mais vous prévient qu'après l'opération vous devrez rester au lit pendant quelque temps. Vous refusez l'opération mais, en guise de remède moins douloureux, vous gardez le lit pendant la durée indiquée. C'est stupide mais, aux détails près, c'est exactement la même confusion qu'entre le chômage-effet monétaire et le chômage-remède.

Les effets secondaires d'un remède contre l'inflation sont pénibles ; il est donc important de comprendre pourquoi ils apparaissent et comment les atténuer. Fondamentalement, ils sont dus au fait que des rythmes de croissance monétaire variables introduisent une certaine inertie dans l'information transmise par le système des prix. Cette inertie se traduit dans les réactions des agents économiques, qui ne sont pas toujours appropriées, et il faut du temps pour en effacer les effets.

Voyons d'abord ce qui se passe lorsque commence la croissance monétaire inflationniste. Un vendeur quelconque — de biens, de son travail, ou d'autres services — ne peut savoir si l'augmentation de dépenses qu'il constate est financée par de la monnaie nouvellement créée ou par tout autre moyen. Par exemple, les détaillants constatent qu'ils vendent davantage aux prix en vigueur. Leur première réaction est de passer de nouvelles commandes aux grossistes, qui à leur tour s'adressent aux fabricants, et ainsi de suite. Si la demande de marchandises avait augmenté aux dépens d'un autre segment de la demande — par exemple aux dépens des commandes de l'État et non à la suite d'une croissance inflationniste de la quantité de monnaie — l'augmentation du flux de commandes d'une certaine catégorie de biens aurait été accompagnée d'une diminution dans une autre catégorie. Certains prix tendraient à monter, et d'autres à baisser, mais il n'y aurait pas de raison que la *moyenne* des prix évolue.

Il en va tout autrement quand l'augmentation de la demande trouve son origine dans la création de monnaie nouvelle. Cette augmentation de la demande peut alors porter simultanément sur la majorité des biens et services. C'est l'ensemble des dépenses qui augmente (en dollars). Mais cela, les détaillants ne le savent pas.

Ils agissent comme on vient de le voir, maintenant d'abord inchangés leurs prix de vente, heureux de vendre davantage et s'apprêtant à reconstituer leurs stocks. Mais cette fois le flux croissant de commandes émanant du commerce de détail n'est plus compensé par une baisse des commandes émanant de l'État. Et, à mesure que cette masse de commandes nouvelles entraîne une augmentation de la demande de main-d'œuvre et de matières premières en vue d'une production accrue, la première réaction des travailleurs et des fournisseurs de matières premières est semblable à celle des détaillants : travailler et produire davantage, et aussi se faire payer plus cher, pensant que la demande des biens ou services qu'ils fournissent a augmenté. Mais il n'existe plus cette fois de compensation, plus de baisses de demandes compensant d'autres hausses, ni de baisses de certains prix de même ampleur que les hausses. Cela n'apparaît pas clairement au début. Dans un monde dynamique, les demandes évoluent constamment, certains prix montent et d'autres baissent. Les symptômes d'une augmentation générale de la demande se confondent avec ceux, plus spécifiques, des variations des demandes relatives. C'est pourquoi une augmentation plus rapide de la masse monétaire a, dans ses débuts, l'apparence de la prospérité et crée de nouveaux emplois. Mais tôt ou tard les symptômes se feront jour au travers de l'inertie engendrée par la variation du rythme de la croissance monétaire.

À ce moment là, les ouvriers, les industriels, les détaillants, tous constatent qu'ils ont été victimes d'illusions. Ils ont réagi à la demande plus forte des biens et des services que chacun vend individuellement, en pensant — à tort — que cette demande plus forte les concernait seuls et que par conséquent elle ne s'étendait pas aux nombreux biens et services qu'ils achètent, dont les prix n'augmenteraient donc pas. Quand ils constatent leur erreur, ils relèvent un peu plus leurs salaires et leurs prix, non seulement pour répondre à l'augmentation de la demande, mais aussi pour compenser les hausses de prix de ce qu'ils achètent. L'économie est alors embarquée dans une spirale prix-salaires qui est elle-même une conséquence, et non une cause, de l'inflation. Si la masse monétaire n'augmente pas davantage, le stimulant initial à

l'emploi et à la production fait place à son contraire ; l'un et l'autre tendent à baisser en réaction aux salaires et aux prix plus élevés. La migraine succède à l'euphorie du début.

Ces réactions prennent du temps. Comme on l'a vu à la fin du chapitre 2, depuis un peu plus d'un siècle aux États-Unis, en Grande-Bretagne, et dans certains autres pays occidentaux, il s'est écoulé en moyenne environ six à neuf mois avant qu'une augmentation de la masse monétaire ne fasse sentir ses effets dans l'économie et n'entraîne une croissance plus forte et un développement de l'emploi. Il faut encore douze à dix-huit mois pour que la croissance monétaire affecte de façon appréciable le niveau des prix et que l'inflation apparaisse ou s'accélère. Ces délais ont été ici relativement longs parce que, en dehors des périodes de guerre, ces quelques pays n'ont pas connu de variations très amples des rythmes de croissance monétaire et de l'inflation. À la veille de la Seconde Guerre mondiale, les prix de gros étaient en Grande-Bretagne à peu près au même niveau que deux cents ans plus tôt, et aux États-Unis au même niveau qu'un siècle auparavant. L'inflation qui a suivi la Seconde Guerre mondiale a été pour ces pays un phénomène nouveau : ils avaient connu auparavant de nombreuses évolutions en hausse et en baisse, mais pas de mouvement de longue durée dans la même direction.

Beaucoup de pays d'Amérique du Sud ont eu moins de chance. Ils ont connu des temps de réaction beaucoup plus brefs : quelques mois le plus souvent. Si les États-Unis n'avaient pas remédié (au moins pour quelque temps — et, espérons-le, pour longtemps) à leur récente tendance à accepter des rythmes d'inflation très variables, les temps de réaction auraient été, là aussi, plus brefs. Ce n'est pas encore le cas.

La séquence des événements qui suit un ralentissement de la croissance monétaire est, en sens opposé, la même que celle que nous venons d'étudier. La réduction de la dépense globale du début est interprétée comme ne concernant que certains biens, réduction qui, après quelque temps, entraîne une diminution de la production et de l'emploi. Un peu plus tard encore, l'inflation se ralentit et l'emploi et la production commencent à augmenter.

L'alcoolique a passé le cap des plus mauvais moments après son abstinence et est sur la voie du soulagement.

Tous ces mouvements découlent des *variations* des rythmes de la croissance monétaire et de l'inflation. Si ce rythme était élevé mais régulier, les prix augmentant par exemple de 10 % année après année, l'économie s'y adapterait. Chacun anticiperait une inflation de 10 % ; les salaires augmenteraient de 10 % de plus qu'ils ne le feraient sans inflation ; les taux d'intérêt feraient de même, pour protéger les prêteurs contre les effets de l'inflation ; le taux des impôts serait adapté, etc.

Une telle inflation ne serait pas très nocive, mais elle n'aurait pas non plus d'utilité. Elle introduirait seulement des complications inutiles dans l'économie. Et, ce qui est plus important, une telle situation, si elle se produisait, serait probablement instable. S'il était politiquement avantageux et réalisable de provoquer une inflation à 10 %, la tentation serait grande, une fois le taux stabilisé à ce niveau, de le monter à 11, 12, ou 15 %. L'inflation zéro est une ambition politiquement réalisable ; une inflation à 10 % ne l'est pas. C'est ce que nous enseigne l'expérience.

Comment atténuer les effets secondaires

Je ne connais pas d'exemple d'inflation qui se soit terminée sans un certain ralentissement temporaire de la croissance économique accompagné d'une augmentation du chômage. L'expérience nous montre qu'il n'est pas possible d'éviter ces effets secondaires d'une cure anti-inflationniste.

Il est néanmoins possible de les atténuer.

La meilleure méthode pour y parvenir consiste à ralentir l'inflation *graduellement, mais régulièrement*, par une politique annoncée à l'avance et pratiquée ensuite sans défaillance pour qu'elle soit crédible. Cela est possible dans le cas d'inflations modérées, mais ne l'est plus quand il s'agit d'inflations fortes et encore moins d'hyperinflations. Le seul remède possible est alors un traitement de choc, car le patient est trop affaibli pour subir une cure qui durerait longtemps.

Il faut procéder graduellement et annoncer à l'avance, de façon à donner au public le temps de réadapter son comportement et ses actes à la nouvelle situation, et à l'inciter à le faire. Beaucoup de personnes s'engagent par des contrats à long terme d'emploi, de prêts ou d'emprunts, de production, de construction, etc. sur la base d'*anticipations* de ce que sera probablement le rythme de l'inflation. Du fait de l'existence de ces engagements à long terme, il est difficile de réduire l'inflation rapidement, car le coût en serait trop lourd pour de nombreuses personnes. Avec le temps, ces contrats peuvent être complétés, renouvelés, ou renégociés, et adaptés à la nouvelle situation. Mais, l'avantage économique que présente une action graduelle est compensé en partie ou en totalité par une difficulté de nature politique. Une crise peut engendrer la volonté politique de soutenir un traitement de choc. Mais une telle volonté politique disparaîtrait si le processus de réajustement devait durer trop longtemps.

Il existe un autre moyen d'atténuer les effets secondaires non souhaitables de la lutte contre l'inflation : c'est l'inclusion dans les contrats à long terme d'une clause d'ajustement automatique en fonction de l'inflation, ou clause « d'indexation ». L'exemple le plus connu en est la clause d'ajustement sur le coût de la vie qui figure dans de nombreux contrats de salaires. Elle spécifie que le salaire horaire augmentera de — disons — 2 % plus le taux d'inflation ou une fraction de celui-ci. En conséquence, si l'inflation est faible, la hausse du salaire en dollars est faible ; si elle est forte, la hausse du salaire est forte. Mais, dans l'un et l'autre cas, le salaire conserve un pouvoir d'achat inchangé.

Un autre exemple de clause d'indexation concerne les contrats de location immobilière. Au lieu de stipuler que le loyer représente un montant fixe en dollars, le contrat peut indiquer que le loyer sera ajusté chaque année en fonction de l'inflation. Les contrats de location des magasins stipulent souvent que le loyer est un certain pourcentage du chiffre d'affaires brut réalisé. Ce type de contrat ne contient pas explicitement une clause d'indexation, mais celle-ci est implicite, car le chiffre d'affaires tend à augmenter avec l'inflation.

Citons encore un autre exemple, celui d'un contrat de prêt. Généralement, un prêt porte sur une somme fixe en dollars, pour une durée précise, à un taux annuel d'intérêt fixe ; c'est par exemple un prêt de 1 000 dollars pour un an à 10 %. Il est possible de stipuler que le taux d'intérêt n'est pas de 10 % mais, disons, de 4 % plus le taux de l'inflation ; si celui-ci est de 5 %, le taux d'intérêt sera de 9 %, et si l'inflation est de 10 %, le taux d'intérêt sera de 14 %. Une autre formule à peu près équivalente consiste à stipuler que le principal à *rembourser* ne sera pas un nombre fixe de dollars, mais un montant en dollars ajusté en fonction de l'inflation. Dans le cas simple cité plus haut, l'emprunteur devrait une somme de 1 000 dollars augmentée du taux de l'inflation, plus l'intérêt à 4 %. Si l'inflation est de 5 %, le montant dû serait de 1 050 dollars plus l'intérêt à 4 % ; si elle est de 10 %, 1 100 dollars plus l'intérêt.

En dehors des contrats de salaires, les clauses d'indexation ne sont pas très répandues aux États-Unis. Mais elles ont commencé à être utilisées davantage depuis la décennie de 1970 et le début des années 80, en particulier dans les prêts hypothécaires à intérêt variable. Elles sont de pratique courante dans presque tous les pays qui ont connu, pendant de longues périodes, des rythmes d'inflation à la fois élevés et variables.

Les clauses d'échelle mobile réduisent le délai qui s'écoule entre le ralentissement de la croissance monétaire et l'ajustement des salaires et des prix qui lui fait suite. Elles écourtent ainsi la période de transition et atténuent les effets secondaires temporaires. Mais elles sont loin de constituer une panacée. Il est impossible de les inclure dans *tous* les contrats (pensons, par exemple, au papier-monnaie), et leur inclusion a toujours un coût. Un des grands avantages de l'emploi de la monnaie est précisément la possibilité de conclure des transactions efficacement et à bon marché. Les clauses d'indexation atténuent cet avantage. Il est bien mieux de n'avoir ni inflation ni indexation.

Il y a une importante remarque à faire concernant l'indexation. Elle est souhaitable à titre de mesure permanente dans le secteur officiel. Les prestations et les pensions de Sécurité Sociale, les traitements des fonctionnaires fédéraux, les indemnités des membres du Congrès, et de nombreuses autres dépenses publiques, sont

désormais ajustés automatiquement en fonction de l'inflation. Mais il existe en ce domaine deux omissions aveuglantes et inexcusables : certains impôts (ceux sur les plus-values en capital et sur les paiements d'intérêt) et les emprunts du gouvernement. Un ajustement, pour tenir compte de l'inflation, de la structure de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les sociétés (ajustement grâce auquel une inflation de 10 % relèverait les impôts, en valeur nominale, de 10 % et non, comme c'est le cas aujourd'hui, de 10 à 15 % en moyenne) supprimerait la perception de ces impôts plus lourds qui n'ont pas été approuvés par le Parlement. Il mettrait fin à cette « imposition sans aval parlementaire ». Si une telle mesure était adoptée, elle réduirait les recettes que le Gouvernement tire de l'inflation, et celui-ci serait moins incité à s'y complaire.

On peut aussi avancer de bons arguments en faveur de l'indexation des emprunts officiels. C'est bien le Gouvernement des États-Unis qui a créé l'inflation par laquelle l'achat d'obligations gouvernementales à long terme a été, au cours des dernières décennies, un si piètre investissement. La loyauté et l'honnêteté envers les citoyens, de la part de leur gouvernement, exigent l'introduction de clauses d'indexation dans les emprunts officiels à long terme.

Le contrôle des prix et des salaires est parfois présenté comme un remède à l'inflation. Mais comme il est apparu clairement que ces contrôles ne pouvaient à eux seuls constituer un traitement complet, on les a récemment proposés comme un moyen d'atténuer les effets secondaires d'une cure. On dit que ce contrôle participerait à la lutte contre l'inflation en persuadant le public que le Gouvernement s'engage résolument dans cette voie, et qu'ainsi les anticipations inflationnistes incorporées dans les contrats à long terme seraient moins élevées.

À cet égard, le contrôle des prix et des salaires va à l'encontre du but visé. Il introduit des distorsions dans la structure des prix dont il réduit l'efficacité économique. La production diminue, ce qui accroît, au lieu de les réduire, les effets secondaires indésirables de la lutte contre l'inflation. Il se produit un gaspillage de main-d'œuvre, à la fois à cause des distorsions de la structure des prix et en raison du temps consacré à élaborer et faire respecter ces contrôles... et à les contourner. Les effets sont les mêmes, que ces

contrôles soient imposés ou qu'ils soient qualifiés de « volontaires ».

Dans la pratique, les contrôles des prix et des salaires ont presque toujours été employés à la place — plutôt qu'en complément — d'une politique monétaire et budgétaire restrictive. Cette constatation a conduit les participants au marché à penser que l'imposition du contrôle des prix et des salaires est le signal d'une aggravation, et non d'une atténuation, de l'inflation. Elle suscite donc un relèvement, plutôt qu'une baisse, des anticipations inflationnistes.

Souvent, le contrôle des prix et des salaires semble donner de bons résultats pendant une brève période après sa mise en place. Les prix affichés, ceux qui entrent dans la composition des indices, sont maintenus à leur niveau antérieur, parce qu'il existe de nombreux moyens indirects de réhausser les prix et les salaires : baisse de la qualité des produits, élimination de services annexes, promotion des salariés, etc. Puis, à mesure que s'épuisent les divers moyens de contourner les contrôles, les distortions s'accumulent, les pressions occultées par les contrôles atteignent le point de rupture, les effets indésirables vont s'aggravant, et l'ensemble du programme s'effondre. Il en résulte en définitive une inflation plus forte. À la lumière de l'expérience de quarante siècles, on peut dire que le recours répété au contrôle des prix et des salaires ne peut s'expliquer que par les vues à court terme des hommes politiques et des électeurs (Schuettinger et Butler, 1979).

Une réforme institutionnelle pour favoriser la stabilité des prix

Les mouvements répétés de hausses et de baisses du niveau des prix ont suscité de nombreux travaux visant à proposer des réformes institutionnelles susceptibles de favoriser la stabilité des prix. Pour ma part, j'ai suggéré divers moyens propres à faire en sorte que la quantité de monnaie croisse à un rythme relativement constant¹.

1 Mes premières propositions systématiques se trouvent dans *A Program for Monetary Stability* (1960). Les plus récentes figurent dans *Monetary Policy for the 1980s* (1984).

Récemment, Robert Hetzel a présenté une proposition ingénieuse qui est peut-être plus facile à mettre en œuvre, sur le plan politique, que mes premières propositions de modifications structurelles, et qui cependant peut sans doute contre-carrer efficacement les tendances à l'inflation qui gâchent les actes de notre gouvernement. Hetzel propose qu'

une loi soit votée qui oblige le Trésor à scinder ses émissions d'obligations, pour chaque échéance, en deux catégories : des obligations classiques et des obligations indexées. Sur ces dernières, les paiements d'intérêt et de principal seraient liés à un indice de prix. Le Trésor devrait être tenu d'émettre des montants égaux de ces deux types d'obligations.

Le rendement boursier de l'obligation classique, qui est assuré en dollars courants, est la somme d'un rendement réel (tenant compte de l'inflation) et du taux d'inflation anticipé par les investisseurs. Le rendement boursier de l'obligation indexée qui est assuré en dollars à pouvoir d'achat constant, n'est au contraire qu'un rendement réel. La différence entre ces deux rendements donne la mesure du taux d'inflation que les investisseurs anticipent pour la durée de vie des obligations (1991, p. A14).

Expliquant sa proposition, Hetzel fait remarquer que

le long délai qui s'écoule entre les mesures de politique monétaire et leur effet sur l'inflation montre qu'il est difficile d'associer telle mesure de politique monétaire à tel ou tel taux d'inflation.

Les variations de l'inflation anticipée que traduisent les variations de l'écart de rendements entre les obligations classiques et celles indexées indiqueraient immédiatement et de façon continue l'opinion du marché quant aux effets attendus de la politique monétaire en cours (ou de son absence) sur l'inflation.

Une mesure, fournie par le marché, de l'inflation anticipée constituerait un frein utile aux tendances inflationnistes. Si le marché jugeait inflationniste la politique du Fed, le rendement des obligations classiques s'élèverait immédiatement, et la différence augmenterait entre les rendements des deux types d'obligations. Les porteurs d'obligations classiques, mais non les porteurs d'obligations indexées, subiraient une perte en capital. En fait, tous les créanciers devant recevoir dans le futur des paiements en dollars se sentiraient

menacés. La facilité avec laquelle il serait possible de lier une hausse de l'inflation anticipée à telle ou telle mesure de politique monétaire encouragerait les créanciers à exercer une pression qui ferait contre-poids aux pressions politiques susceptibles de sacrifier la stabilité des prix à la perspective d'augmentation de la production dans le court terme (1991, p. A14).

Par ailleurs — et c'est aussi important — une mesure, fournie par le marché, de l'inflation anticipée permettrait de suivre de façon continue la politique de la Réserve fédérale et d'en mettre en lumière les responsabilités. Cela est actuellement difficile en raison du « long décalage » dont parle Hetzel entre l'action du Fed et la réaction du marché. De la même façon, la mesure fournie par le marché donnerait au Fed lui-même une information qui guiderait le cours de son action, et qui lui fait actuellement défaut.

On pourrait élargir la proposition de Hetzel en obligeant par une loi la Réserve fédérale à maintenir au-dessous d'un certain niveau, par exemple 3 %, la différence entre les deux taux d'intérêt. Cela constituerait, pour la politique monétaire, un repère d'ordre législatif beaucoup plus précis que tout ce qui figure dans la réglementation actuelle. Récemment, certains textes ont proposé que le Fed soit mis dans l'obligation de viser une « inflation zéro ». Cet objectif est souhaitable, mais une telle exigence ne peut être ni contrôlée ni appliquée efficacement, une fois de plus à cause du « long décalage » qui ferait retomber les fautes des autorités monétaires en place sur leurs successeurs (ou leur en attribuerait les mérites). Ce genre de problème ne se pose pas si ce qui est exigé du Fed est basé sur la différence entre les taux d'intérêt.

Toutes ces exigences devraient être assorties de sanctions précises en cas d'échec : révocation ou réduction de traitement.

Une étude de cas

L'expérience récente du Japon est un exemple de lutte victorieuse contre l'inflation, qui est presque digne de figurer dans un manuel. Avant 1973, la politique monétaire du Japon avait pour objet le maintien d'un taux de change fixe entre le yen et le dollar.

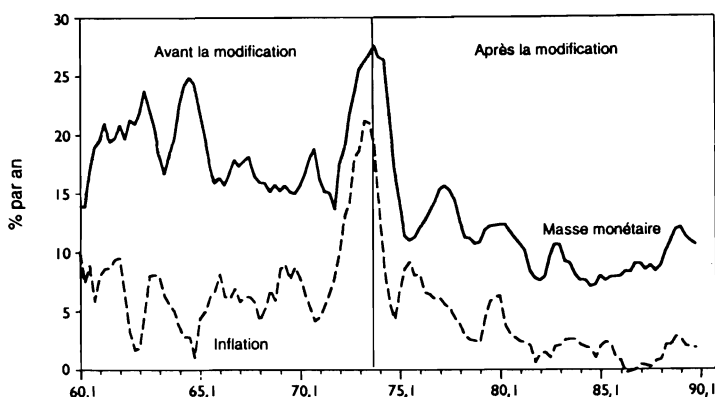


Figure 6

*Effet de la modification de la politique monétaire japonaise
sur l'inflation deux ans plus tard
(chiffres trimestriels : 1-1960 à 4-1990)*

Note : Les dates concernant la monnaie sont antérieures de deux ans à celles concernant l'inflation.

En 1971, après la fermeture par le président Nixon du « guichet de l'or » et le flottement du dollar, une forte pression à la hausse se manifesta sur le yen. Pour la combattre, la Banque centrale du Japon acheta du dollar à l'aide de monnaie nouvellement créée, ce qui accrut la masse monétaire. Les Japonais auraient pu, en principe, stériliser ce gonflement de la masse monétaire en vendant des obligations libellées en yen, mais ils ne le firent pas. En conséquence, la quantité de monnaie se mit à croître de plus en plus. Au milieu de 1973, elle augmentait au rythme de 25 % par an¹. Comme le montre la figure 6, l'inflation ne s'est manifestée que deux ans plus tard. Dès le début de 1973, le taux d'inflation a commencé à s'élever rapidement, et en 1975 il atteignait plus de 20 % par an.

Cette forte hausse du rythme de l'inflation a entraîné une modification fondamentale de la politique monétaire. L'accent a

¹ Je remercie Yoshio Suzuki pour les données détaillées et récentes qu'il m'a fournies sur le Japon.

été mis désormais sur la valeur interne du yen — l'inflation — et non plus sur sa valeur externe — le taux de change. La croissance de la masse monétaire fut fortement réduite, de plus de 25 % à 10-15 % par an. Ce rythme de croissance subsista pendant cinq ans, sauf quelques exceptions mineures (en raison de la forte croissance économique à l'époque, ce rythme de croissance monétaire était compatible avec une quasi-stabilité des prix. Aux États-Unis, le rythme correspondant est de 3 à 5 %.

Dix-huit mois environ après que la croissance monétaire eut commencé à diminuer, l'inflation en fit autant, mais il fallut deux ans et demi avant que son rythme ne s'établisse au-dessous de 10 %. Il est demeuré à peu près constant pendant deux ans, malgré un léger accroissement de la quantité de monnaie, puis il commença à décliner rapidement vers zéro, à la suite d'une nouvelle baisse de la croissance monétaire.

Les chiffres de l'inflation indiqués dans la figure 6 sont ceux du déflateur du PNB, c'est-à-dire d'un indice de prix de l'ensemble de la production. Les prix de gros donnent une image encore meilleure, car ils ont même baissé après le milieu de 1977. Au Japon, le passage progressif de la main-d'œuvre des secteurs à faible productivité à d'autres à forte productivité, comme l'automobile et l'électronique, a impliqué une hausse des prix des services beaucoup plus forte que celle des prix des marchandises. En conséquence, les prix à la consommation ont augmenté par rapport aux prix de gros.

Deux points sont à noter dans la figure 6. En premier lieu, la croissance monétaire a été non seulement plus forte, mais aussi beaucoup plus irrégulière avant le changement de politique qu'après. Deuxièmement, avec un décalage de deux ans, l'inflation a reflété de très près, après le changement de politique, les à-coups, même très faibles du rythme de croissance de la quantité de monnaie. Comme celle-ci, l'inflation a été à la fois plus faible et moins irrégulière après le changement de politique. Bien que le graphique ne le montre pas, la production a été également moins irrégulière après qu'avant.

Le Japon n'a pas échappé aux effets secondaires du traitement. Il a connu une croissance plus lente de sa production et une

augmentation du chômage après le ralentissement de la croissance monétaire, notamment en 1974, avant que l'inflation n'ait commencé à réagir de façon appréciable à ce ralentissement. Le point bas a été atteint à la fin de 1974.

La production a alors recommencé à croître, plus modérément que pendant les années de forte expansion de la décennie de 1960, mais néanmoins à un rythme tout à fait respectable : plus de 5 % par an. Comme le montre la figure, la croissance de la masse monétaire a repris après 1983, et l'inflation a suivi après 1985.

À aucun moment le contrôle des prix et des salaires n'a été imposé au Japon pendant la période où s'atténuait l'inflation. Et cette période a été celle où le Japon devait adapter son économie au relèvement du prix du pétrole.

Conclusion

L'essentiel de ce que nous savons sur l'inflation peut se résumer en cinq vérités simples :

1. L'inflation est un phénomène monétaire, dont l'origine est un accroissement plus rapide de la quantité de monnaie que de la production (bien entendu, les causes possibles de l'accroissement de la quantité de monnaie sont diverses).
2. Dans le monde d'aujourd'hui, ce sont les gouvernements qui déterminent (ou ont le pouvoir de déterminer) la quantité de monnaie.
3. Il n'existe qu'un seul remède à l'inflation : un rythme plus faible d'augmentation de la quantité de monnaie.
4. Il faut un certain temps (qui se mesure en années, et non en mois) pour que l'inflation se développe ; il faut aussi du temps pour la guérir.
5. La cure anti-inflationniste entraîne inévitablement des effets secondaires désagréables.

Entre 1960 et 1990, les États-Unis ont à cinq reprises accéléré le rythme de leur croissance monétaire. À chaque fois, cette croissance plus rapide a été suivie d'abord par une expansion de l'économie puis par l'inflation. À chaque fois les autorités ont ralenti la crois-

sance monétaire afin d'arrêter l'inflation. Ce ralentissement a été suivi d'une recession avec persistance de l'inflation, puis celle-ci a diminué et une amélioration est apparue dans l'économie. Jusqu'en 1980, la séquence des événements a ressemblé à l'expérience japonaise de 1971 à 1975. Malheureusement, les États-Unis n'ont pas eu la patience de persévérer, comme le Japon, dans leur politique restrictive. Le Gouvernement a, au contraire, réagi de façon excessive à la recession ; il a accéléré la croissance monétaire, relançant ainsi l'inflation, et condamnant le pays à une inflation plus forte accompagnée d'un regain du chômage. C'est finalement au cours de la décennie de 1980 que les États-Unis ont commencé à montrer quelque persévérance dans leurs efforts. Quand, vers la fin de 1982, une croissance monétaire plus rapide fut suivie d'une expansion de l'économie, le Fed pratiqua en 1987 une politique restrictive, bien avant que l'inflation ne rejoigne son maximum antérieur, mais pas avant qu'elle ne se soit élevée bien au-dessus du minimum du milieu des années 80. Une fois encore le Fed cherche à exercer le freinage nécessaire à un abaissement permanent de l'inflation jusqu'à un faible niveau, et de nouveau nous connaissons, au moment où j'écris (juillet 1991) une recession avec inflation, qui semble terminée ou sur le point de se terminer, quoique l'inflation n'ait pas encore diminué de façon appréciable.

Nous avons été trompés par une dichotomie erronée : inflation ou chômage. Cette option est une illusion. La véritable option est un choix entre un chômage provoqué par un surcroît d'inflation, et un chômage qui est un effet secondaire temporaire d'une cure anti-inflationniste.

Le Chili et Israël : politiques identiques et résultats opposés¹

Le Chili en 1979 et Israël en 1985 ont, en matière de politique monétaire, adopté des mesures identiques, à des fins analogues. Le résultat fut un désastre pour le Chili, et une très grande réussite pour Israël. Ces deux expériences montrent de façon frappante comment, en raison des circonstances, les mêmes mesures monétaires peuvent aboutir à des résultats très différents. Elles permettent aussi de mettre en lumière la différence fondamentale qui existe entre deux régimes monétaires apparemment semblables : des taux de changes liés entre eux de façon rigide, et une monnaie unique.

Le Chili

Quand, en septembre 1973, le général Augusto Pinochet renversa le Gouvernement de Salvador Allende, qui était au pouvoir depuis novembre 1970, et le remplaça par une junte militaire, il hérita d'une économie en très mauvais état et d'une inflation de plus de 500 % par an. Dans les premiers temps du régime Pinochet, la responsabilité de la politique économique fut confiée à des militaires,

1 Je suis redevable à Dan Gressel et à Arnold Harberger d'informations sur cet épisode de l'histoire du Chili, et à Haim Barkai et Michael Bruno d'informations sur l'épisode israélien.

et l'inflation s'aggrava encore, par suite du financement d'un déficit important par la création de monnaie¹.

En 1974, Pinochet comprit que, pour combattre efficacement l'inflation, il fallait mettre en œuvre des mesures radicales. Il décida donc d'adopter un vaste programme de réformes ; ce programme avait été mis au point par un groupe d'économistes que l'on appela les « Chicago boys », car ils avaient presque tous effectué leurs études doctorales à l'université de Chicago. En 1975, Pinochet choisit parmi eux quelques-uns de ses ministres. Ceux-ci réduisirent fortement les dépenses publiques et le nombre de fonctionnaires et de salariés du secteur public, reprivatèrent des entreprises qui avaient été nationalisées par le Gouvernement Allende, et supprimèrent les contrôles des prix, des salaires, des importations et des exportations. Toutes ces mesures permirent une forte diminution de la création de monnaie. Très vite, l'inflation se ralentit : selon le déflateur implicite du PIB réel, elle est passée de 694 % en 1974 à 342 % en 1975 (une réduction de moitié) et à moins de 46 % en 1979. Après une année de transition difficile, au cours de laquelle le revenu réel a baissé de 13 %, l'économie enregistra une forte expansion : la croissance en termes réels a été en moyenne de 7,5 % par an entre 1975 et 1980. Le taux de change du peso chilien fluctua jusqu'en juin 1979, les autorités laissant la monnaie se déprécier progressivement pour tenir compte du taux d'inflation plus élevé au Chili qu'aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés.

1 Pinochet accéda au pouvoir en septembre 1973, et le maximum de l'inflation des prix à la consommation, mesuré pour un même mois à un an d'intervalle, fut enregistré en avril 1974.

Les dépenses publiques de 1973 s'élevaient à 44 % du produit intérieur brut, et le total des recettes fiscales à 20 % du PIB, ce qui laissait un déficit de 24 %. À cette époque le Gouvernement avait perdu toute possibilité d'emprunter auprès du public ou à l'étranger, et le seul moyen de financer le déficit était la création monétaire. Par ailleurs, le public avait appris, pendant l'inflation, à tirer le meilleur parti de la monnaie créée par l'État, de sorte que le stock de monnaie existant était tombé à une petite fraction du PIB, quelque chose comme 3 ou 4 %. Il aurait donc fallu, pour financer un déficit de 24 % du PIB par un impôt sur le stock de monnaie, que cet impôt s'élevât à 600 ou 800 % ; le déflateur du PIB était en 1974 à près de 700 % au-dessus de son niveau de 1973.

En juin 1979, le ministère des Finances prit cette fatale décision dont j'ai parlé précédemment : le peso chilien fut « accroché » au dollar des États-Unis ; cette décision consistait en la fixation d'un taux de change auquel la Banque centrale du Chili était prête à échanger des pesos contre des dollars et des dollars contre des pesos. Les autorités espéraient ainsi consolider les avantages déjà acquis dans la lutte contre l'inflation et réaliser de nouveaux progrès.

Le fondement d'un tel espoir est bien connu : le choix d'un taux de change fixe doit en principe obliger à une certaine discipline à l'égard de l'étranger, ce qui interdit la création excessive de monnaie. Tant que le Chili a maintenu cette politique, il a renoncé à son indépendance en matière de création monétaire : celle-ci ne pouvait être (pour exprimer la chose en termes très simples) que ce qui était nécessaire pour maintenir les prix au Chili à un niveau compatible avec celui des prix aux États-Unis. Pendant deux ans cet espoir se réalisa : en 1980, l'inflation tomba à 29 %, en 1981 à 12 %, tandis que la production augmentait pendant ces deux années respectivement de 8 % et de 6 % (voir figure 1).

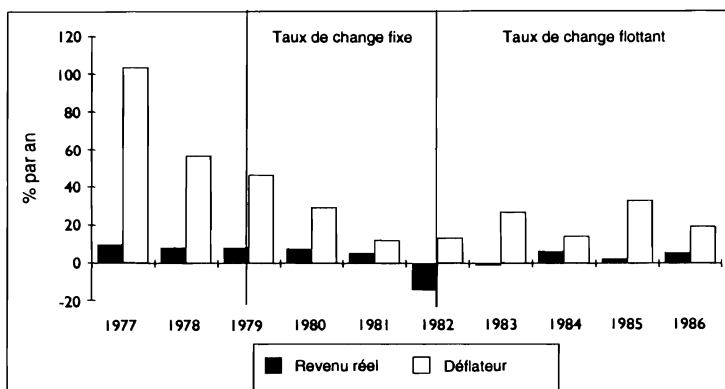


Figure 1

Chili : variation annuelle en % du revenu réel et du déflateur, 1977-1986

Source : Banco Central de Chile, 1986

Le maintien d'un taux de change fixe a été facilité par un très fort afflux de capitaux étrangers, en particulier en 1981, auquel il a aussi, sans aucun doute, contribué (Harberger, 1984, tableau 1).

Malheureusement pour le Chili, les États-Unis adoptèrent, peu de temps après cette fixation du taux de change du peso, une politique monétaire très restrictive destinée à combattre l'inflation des années 1970. Cette inflation atteignit son maximum en 1980, puis diminua fortement, en même temps que se développait une récession sévère qui dura jusqu'à la fin de 1982. Cette modification de la politique américaine s'accompagna d'une forte appréciation de la valeur externe du dollar : 18 % de 1980 à 1981, 13 % de 1981 à 1982, et encore 23 % de 1982 à 1985. Si le Chili avait continué à laisser flotter son taux de change, il aurait pu compenser l'appréciation du dollar en laissant le peso se déprécier vis-à-vis de cette monnaie tout en demeurant à peu près stable vis-à-vis des autres grandes devises. En fait, cette solution avait été écartée (par le choix d'un change fixe avec les États-Unis). Le peso chilien fut obligé de suivre l'appréciation du dollar vis-à-vis des autres devises. Pour aggraver encore les difficultés du Chili, le prix en dollars du pétrole augmenta de plus du double entre 1979 et 1981, et le cours en dollars du cuivre — la principale exportation du pays — baissa de plus de 25 % de 1980 à 1981 et de près de 40 % de 1980 à 1982.

Les effets cumulés de l'appréciation du dollar, du doublement du prix du pétrole, et de la baisse de près de moitié du cours du cuivre, furent désastreux pour l'économie chilienne. Aux prix et salaires antérieurs en pesos, les exportations du Chili devinrent beaucoup plus onéreuses, en leurs propres monnaies, pour les pays autres que les États-Unis, et les produits de ces pays, à l'exception du pétrole, devinrent moins chers en pesos. En outre, la récession aux États-Unis entraîna une diminution de la demande d'exportations chiliennes. Afin de limiter l'appel à ses réserves de change, la Banque centrale du Chili adopta une politique monétaire restrictive. La croissance économique n'aurait pu se poursuivre que si les prix et les salaires nominaux avaient fortement diminué, mais ils n'étaient pas assez flexibles pour qu'il en

fut ainsi¹. Ils continuèrent même à monter, grâce en partie à une indexation basée sur les hausses de prix antérieures. Le Chili se trouva plongé dans une forte récession, beaucoup plus sévère que celle des États-Unis : la production diminua en 1982 de 14 % en volume, puis en 1983 encore de 1 % (voir figure 1). Les pressions politiques et économiques entraînèrent en 1982 la démission de Sergio de Castro, le ministre des Finances qui avait pris la décision de lier le peso au dollar. Cette liaison fixe fut abandonnée en août 1982 et on laissa le peso se déprécier vis-à-vis du dollar. La situation ne s'améliora pas immédiatement, mais la croissance reprit en 1984, atteignant cette année-là 6 %.

Même si le Chili n'avait pas lié le peso au dollar, il aurait connu une récession, comme une bonne partie du monde à la même époque et en raison des variations des cours du pétrole et du cuivre. Cette récession aurait cependant été beaucoup moins sévère. Le Chili a payé cher sa tentative de fixation du taux de change du peso.

Israël

Le Chili a lié sa monnaie au dollar après avoir réussi à ramener son inflation de taux à trois chiffres à des taux à deux chiffres. C'était la mesure qui devait couronner cette entreprise.

1 Par ailleurs, comme le montre clairement Harberger, la modification des termes de l'échange et la forte diminution de l'afflux de capitaux étrangers rendaient souhaitable, pour que l'économie puisse s'adapter, une baisse des salaires réels ; mais la législation s'y opposait. Cependant, la diminution de l'entrée de capitaux elle-même découlait, au moins en partie, de la fixation du cours du peso et de l'appréciation du dollar. La fixation du taux de change a sans aucun doute encouragé le fort afflux de capitaux en 1980 et 1981, mais l'appréciation du dollar eut un effet inverse, en rendant l'investissement au Chili moins attrayant pour les investisseurs des pays dont la monnaie n'était pas liée au dollar. En outre, cette appréciation du dollar affecta la balance des paiements du Chili et la situation économique interne fit naître des craintes de dévaluation du peso à l'égard du dollar, ce qui a découragé les investisseurs détenteurs de cette devise.

En Israël, la liaison fixe entre la monnaie et le dollar a été conçue comme une composante de la réforme visant à combattre l'inflation. Celle-ci atteignit un rythme annuel d'environ 500 % au second trimestre de 1985, avant la mise en œuvre du programme de stabilisation économique de 1985. Les principales mesures inscrites dans ce programme étaient « une dévaluation de 20 % du shekel vis-à-vis du dollar et une liaison fixe au nouveau taux ; une réduction substantielle du déficit budgétaire impliquant notamment des diminutions des subventions. Un blocage temporaire des salaires et des prix devait compléter ce programme par une politique des revenus » (Barkai, 1990a, pp. 147-148). Ces mesures devaient être appuyées par « une politique monétaire très restrictive... [qui] réalisa ce qu'on attendait d'elle : empêcher tout excès et permettre à la politique budgétaire restrictive... d'exercer ses effets et par là de laisser les prélèvements fiscaux renforcer les pressions existantes sur la liquidité » (Barkai, 1990a, p. 151). Sur ces divers points, la réforme israélienne est très proche des premières mesures prises par le Chili pour lutter en 1975 contre son hyperinflation.

La grande différence est que la fixation du taux de change et le blocage temporaire des salaires et des prix sont des composantes de la réforme israélienne ; elles sont destinées à renforcer la crédibilité de la résolution gouvernementale de réduire l'inflation et de faciliter la transition vers des prix plus stables. Le succès de cette réforme a été spectaculaire. L'inflation est tombée de 500 % en taux annuel au second trimestre de 1985 à 18 % pendant les deux premiers trimestres de 1986 et 20 % pour l'ensemble de l'année 1986. Depuis lors, elle est restée au niveau de 15 à 20 % (Barkai, 1987 ; Bruno et Meridor, 1990)¹. Le ralentissement de l'économie qui a suivi, bien que non négligeable, n'a pas été très sévère. Il a été

1 Dans un autre article, Barkai (1990b) compare les réformes entreprises à peu près à la même époque en Israël, en Argentine et au Brésil. Celles d'Israël ont été un succès, et les deux autres des échecs ; elles n'ont ralenti l'inflation que temporairement. Barkai attribue cette différence à la mise en œuvre en Israël d'une politique monétaire stricte et d'une réduction du déficit budgétaire, contrairement à ce qui s'est passé dans les deux autres pays.

bref et une reprise rapide lui a succédé en 1986–1987. Cependant, une réaction tardive s'est ensuite manifestée sous la forme d'une récession plus sévère qui a duré deux ans (Bruno et Meridor, 1990).

Le rattachement du shekel au dollar a contribué au succès de la réforme israélienne parce que deux des événements qui ont entraîné l'échec de la stabilisation du peso chilien se sont, heureusement pour Israël, déroulés en sens inverse. Le dollar a atteint son maximum sur les marchés des changes au début de 1985, puis il s'est déprécié jusqu'en 1990 d'un montant à peu près égal à celui de son appréciation de 1980 à 1985. De plus, le prix du pétrole, qui avait atteint son maximum en dollars en 1981 puis s'était abaissé progressivement jusqu'en 1985, a touché cette année-là son point le plus bas. La dépréciation du dollar a entraîné celle du shekel vis-à-vis des autres devises, ce qui a facilité les exportations et freiné les importations, contribuant ainsi à réduire le déficit de la balance des paiements. En outre, étant importateur de pétrole, Israël a pu bénéficier pleinement de la baisse du prix en dollars du pétrole.

Israël n'a maintenu la liaison fixe du shekel avec le dollar que pendant treize mois. En août 1986, le shekel a été défini par rapport à un panier composé des monnaies de ses principaux partenaires commerciaux, puis il a été, à intervalles irréguliers, dévalué à plusieurs reprises pour compenser l'écart entre l'inflation israélienne d'environ 20 % et celle de ses partenaires, plus faible¹. Cependant, les treize mois pendant lesquels le shekel a été lié au dollar ont été la période où le dollar s'est le plus déprécié. Dès août 1986, la dépréciation du dollar avait déjà atteint 32 % par rapport au maximum du début de 1985².

Il ne faut jamais sous-estimer le rôle de la chance dans le destin des individus ou des nations.

1 Le shekel a été dévalué en janvier 1987 (de 12 %), décembre 1988 (5 %), janvier 1989 (8 %), juin 1989 (4 %) et septembre 1990 (10 %).

2 Selon l'indice de la « valeur moyenne pondérée du dollar par rapport aux devises de dix pays industriels », calculé par le Conseil de la réserve fédérale.

Pourquoi la liaison fixe entre deux monnaies n'est-elle pas une bonne politique ?¹

Les exemples d'Israël et du Chili mettent en lumière la différence entre deux modalités de fixation du taux de change qui, à première vue, se ressemblent mais, fondamentalement, sont très dissemblables.

L'une de ces modalités est la monnaie unique : le dollar dans les cinquante états des États-Unis et Panama, la livre sterling en Écosse, en Angleterre et au Pays de Galles, ainsi qu'en Irlande il y a quelque temps.

Un autre exemple, un peu plus complexe, est le dollar de Hong Kong. Avant 1972, il était uni à la livre sterling par le canal d'un comité monétaire (« currency board ») disposé en permanence à convertir à taux fixe des dollars de Hong Kong en livres, grâce à une réserve de sterling d'une valeur égale à celle des dollars de Hong Kong en circulation². Depuis la réforme monétaire de 1983, le dollar de Hong Kong est uni au dollar des États-Unis par un mécanisme similaire.

De la même manière, dans le régime de l'étalon-or d'avant la Première Guerre mondiale, la livre, le dollar, le franc, le mark, n'étaient que des noms différents donnés à des quantités d'or fixes et très précises, et ces monnaies formaient ainsi entre elles une zone monétaire unifiée.

La caractéristique essentielle d'une zone monétaire unifiée est tout au plus l'existence d'une Banque centrale unique ayant le pouvoir de créer de la monnaie (je dis « tout au plus » car une Banque centrale n'est pas nécessaire dans le cas d'une monnaie marchandise pure). Aux États-Unis, le Système de réserve fédérale possède douze banques régionales, mais ne comporte qu'une seule autorité centrale (l'« Open Market Investment Committee ») ayant un pouvoir de création monétaire. L'Écosse et le Pays de Galles n'ont pas de Banque centrale. Quand Hong Kong a lié sa

1 Toute cette section est largement inspirée de Friedman (1989).

2 Ce système de « currency boards » était courant dans les colonies britanniques à la belle époque de l'Empire.

monnaie au dollar, la possibilité est restée de donner au « *currency board* » les pouvoirs d'une Banque centrale et, avant les événements de la place Tiananmen à Pékin, les autorités de Hong Kong envisageaient certaines modifications qui auraient, dans les faits, transformé le « *currency board* » en une Banque centrale. L'une des rares conséquences heureuses de ce qui s'est passé en Chine a été l'abandon de ce projet.

Avec une monnaie unique, le maintien d'un taux de change fixe entre les différentes parties de la zone monétaire est totalement automatique. Nulle intervention d'une autorité quelconque, monétaire ou autre, n'est nécessaire. Un dollar à New York est la même chose qu'un dollar à San Francisco, une livre en Écosse a la même valeur qu'une livre au Pays de Galles, plus ou moins peut-être le coût du transfert matériel de la monnaie ou le coût des écritures comptables (exactement comme, à la fin du XIX^e siècle, sous l'étalon-or, le taux de change entre le dollar et la livre ne s'écartait de 4,8865 dollars que du montant du coût d'expédition de l'or — ce qui donnait ce qu'on appelle les « *points d'or* »). De même, 7,8 dollars de Hong Kong ne sont fondamentalement qu'un autre nom donné à 1 dollar des États-Unis, plus ou moins un montant faible pour les coûts de transaction. Le « *currency board* » de Hong Kong n'a aucune opération financière à effectuer pour maintenir le taux à ce niveau, si ce n'est de satisfaire à son obligation de donner 7,8 dollars de Hong Kong en échange d'un dollar US, et inversement. Et il peut le faire en permanence car il détient un volume d'actifs en dollars US égal à la valeur en cette monnaie des dollars de Hong Kong en circulation.

Une autre formule est celle qui a été adoptée par le Chili et Israël : les monnaies nationales sont liées à d'autres par des taux de change fixes déterminés à l'avance, ces taux étant préservés par les Banques centrales respectives grâce à des modifications (on parle volontiers aujourd'hui de « *coordination* ») appropriées de leur politique monétaire interne.

De nombreux partisans d'une monnaie européenne commune considèrent un système de taux de change fixes entre plusieurs monnaies, tel que le Système monétaire européen (SME) actuel,

comme une étape vers une monnaie unique. Je pense qu'il y a là une erreur grave. À mon avis, un système de taux de change de monnaies nationales liées entre elles de manière rigide est pire que chacun des deux extrêmes, à savoir une véritable monnaie unique ou des monnaies liées entre elles par des taux flottant librement. Dans l'état actuel du monde, il est impossible aux Banques centrales nationales de consacrer leur attention au seul maintien du taux de change de leurs monnaies au niveau fixé. De temps à autre, une pression irrésistible s'exerce sur elles pour que leur politique monétaire soit orientée vers la satisfaction des besoins internes. Et quand cela se produit, le système de taux de change devient instable.

Le contraste entre l'attitude du Chili et celle de Hong Kong est, dans une certaine mesure, une illustration de ce phénomène. La Banque centrale du Chili ne souhaitait pas ou ne pouvait pas — et cela pouvait se concevoir — prendre les mesures déflationnistes draconiennes qui auraient été nécessaires pour maintenir en 1982 le taux fixe du peso. De même, Israël a connu plusieurs dévaluations depuis que le shekel a été lié au dollar en 1985 et à un panier de monnaies en 1986. D'un autre côté, Hong Kong n'a pas eu à recourir à des dévaluations depuis que sa monnaie s'est liée au dollar US en 1983. Ce pays s'est adapté à la poursuite de l'appréciation de sa monnaie vis-à-vis des devises autres que le dollar en laissant s'adapter les salaires et les prix. Cet exemple n'est pas parfait parce que l'essentiel de l'appréciation du dollar des États-Unis s'est faite avant que le dollar de Hong Kong ne s'y rattache.

Des taux de change fixes entre diverses devises peuvent être préservés pendant quelque temps à l'aide de flux de capitaux décidés par les gouvernements, de contrôles des changes, ou de restrictions aux échanges internationaux. Mais l'histoire récente prouve abondamment qu'il s'agit là, au mieux, d'expédients temporaires qui, en général, transforment en crises graves des difficultés mineures.

C'était certainement le cas dans le régime de Bretton Woods avant 1971. Les modifications de taux de change ont été nombreuses et souvent importantes. Le système n'a fonctionné qu'aussi

longtemps que les États-Unis ont suivi une politique modérément non inflationniste et sont restés passifs devant les contrôles imposés par d'autres pays sur les mouvements de capitaux et les taux de change.

Il en a été de même de la série d'accords monétaires qui se sont succédés dans le Marché commun : l'Union européenne de paiements, le « serpent », et le SME actuel. Aucun de ces accords n'a pu éviter les crises de change et les modifications de parités, et plusieurs d'entre eux se sont simplement détraqués. Le SME fonctionne à peu près correctement parce que l'Allemagne a accepté de tenir le rôle que les États-Unis jouaient dans le régime de Bretton Woods, c'est-à-dire de pratiquer une politique modérément non inflationniste, et de tolérer les contrôles des changes et des mouvements de capitaux pratiqués par d'autres pays membres. Je crains que le SME ne se détraque, lui aussi, si jamais l'Allemagne n'a plus convenance à suivre la même attitude, ce qui pourrait être le cas après la réunification.

Beaucoup d'observateurs attribuent au SME le mérite d'avoir permis à ses membres, et en particulier à la France, de réduire leur inflation. Il n'est pas contestable que la politique anti-inflationniste française a gagné en crédibilité du fait de la participation de la France au SME, c'est-à-dire du lien entre sa monnaie et un mark relativement stable. Mais la baisse de l'inflation est un phénomène mondial qui ne se limite pas aux seuls membres du SME.

Pour moi, l'explication du déclin mondial de l'inflation est liée à la fin de Bretton Woods. Le monde a alors adopté un système monétaire qui n'a pas de précédent historique. Autant que je sache, pour la première fois dans l'histoire du monde, toutes les grandes monnaies sont purement fiduciaires. Et cela, non pas en réponse temporaire à une crise, comme ce fut souvent le cas dans le passé dans tel ou tel pays, mais comme un régime permanent destiné à durer. Dans cette aventure, les nations du monde naviguent sans boussole. On peut comprendre que, pendant les dix premières années de ce voyage, toutes sortes de choses aient pu se produire, et notamment une poussée mondiale d'inflation. Cette inflation généralisée a ébranlé l'idée naïve selon laquelle il y a une

sorte de compensation à long terme entre inflation et chômage, elle a réduit les avantages budgétaires que les gouvernements retiennent de l'inflation et a accru l'hostilité des opinions publiques à l'égard de celle-ci. Il y a eu alors, dans les divers pays, un avantage politique à tirer d'une politique globale de lutte contre l'inflation. Cela s'est passé ainsi non seulement dans le SME, mais aussi au Japon, en Grande-Bretagne, aux États-Unis, et dans une bonne partie du monde, à l'exception des pays dont la monnaie est définie par un panier de devises (voir chapitre 10).

En 1987, la Grande-Bretagne suivit pendant quelques mois l'exemple du Chili et d'Israël, lorsque Nigel Lawson, le Chancelier de l'Échiquier, s'efforça de lier la livre au mark au taux de trois marks par livre à un moment où la livre tendait à s'apprécier par rapport au mark. Le résultat fut une forte croissance de la masse monétaire, qui mit prématurément fin à cette tentative et laissa des traces sous forme d'inflation et de taux d'intérêt élevés.

La Grande-Bretagne recommença l'expérience en 1990, lorsqu'elle décida de s'intégrer au SME ; en fait, elle liait sa monnaie au mark, avec cependant une large marge de fluctuation de $\pm 6\%$ autour du cours pivot. L'inflation était élevée en Grande-Bretagne (près de 13%) quand le pays rejoignit le SME, face à celles qui prévalaient en Allemagne, en France, au Japon et aux États-Unis, mais elle était beaucoup plus faible que celle qu'avait connue Israël à l'époque de sa réforme monétaire. En s'intégrant au SME, la Grande-Bretagne a poursuivi le même objectif que le Chili et Israël lorsqu'ils ont décidé de lier leurs monnaies au dollar américain : accroître la crédibilité de la politique anti-inflationniste annoncée. Comme dans le cas des deux autres pays, le résultat dépendra vraisemblablement en Grande-Bretagne de l'évolution à venir de la monnaie à laquelle elle a lié la sienne. Si le mark devait évoluer comme le dollar l'a fait après 1985, les britanniques pourraient comme les Israéliens considérer que l'initiative a été un grand succès. Mais, étant donné la façon dont le mark s'est tenu dans le passé, une telle évolution est très improbable ; elle n'est cependant pas totalement à exclure en raison des lourdes charges budgétaires que l'Allemagne assume pour favoriser le développement

de l'ex-RDA. Si, par contre, l'inflation reste faible en Allemagne et si le mark demeure une devise forte à l'égard des autres grandes monnaies, il se peut que la Grande-Bretagne subisse — mais sous une forme atténuée — le même sort que le Chili. Ce serait sous une forme atténuée, car il est peu probable que le mark s'apprécie contre le dollar et le yen autant que le dollar s'est apprécié, de 1980 à 1985, contre le mark, la livre et le yen. Cependant, même si une appréciation modérée du mark se produit, je pense que la Grande-Bretagne devra, ou bien se retirer du SME, ou bien adopter un nouveau cours pivot.

On parle beaucoup de l'établissement d'une monnaie unique dans le Marché commun. La procédure prévue comporte plusieurs étapes aboutissant à une monnaie et à une Banque centrale uniques. Au cours des étapes intermédiaires, les Banques centrales nationales subsisteraient pour gérer les parités de change liées entre elles.

L'établissement d'une monnaie unique est en soi une très bonne chose. Mais sa création là où elle n'existe pas encore — comme en Europe aujourd'hui — implique l'élimination de toutes les Banques centrales si la monnaie unique est une monnaie marchandise pure, ou celle de toutes les Banques centrales sauf une si la monnaie unique est totalement ou partiellement fiduciaire.

En Europe, il est clair que le choix de la Banque centrale unique se porterait sur la Bundesbank, qui a été l'organisme dominant du SME. Mais cela impliquerait alors, soit l'élimination de la Banque d'Angleterre, de la Banque de France, de la Banque d'Italie, etc. soit leur transformation en succursales administratives de la Bundesbank. On pourrait penser également à utiliser la Banque des règlements internationaux, ce qui impliquerait aussi l'élimination de la Bundesbank. Il n'est guère possible de considérer tout cela comme réalisable.

Ce me semble être un mirage total que d'espérer qu'un système de Banques centrales nationales liées par des taux de change fixes et dirigés soit une étape possible sur la voie d'une véritable monnaie unique. Il ne sera pas plus facile d'éliminer les Banques centrales après qu'avant la mise en œuvre de ce système. Et la

perspective d'un consortium de Banques centrales agissant unitairement et imitant une Banque centrale unique me paraît également utopique.

Il y a environ 40 ans (en 1950), j'ai été pendant quelques mois conseiller de l'Administration du plan Marshall, pour qui j'ai analysé le projet de Communauté européenne du charbon et de l'acier de R. Schuman, qui a été le précurseur du Marché commun. J'étais arrivé à l'époque à la conclusion qu'une véritable unification économique de l'Europe, c'est-à-dire la création d'un marché unique relativement libre, ne pouvait être réalisée que conjointement à un système de taux de change flottant librement (si ma mémoire est exacte, j'excluais une monnaie unique pour des raisons politiques).

Depuis cette époque, les événements n'ont fait que renforcer mon adhésion à cette conclusion ; ils m'ont aussi rendu beaucoup plus sceptique quant à la possibilité politique de faire fonctionner un système de taux de change flottant librement. Les Banques centrales interviendront, toujours d'ailleurs avec les meilleures intentions du monde. Cependant, un flottement même impur me paraît préférable à des taux liés entre eux, mais pas nécessairement à une monnaie unique.

La politique monétaire dans un monde fiduciaire

Nous avons vu au chapitre 2 qu'un système monétaire mondial est né, qui n'a pas de précédent dans l'histoire ; c'est un système dans lequel chacune des grandes monnaies du monde repose, directement ou indirectement, sur un étalon papier-monnaie inconvertible : directement si le taux de change de cette monnaie est mouvant même s'il est parfois manipulé, et indirectement si elle est liée à une autre monnaie à base fiduciaire (cas du dollar de Hong Kong depuis 1983). L'incertitude enveloppe les conséquences ultimes de cette évolution.

Ce système s'est peu à peu constitué de bric et de broc après la Première Guerre mondiale. Depuis cette époque et jusqu'en 1971, la plus grande partie du monde a en fait vécu dans un régime d'étalon-dollar, et les États-Unis, en apparence sous étalon-or (sauf pendant une brève période en 1933–1934), étaient en réalité dans un régime totalement fiduciaire associé à un programme officiel de fixation du prix de l'or. Les accords de Bretton Woods ont simplement ratifié cet état de choses, nonobstant l'hommage verbal rendu au rôle de l'or et les modalités prévues des modifications des taux de change.

Aux États-Unis, le changement qui est intervenu graduellement dans le rôle monétaire de l'or a été marqué par deux épisodes très importants. D'abord par l'interdiction en 1933 pour les personnes privées de détenir de l'or, puis par la suppression des

réserves obligatoires en or contre les dépôts à la Réserve fédérale d'abord (1965) et contre les billets de la Réserve fédérale ensuite (1968). La fermeture du guichet de l'or par le président Nixon en 1971, qui à la fois a supprimé le lien formel entre l'or et le dollar et détruit le faux-semblant d'un étalon-or en vigueur aux États-Unis, a simplement mis un point final à cette évolution. Les stocks d'or figurant aux bilans des Banques centrales sont les vestiges d'une époque révolue, quoiqu'il y ait une faible possibilité que, dans l'avenir, ils retrouvent un peu plus d'importance. Le fait qu'en 1974 ait été abrogée l'interdiction de la détention privée d'or est, assez paradoxalement, une consécration de l'achèvement du rôle monétaire de l'or.

La décision du président Nixon a été rendue nécessaire par une vague inflationniste qui s'est manifestée aux États-Unis dans la décennie de 1960. À son tour, la fin du régime de Bretton Woods a facilité la persistance et l'accélération de l'inflation pendant la décennie suivante, aux États-Unis et dans une bonne partie du monde.

Le rythme irrégulier et très fluctuant de l'inflation a accru l'intérêt d'une réforme monétaire. L'inflation a mis en évidence les piètres succès des autorités monétaires, donnant ainsi plus de poids aux remarques concernant la politique passée formulées par divers observateurs (y compris Anna Schwartz et moi-même dans notre *Monetary History*).

Par ailleurs, l'inflation aux États-Unis a provoqué une hausse des taux d'intérêt nominaux à la suite de laquelle la « Réglementation Q » — par laquelle le Gouvernement agissait sur les intérêts créditeurs des banques — est devenue un obstacle sérieux au bon fonctionnement du marché du crédit, alors qu'elle n'avait eu jusque là qu'un effet mineur. En réaction se créèrent des fonds de placement sur le marché monétaire, qui permettaient aux petits épargnants de profiter des taux élevés prévalant sur le marché. Ces fonds de placement ont été un coin qui a ouvert la voie à l'innovation financière et entraîné très rapidement, d'abord une libéralisation, puis l'abandon, des contrôles sur les taux créditeurs des banques, et une libéralisation des autres dispositions restreignant

l'activité des banques et autres organismes financiers. La déréglementation qui a ainsi eu lieu est arrivée trop tard et a été trop limitée pour empêcher une forte diminution du rôle des banques, dans leur définition traditionnelle, au sein du système financier américain. Ces banques occupent aujourd'hui sur le marché du crédit une place beaucoup plus faible qu'autrefois, au profit d'établissements non bancaires tels que Sears Roebuck, American Express, Merrill Lynch, etc.

Une conséquence particulièrement sérieuse de l'inflation et de la déréglementation qui l'a suivie a été la crise des caisses d'épargne et de prêts, qui fait peser une charge extrêmement lourde sur l'assurance fédérale des dépôts dans ces caisses, donc sur le contribuable, et qui menace la solvabilité de la Federal Deposit Insurance Corporation¹.

Une inflation irrégulière et des taux d'intérêt élevés et variables ont eu des conséquences similaires dans d'autres pays. Il en est résulté un désir de déréglementation dans le monde entier.

Il est utile d'insister sur l'absence de précédents à la situation actuelle. Tout au long de l'histoire connue, ainsi qu'on l'a vu aux chapitres 2 et 8, la monnaie marchandise a été la règle. Tant que la monnaie a été faite de cuivre ou de métaux précieux, une inflation

1 Pendant les trente premières années d'existence de la Federal Deposit Insurance Corporation et de la Federal Savings and Loan Insurance Corporation, les faillites — aussi bien de banques que de caisses — ont été peu nombreuses et très espacées. Si les déposants avaient peu à perdre lorsque les banques prenaient des risques excessifs, les actionnaires en avaient beaucoup. Aussi, tant que l'actif net demeurerait substantiel, les propriétaires de la banque (ou les dirigeants des caisses) étaient fortement incités à éviter les risques excessifs. L'accélération de l'inflation de la décennie 1970 a entraîné une hausse des taux d'intérêt qui a affecté l'actif net des banques et des caisses d'épargne et de prêts qui, les unes et les autres empruntent à vue et prêtent à terme. Les caisses étaient particulièrement vulnérables parce que leurs actifs consistent principalement en prêts hypothécaires à taux fixe et à échéance lointaine. Lorsque l'actif net a disparu, les banques sont poussées à prendre davantage de risques : c'est l'histoire du « face, la banque gagne, pile le contribuable perd ». C'est ainsi que la fin des années 70 a vu une forte augmentation des faillites de banques et un bond catastrophique des faillites de caisses. Si la croissance monétaire avait été freinée à partir de 1970, l'accélération de l'inflation aurait été évitée, et le nombre de faillites serait resté faible, malgré les défauts du système d'assurance.

très rapide était matériellement impossible. L'importance de l'altération d'une monnaie était limitée par le rapport à observer entre la valeur d'un volume donné du métal précieux et celle du métal commun utilisé comme alliage. Il a fallu l'invention et l'extension de l'usage de la monnaie de papier pour que techniquement soient possibles les inflations rapides qui se sont produites dans un passé récent.

Commentant l'enseignement à tirer de ce genre d'événements, Irving Fisher écrivait ceci en 1911 : « le papier-monnaie inconvertible s'est, presque sans exception, révélé être une malédiction pour le pays qui l'emploie » (1929, p. 131). Ce que nous avons connu depuis lors confirme incontestablement cette remarque générale, car le papier-monnaie a entraîné la plus vaste succession de désastres de toute l'histoire : les hyperinflations qui ont suivi les deux dernières guerres mondiales ; les inflations rapides et les hyperinflations dans de nombreux pays d'Amérique du Sud ou d'ailleurs, notamment dans beaucoup de pays moins développés ; et bien sûr, plus récemment, l'inflation mondiale de la décennie de 1970.

La disparition des étalons métalliques et l'émergence d'un système monétaire mondial dans lequel la monnaie de chaque pays est, pour reprendre les mots de Fisher, un « papier-monnaie inconvertible », ont suscité deux types de réflexions et de recherches, l'un de caractère scientifique, l'autre visant le grand public. Le premier étudie les questions concernant la réforme monétaire, ainsi que la part que prend le Gouvernement dans la création de ce que les économistes appellent monnaie « externe », c'est-à-dire une monnaie qui n'est pas une promesse de payer, mais seulement de la monnaie : des pièces d'or de bon aloi dans un régime d'étalon-or, du papier-monnaie et des dépôts à la Réserve fédérale dans les États-Unis d'aujourd'hui.

Les études visant le grand public sont alarmistes et souhaitent l'apparition d'une monnaie solide ; elles sont toutes essentiellement fondées sur l'idée que la phrase de Fisher sera toujours vraie et que le monde est irrévocablement condamné à une inflation sans fin, à moins que les grands pays ne reviennent à des étalons-marchandises.

Il est à noter que ces deux courants de pensée ne se sont guère croisés. À mon avis, les travaux scientifiques ont, dans une large mesure, éludé la question soulevée devant le grand public : les circonstances qui ont entraîné l'apparition du système monétaire actuel, sans précédent dans l'histoire, ont-elles été accompagnées de certains faits qui, peut-être, permettraient d'espérer que ce système ne conduira pas à la catastrophe comme dans le passé ? Nous tenterons, dans la suite de ce chapitre, de présenter quelques remarques à ce sujet.

Comme on l'a vu au chapitre 8, l'inflation a toujours été pour les gouvernements un moyen fort attrayant de se procurer des ressources, car elle leur permet de prélever des impôts sans vote du Parlement et, ainsi que l'a dit Keynes, « d'une façon que pas un homme sur un million ne peut prévoir » (1920, p. 236). Mais l'existence d'un étalon-marchandise ayant la faveur de la population a posé des limites à l'inflation. Il est certain que la pression de l'opinion publique est la raison principale pour laquelle les hyperinflation, et même les inflations très rapides, ont été relativement rares dans les pays développés. En temps de paix et en l'absence de troubles civils sérieux, le public a toujours pu forcer les gouvernements à respecter la convertibilité de la monnaie ou, si celle-ci a été suspendue, à revenir à une situation où elle soit de nouveau possible.

Dans la réforme de nos institutions monétaires et de nos finances publiques, la principale difficulté à surmonter est de substituer à la convertibilité en métal un autre mécanisme qui assumera la même fonction, à savoir inciter en permanence le Gouvernement à ne pas se laisser aller à chercher ses ressources dans l'inflation. En d'autres termes, il nous faut imaginer un point d'ancrage nominal pour le niveau des prix, qui puisse tenir lieu des limitations matérielles qu'offre un bien servant de monnaie.

Il n'est pas possible de prédire si la remarque générale de Fisher en 1911 selon laquelle « le papier-monnaie inconvertible s'est, presque sans exception, révélé être une malédiction pour le pays qui l'emploie », restera vraie dans les décennies à venir. Les expériences récentes de pays comme l'Argentine, la Bolivie, le

Brésil, le Chili, le Mexique et Israël, semblent la confirmer. Mais ce sont tous là des pays dont le développement n'est pas achevé, et qui ressemblent peut-être davantage aux pays auxquels pensait Fisher qu'aux pays développés d'aujourd'hui. L'expérience de ces derniers (le Japon, les États-Unis, et les membres du Marché commun) apporte certains motifs d'optimisme. Dans ces pays, les gouvernements sont toujours aussi désireux de se procurer des ressources sans recourir ouvertement à l'impôt. Mais certains contrepoids sont apparus, qui rendent moins attrayante politiquement l'inflation de papier-monnaie. La révolution de l'information a fortement baissé le coût d'acquisition de celle-ci, et a permis aux anticipations de refléter plus rapidement et plus fidèlement les modifications du contexte économique, y compris les changements de la politique officielle. De ce fait, le grand public aussi bien que les marchés financiers réagissent aujourd'hui beaucoup plus vivement qu'autrefois devant l'inflation, qu'ils appréhendent d'ailleurs beaucoup mieux.

Comme le montre le chapitre 8, l'inflation procure des ressources aux gouvernements de trois façons : tout d'abord, l'émission de monnaie par les autorités constitue un impôt inflationniste implicite sur les avoirs en monnaie de base ; en second lieu, l'inflation peut provoquer une augmentation, non votée au Parlement, des impôts existants si les bases d'imposition, ou au moins certains de leurs éléments, n'ont pas été ajustés pour tenir compte de l'inflation ; troisièmement, l'inflation diminue la valeur réelle de la dette existante dont l'intérêt à l'émission n'a pas suffisamment pris en compte l'inflation anticipée. L'évolution des dernières années dans les domaines économique, politique et financier a beaucoup réduit le potentiel d'utilité de ces trois sources de recettes publiques.

En ce qui concerne la première, les chiffres relatifs aux États-Unis illustrent la tendance générale. La base monétaire — la monnaie Banque centrale — est restée remarquablement constante à environ 10 % du revenu national entre le milieu du *xix^e* siècle et la Grande Dépression. Puis elle a beaucoup augmenté, jusqu'à un maximum de 25 % environ en 1946. Depuis lors, le rapport entre la

base monétaire et le revenu national a décliné, et il n'était plus que de 7 % environ en 1990. Cette source de recettes fiscales est peut-être la moins importante des trois, dans une société moderne où les impôts et les dépenses publiques représentent entre 30 et 50 % (et parfois plus encore) du revenu national. Même si l'inflation n'abaissait pas le rapport entre la base monétaire et le revenu national (ce qu'elle fait incontestablement), une augmentation de la base monétaire de 10 % par an ne procurerait actuellement au gouvernement américain que des ressources équivalentes à environ 0,7 % du revenu national. Comme par ailleurs les innovations financières tendront vraisemblablement à abaisser encore le rapport entre la base monétaire et le revenu national, même en ne tenant pas compte des effets de l'inflation, cette source de recettes pour l'État va devenir encore moins importante. Je pense que des tendances analogues ont existé dans beaucoup d'autres pays, qui ont vu eux aussi diminuer l'intérêt de ce moyen de se procurer des ressources.

La deuxième source de revenus budgétaires tirés de l'inflation, le glissement des tranches d'imposition, a probablement été beaucoup plus importante que la première. C'est certainement vrai pour les États-Unis au cours des dernières décennies. L'inflation a soumis les personnes ayant des revenus faibles ou moyens à des taux d'impôt sur le revenu qui n'auraient jamais été approuvés explicitement par le législateur.

Un des résultats du glissement des tranches d'imposition a été une pression politique qui a conduit à l'indexation sur l'inflation du barème de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ; cela a en grande partie, mais pas tout à fait, éliminé cette source de recettes fiscales¹. Je ne sais pas ce qu'il en est à l'étranger, mais je pense que, partout où il y a eu une forte inflation, il y a eu aussi une importante indexation du barème de l'impôt.

1 Les effets de l'inflation les plus importants qui subsistent en matière d'impôt sur le revenu des personnes sont dus au non-ajustement des gains en capital et des taux d'intérêt. On impose en effet les gains nominaux en capital et les intérêts nominaux perçus au lieu d'imposer seulement les valeurs nominales des plus-values réelles en capital et les recettes réelles d'intérêts. Il existe aussi des effets résiduels en matière d'impôt sur les bénéfices des sociétés.

Le troisième élément a aussi été extrêmement important. A la fin de la Seconde Guerre mondiale, la dette du gouvernement fédéral américain s'élevait à 106 % du revenu national d'une année. En 1967, elle était tombée à près de 32 % du revenu national, malgré les déficits continus du budget fédéral. Elle a de nouveau augmenté depuis, en raison de la persistance et de l'ampleur croissante des déficits, mais elle ne dépasse cependant pas 46 %. Si la baisse du rapport entre le déficit et le revenu national s'explique en partie par la croissance en volume de l'économie, elle s'explique surtout par l'inflation : celle-ci a transformé les taux d'intérêt nominaux positifs auxquels la dette avait été émise en taux réels *ex post* négatifs (voir figure 1 du chapitre 2).

L'évolution des marchés financiers a fortement réduit cette source de recettes pour l'État. Les gouvernements ont de plus en plus de difficultés à émettre des titres de dette à long terme à des taux nominaux faibles. Il en est résulté aux États-Unis un fort raccourcissement de l'échéance moyenne de la dette fédérale pendant la décennie de 1970 marquée par l'inflation : pour la dette publique portant intérêt et émise sur le marché, de neuf ans et un mois en 1946 jusqu'à deux ans et sept mois en 1976. Après avoir oscillé un peu au-dessus de ce niveau pendant la fin de la décennie et au début de la décennie suivante, l'échéance moyenne s'est allongée à mesure que l'inflation s'atténuait : elle a atteint six ans et un mois en 1990. Sauf en temps de guerre, il est beaucoup plus difficile de transformer, grâce à une inflation non anticipée, des taux d'intérêt nominaux positifs en taux réels négatifs *ex post* sur une dette à court terme que sur une dette à long terme. En outre, il est moins avantageux de le faire dans le premier cas que dans le second. Après plusieurs périodes d'inflation très élevée et fluctuante, il est beaucoup plus difficile qu'il y a seulement dix ou vingt ans — alors que les perceptions publiques traduisaient encore une stabilité durable des prix dans le passé — pour les gouvernements de se laisser aller pour une longue durée à une forte inflation, sans que le public ne l'anticipe.

En Grande-Bretagne, le Gouvernement émet maintenant des obligations dont les termes tiennent compte de l'inflation ; avec

ces obligations, le Gouvernement ne peut tirer avantage de taux réels négatifs *ex post*. Depuis longtemps, aux États-Unis, on demande au Trésor d'émettre des obligations de ce type, mais jusqu'ici il n'a rien voulu entendre. Néanmoins, si l'inflation de nouveau se développait de façon irrégulière dans le pays, le public insisterait de plus en plus pour que soit autorisée l'émission de titres garantissant le pouvoir d'achat.

Il se peut que plusieurs décennies de stabilité relative à long terme du niveau général des prix incitent de nouveau les détenteurs d'actifs financiers à considérer des taux d'intérêt nominaux comme équivalant à des taux réels. Mais nous n'en sommes pas encore là aujourd'hui.

Pour nous résumer, l'inflation est devenue moins attrayante en tant que choix de politique. Face à un public habilité à voter et très sensibilisé à l'inflation, il peut aujourd'hui être politiquement avantageux pour un gouvernement d'adopter des méthodes de gestion monétaire grâce auxquelles l'étalon papier-monnaie inconvertible actuel démentira la phrase de Fisher.

L'histoire récente apporte quelque appui à cette thèse. La poussée d'inflation de la décennie de 1970 a été sévère au regard des normes consacrées aux États-Unis, au Japon, en Grande-Bretagne et dans d'autres pays développés, pendant le *xix*^e siècle et la plus grande partie du *xx*^e siècle (quoiqu'elle ait été faible en comparaison avec ce qu'ont connu de nombreux autres pays). Elle a été suffisamment sévère pour engendrer des pressions politiques qui ont amené, dans tout le monde occidental, des politiques de lutte contre l'inflation, avec freinage de la croissance monétaire et acceptation d'un fort chômage temporaire afin d'éviter une inflation persistante.

L'inflation a baissé aux États-Unis, passant de plus de 10 % à 3-5 % aujourd'hui, et l'opinion publique appuie l'intention souvent proclamée de la Réserve fédérale de descendre encore au-dessous de ce niveau, enregistré depuis 1983.

Comme nous l'avons vu au chapitre 8, c'est peut-être le Japon qui offre l'exemple le plus impressionnant. Au début de la décennie de 1970, l'inflation était bien supérieure à 20 %. Le

Gouvernement et la Banque du Japon ont réagi vivement et efficacement par une forte diminution du rythme de croissance de la masse monétaire. Puis ils ont stabilisé ce rythme de croissance. En conséquence, non seulement l'inflation a été ramenée à un faible niveau, mais encore le Japon s'est préservé des fluctuations en hausse et en baisse de l'inflation qui ont pénalisé beaucoup d'autres pays.

L'Allemagne offre un exemple assez différent, qui montre comment l'expérience historique peut modifier l'attrait politique éventuel du choix d'une politique d'inflation. Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'Allemagne a tendu à connaître une inflation moindre que les États-Unis, la Grande-Bretagne, et la plupart des pays occidentaux. Cela semble bien dû aux conséquences à long terme de l'hyperinflation qui a suivi la Première Guerre mondiale, renforcées encore après 1945 par l'inflation latente qui a désorganisé le système monétaire et imposé le recours au troc.

De même, la Grande-Bretagne est parvenue pendant quelque temps à réduire fortement une inflation qui avait dépassé 10 %, et cela malgré une augmentation concomitante du chômage. Il en a été de même de la France et des autres pays du Marché commun qui ont lié entre eux leurs monnaies dans l'Union monétaire européenne.

Le déclin apparent des avantages politiques de l'inflation est source d'espoir, mais il ne peut en aucune façon garantir que la phrase de Fisher soit périmée. Souvent les gouvernements, incapables de résister à des pressions à courte vue, prennent des décisions qui peuvent avoir des conséquences fâcheuses à long terme. Israël en a donné un bon exemple au début de la décennie de 1980. Ce pays a continué à recourir à l'inflation dans des conditions qui en faisaient une piètre source de recettes pour l'État ; l'inflation était même peut-être, dans le contexte de l'époque, plutôt la cause d'une perte de ressources. Mais, comme on l'a vu au chapitre précédent, dès 1985 Israël a lui aussi adopté des mesures énergiques pour en finir avec l'inflation.

On peut néanmoins toujours se demander si la tentation d'utiliser la monnaie fiduciaire comme moyen pour l'État de se procurer

des ressources conduira à une situation dont l'étape ultime sera le retour à un étalon-marchandise, peut-être un étalon-or d'une sorte ou d'une autre. L'autre possibilité, qui est riche d'espoir, est que dans les décennies à venir les pays développés parviendront à mettre sur pied des institutions et des mécanismes monétaires et budgétaires qui limiteront efficacement la propension à l'inflation et redonneront pour longtemps à une grande partie du monde un niveau de prix relativement stable.

Seule l'histoire des décennies à venir donnera une réponse définitive à cette question. La nature de cette réponse dépend essentiellement des leçons que nous saurons retenir des expériences historiques comme celles qui ont été étudiées dans le présent ouvrage. Cette éducation par l'histoire se poursuit depuis des siècles, depuis que sont apparues les premières analyses systématiques de la monnaie et des institutions monétaires. Elle entre dans une phase nouvelle et ne doit pas souffrir de retard, au moment où le monde s'engage sur un terrain jusqu'ici inexploré.

Épilogue

Nous avons parcouru, au cours de nos réflexions, un long chemin dans l'espace et dans le temps, depuis la Rome et la Grèce de l'époque classique jusqu'à Israël et au Chili des temps modernes, avec de nombreuses pauses dans l'intervalle. Bien que nous n'ayons étudié en détail que quelques points d'histoire, nous en avons indirectement abordé beaucoup.

Je pense que mes lecteurs ont été impressionnés, comme je l'ai été moi-même après presque un demi siècle d'étude sérieuse des phénomènes monétaires, par le rôle universel de la monnaie, et par la pertinence quasi-générale de quelques idées simples à son sujet ; on est néanmoins impressionné aussi par la difficulté qu'éprouvent le grand public et même les autorités monétaires à comprendre et à mettre en œuvre ces idées. Georges Clemenceau, président du Conseil en France à la fin de la Première Guerre mondiale, et l'un des architectes du traité de Versailles, a dit un jour que « la guerre est une chose beaucoup trop sérieuse pour être laissée aux militaires ». Je l'ai souvent paraphrasé en disant que la monnaie est une chose beaucoup trop sérieuse pour être laissée aux dirigeants des banques centrales.

La monnaie est, dans l'économie, un élément tellement essentiel — bien que dans une large mesure invisible — que des modifications apparemment mineures de la structure monétaire sont susceptibles d'avoir de vastes et imprévisibles conséquences. Le

fait d'avoir, dans une loi (le *Coinage Act* de 1873), omis une simple petite phrase a empoisonné — et a même failli modifier en profondeur — pendant plusieurs décennies la politique et l'économie américaines. Des chimistes en Écosse et des exploitants de mines en Afrique du Sud peuvent mettre fin à la carrière politique d'une étoile montante aux États-Unis. La satisfaction des intérêts d'un petit groupe de parlementaires influents aux États-Unis a pu exercer des effets sur l'orientation politique de la Chine. Une même décision prise par deux pays différents peut avoir des résultats opposés parce qu'elles sont prises à six ans d'intervalle : un désastre dans un cas, une totale réussite dans l'autre. Un changement de régime monétaire peut amener le monde à naviguer sur des eaux inexplorées pendant plus de dix années d'instabilité et de turbulence avant que le calme ne revienne, mais personne ne possède encore de carte fiable et acceptée par tous qui permette de voir clairement le voyage monétaire à venir. Et l'on pourrait allonger cette litanie bien au-delà des événements historiques cités dans cet ouvrage.

L'affirmation selon laquelle « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire »¹ peut être la proposition la plus importante et la mieux appuyée par les faits, et en même temps la plus obstinément rejetée. Elle est connue de certains spécialistes et des hommes d'affaires depuis des centaines, sinon des milliers d'années. Cela n'a cependant pas empêché des gouvernements de succomber à la tentation de frapper leurs sujets d'une amende en dénaturant leur monnaie — c'est l'impôt occulte — tout en niant avec force qu'ils fassent rien de semblable, et en attribuant l'inflation qui en résulte à toutes sortes d'autres démons incarnés.

Et cela n'est pas non plus de l'histoire ancienne. Il n'est pas nécessaire de remonter au-delà de la décennie de 1970 aux États-Unis et dans les autres pays développés. Le fait d'avoir succombé à cette tentation est à l'origine de la situation très critique où se trouvent l'Argentine, le Brésil, le Nicaragua et un certain nombre

1 Je crois avoir écrit cela pour la première fois dans Friedman (1963), reproduit dans Friedman (1968, p. 39).

d'autres états d'Amérique latine. L'hyperinflation totale la plus récente a eu lieu en Bolivie qui, heureusement, a aujourd'hui réformé son système monétaire, non sans avoir auparavant payé un prix élevé sous forme de pertes de production, de misère, et d'un abaissement des niveaux de vie. Et je crains que, au cours des quelques décennies à venir, le monde ne connaisse encore des périodes de forte inflation et d'hyperinflation totale.

Des augmentations rapides de la quantité de monnaie provoquent l'inflation. De fortes diminutions entraînent la dépression ; l'histoire le prouve abondamment. Nous n'abordons pas directement ce point dans le présent ouvrage, mais nous y avons fait allusion à quelques reprises : à propos de la dépression de 1873–1879 aux États-Unis, des années de crise du début de la décennie de 1890, de la grande contraction de 1929–1933 qui a porté Franklin Roosevelt à la Maison-Blanche et ouvert la voie au programme d'achat d'argent des années 1930.

Pourquoi ces affirmations, ainsi que d'autres aussi bien appuyées par l'histoire et touchant elles aussi à la monnaie, sont-elles si souvent oubliées dans la formulation des politiques ? Une des raisons en est le contraste entre l'apparence que les choses ont aux yeux de l'individu et celle qu'elles prennent pour la communauté. Si vous allez au marché pour acheter des fraises, vous pourrez en acheter autant que vous voudrez au prix indiqué, dans la mesure du stock que possède le vendeur. Pour vous, le prix est fixe et la quantité variable. Mais supposons que chacun, subitement, ait une forte envie de fraises. Pour la communauté dans son ensemble, la quantité totale de fraises disponible à un moment quelconque est fixe. Une augmentation soudaine de la quantité demandée au prix initial ne pourrait être satisfaite que par une hausse du prix suffisante pour ramener la quantité demandée à la hauteur de la quantité disponible. Pour la communauté dans son ensemble, la quantité est fixe, et le prix variable. C'est exactement l'opposé de ce qui est vrai pour l'individu.

Ce genre de contraste se vérifie dans la plupart des cas. Dans le domaine monétaire, que nous venons d'étudier, vous pouvez en tant qu'individu posséder toute la monnaie que vous souhaitez ;

c'est une question de richesse personnelle. Mais, à un moment donné quelconque, il existe un montant total fixe de monnaie, qui est déterminé principalement par la Réserve fédérale si par monnaie on entend la monnaie de base, ou par le Fed et les banques si on adopte une définition plus large. Vous ne pouvez détenir davantage de monnaie que si quelqu'un d'autre en détient moins, mais rien n'apparaît dans votre situation personnelle pour vous en faire prendre conscience.

Pour vous en tant qu'individu, une augmentation de revenu est une bonne chose, qu'elle découle d'une amélioration de votre productivité personnelle ou du recours du gouvernement à la presse à billets. Mais, pour la communauté, les deux cas sont très différents : dans le premier, c'est un avantage ; dans le second, c'est une calamité, comme ce l'était dans la parabole de l'hélicoptère du chapitre 2.

Il est normal que les individus généralisent à partir de leur expérience personnelle, et qu'ils croient que ce qui est vrai pour eux est vrai aussi pour la communauté. Je pense que cette confusion est à l'origine des erreurs économiques les plus répandues, que ce soit en matière monétaire comme dans l'exemple précédent, ou dans d'autres domaines économiques ou sociaux.

De même, il est humain de personnifier tout ce qui est bon ou mauvais et d'attribuer ce qui est mauvais, à l'intention maligne d'une autre personne. Mais les bonnes intentions sont susceptibles d'être contrecarrées au moins autant par une compréhension insuffisante que par un démon caché. Pour y remédier, il faut expliquer, et non pas récriminer.

L'importance d'une intelligence exacte des relations économiques en général et des problèmes monétaires en particulier a été mise en pleine lumière, il y a deux siècles, par ce que déclarait Pierre S. Dupont, député de Nemours à l'Assemblée nationale française. Commentant une proposition d'émission supplémentaire d'assignats — la monnaie fiduciaire de la Révolution — il disait ceci : « Messieurs, c'est une habitude fâcheuse à laquelle on est trop conduit par l'aigreur des discussions, que de supposer des intentions perverses. Il faut faire grâce aux intentions ; on doit les

croire bonnes et, vraisemblablement, elles le sont, mais il ne faut faire aucune grâce à la logique inconséquente, ni aux raisonnements absurdes. Les mauvais logiciens ont commis plus de crimes involontaires que les mauvais hommes n'en ont fait à dessein » (25 septembre 1790, Archives parlementaires 1787–1860, première série, tome 19, p. 226)*.

* Dans le contexte du présent ouvrage, il est intéressant de noter que, plaidant avec éloquence et bon sens contre l'émission supplémentaire de deux milliards d'assignats pour permettre à la nation de rembourser des dettes exigibles, Dupont a dit notamment : « Messieurs, vous n'aurez rien payé du tout lorsque vous aurez donné des assignats : vous n'aurez qu'échangé un titre de créance contre un autre titre de créance. » (id., p. 224)

Bibliographie

- Bagehot, Walter. *Lombard Street, ou le marché financier en Angleterre*. Paris : Germer-Baillière, 1874.
- Bagehot, Walter. *Some Articles on the Depreciation of Silver and on Topics Connected With It*. Londres : H.S. King & Co., 1877. Reproduit dans *The Works of Walter Bagehot*, vol. 5, édité par Forrest Morgan. Hartford, CT: The Travelers Insurance Co., 1891.
- Banco Central de Chile, Dirección de Estudios. *Indicadores económicos y sociales 1960–1985*. Santiago, Chili : Central Bank of Chile, 1986.
- Barkai, Haim. « Israel's Attempt at Economic Stabilization ». *Jerusalem Quarterly*, Été 1987, pp. 3–20.
- Barkai, Haim. « The Role of Monetary Policy in Israel's Stabilization Effort ». In *Transcript of the Symposium on American-Israel Economic Relations* (5–7 juin 1988). New York : American Israel Economic Corporation, 1990 (a).
- Barkai, Haim. « The Role of Monetary Policy in Israel's 1985 Stabilization Effort ». Working Paper WP/90/29. Washington : Fonds monétaire international, avril 1990 (b).
- Barnes, James A. « Myths of the Bryan Campaign ». *Mississippi Valley Historical Review* 34 (décembre 1947) : 367–400.
- Barnett, Paul S. « The Crime of 1873 Re-examined ». *Agricultural History* 38 (juillet 1964) : 178–181.
- Brandt, Loren, et Sargent, Thomas J. « Interpreting New Evidence about China and US Silver Purchases ». *Journal of Monetary Economics* 23 (1989) : 31–51.
- Bruno, Michael, et Meridor, Leora (Rubin). « The Costly Transition from Stabilization to Sustainable Growth: Israel's Case ». Discussion Paper 90.01. Jérusalem : Bank of Israel, janvier 1990.
- Bryan, William Jennings. *The First Battle*. Chicago : W.B. Conkey Co., 1896.
- Cagan, Phillip. « The Monetary Dynamics of Hyperinflation ». In *Studies in the Quantity Theory of Money*, édité par Milton Friedman. Chicago : University of Chicago Press, 1956.
- Capie, Forrest. « Conditions in Which Very Rapid Inflation Has Appeared ». In *The National Bureau Method, International Capital Mobility and Other Essays*, édité par Karl Brunner et Allan Meltzer. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 24. Amsterdam : North-Holland, 1986.

- Carothers, Neil. *Fractional Money*. New York : Wiley & Sons ; Londres : Chapman & Hall, Ltd., 1930.
- Chang, Kia-ngau. *The Inflationary Spiral*. Cambridge : Technology Press of Massachusetts Institute of Technology ; New York : Wiley ; et Londres : Chapman & Hall, Ltd., 1958.
- Chang, P.H. Kevin. « Commodity Price Shocks and International Finance ». Ph. D. dissertation. Massachusetts Institute of Technology, 1988.
- Chou, Shun-hsin. *The Chinese Inflation, 1937–1949*. Avant-propos de C. Martin Wilbur. New York et Londres : Columbia University Press, 1963.
- Commager, Henry. « William Jennings Bryan, 1860–1925 ». In *There Were Giants in the Land*. Introduction de Henry Morgenthau. New York et Toronto : Farrar & Rinehart, 1942.
- Culbertson, John M. *Macroeconomic Theory and Stabilization Policy*. New York : McGraw-Hill, 1968.
- Deane, Phyllis. « New Estimates of Gross National Product for the United Kingdom, 1830–1914 ». *The Review of Income and Wealth* 14 (juin 1968) : 95–112.
- Dowd, Kevin. « The Mechanics of the Bimetallic Standard ». Étude non publiée. Nottingham, Grande-Bretagne : University of Nottingham, avril 1991.
- Drake, Louis S. « Reconstruction of a Bimetallic Price Level ». *Explorations in Economic History* 22 (avril 1985) : 194–219.
- Edgeworth, Francis Y. « Thoughts on Monetary Reform ». *Economic Journal* 5 (septembre 1895) : 434–451.
- Encyclopaedia Britannica*, 11^{ème} éd. (1910), voir « Gold ».
- Encyclopaedia Britannica*, éd. de 1970. Voir « Panic ».
- Feavearyear, Albert. *The Pound Sterling*. 2^{ème} éd., révisée par E. Victor Morgan. Oxford : The Clarendon Press, 1963.
- Fetter, Frank W. *Development of British Monetary Orthodoxy, 1797–1875*. Cambridge, MA : Harvard University Press, 1965.
- Fetter, Frank W. « Monetary Policy » In *Monetary and Financial Policy*, par Frank W. Fetter et Derek Gregory. [Dublin] : Irish University Press, 1973.
- Fisher, Irving. « The Mechanics of Bimetallism ». *Economic Journal* 4 (septembre 1894) : 527–537.
- Fisher, Irving. *De la nature du capital et du revenu*. Paris : Girard et Brière, 1911.

- Fisher, Irving. *The Purchasing Power of Money*. New York : Macmillan, 1911. 2^{ème} éd. New York : Macmillan, 1913. Éd. nouvelle. New York : Macmillan, 1929.
- Friedman, Milton. *A Program for Monetary Stability*. New York : Fordham University Press, 1960.
- Friedman, Milton. *The Quantity Theory of Money and Other Essays*. Chicago : Aldine, 1969.
- Friedman, Milton. « Money ». *Encyclopaedia Britannica*, 15^{ème} éd. (1974).
- Friedman, Milton. *Inflation et systèmes monétaires*. Paris : Calmann-Lévy, 1976.
- Friedman, Milton. « Nobel Lecture: Inflation and Unemployment ». *Journal of Political Economy* 85 (juin 1977) : 451–472.
- Friedman, Milton. « Monetary Policy for the 1980s ». In *To Promote Prosperity: US Domestic Policy in the Mid-1980s*, édité par John H. Moore. Stanford, CA : Hoover Institution Press, 1984.
- Friedman, Milton. « The Resource Cost of Irredeemable Paper Money ». *Journal of Political Economy* 94, 1^{ère} part. (juin 1986) : 642–647.
- Friedman, Milton. « Quantity Theory of Money ». In *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, vol. 4, édité par John Eatwell, Murray Milgate, et Peter Newman. New York : Stockton Press, et Londres : Macmillan, 1987.
- Friedman, Milton. « The Case for Floating Rates ». *Financial Times* (Londres), 18 décembre 1989.
- Friedman, Milton, et Schwartz, Anna J. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton : Princeton University Press, 1963.
- Friedman, Milton, et Schwartz, Anna J. *Monetary Statistics of the United States*. New York : Columbia University Press, 1970.
- Friedman, Milton, et Schwartz, Anna J. *Monetary Trends of the United States and the United Kingdom*. Chicago : University of Chicago Press, 1982.
- Froman, Lewis A. « Bimetallism Reconsidered in the Light of Recent Developments ». *American Economic Review* 26 (mars 1936) : 53–61.
- Furness, William Henry. *The Island of Stone Money: Ulap and The Carolines*. Philadelphie et Londres. J.B. Lippincott Co., 1910.
- Giffen, Sir Robert. *The Case Against Bimetallism*. Londres : G. Bell & Sons, 1892. 4^{ème} éd. Londres : George Bell & Sons, 1896.
- Greenwood, John G., et Wood, Christopher J.R. « The Chinese Hyperinflation: Part 1. Monetary and Fiscal Origins of the Inflation, 1932–1945 ». *Asian Monetary Monitor* 1, no. 1 (septembre-octobre 1977) : 25–39 (a).

- Greenwood, John G., et Wood, Christopher J.R. « The Chinese Hyperinflation: Part 2. The Crisis of Hyperinflation, 1945–1949 ». *Asian Monetary Monitor* 1, no. 2 (novembre-décembre 1977) : 32–45 (b).
- Greenwood, John G., et Wood, Christopher J.R. « The Chinese Hyperinflation: Part 3. Price Stabilization after the 1949 Revolution ». *Asian Monetary Monitor* 2, no. 1 (janvier-février 1978) : 27–34.
- Hamilton, Alexander. Treasury Report on the Establishment of a Mint, January 28, 1791. Reproduit in *Documentary History of Banking and Currency in the United States*, vol. 1, édité par Herman E. Krooss. New York : Chelsea House Publishers, 1969.
- Hamilton, Earl J. « Prices and Wages at Paris under John Law's System ». *Quarterly Journal of Economics* 51 (novembre 1936) : 42–70.
- Harberger, Arnold C. « Chile's Devaluation Crisis of 1982 », trad. non publiée de « La crisis cambiaria chilena de 1982 » in *Cuadernos de Economía* 21, no. 63 (août 1984) : 123–136.
- Hetzel, Robert. « A Better Way to Fight Inflation ». *Wall Street Journal*, 25 avril 1991, p. A14.
- Hofstadter, Richard. *The American Political Tradition and the Men Who Made It*. New York : Alfred A. Knopf, 1948.
- Hofstadter, Richard. « William Jennings Bryan : "Cross of Gold" Speech, 1896 ». In *An American Primer*, vol. 2, édité par Daniel Boorstin. Chicago : University of Chicago Press, 1966.
- Hoover, Ethel D. « Retail Prices after 1850 ». In *Trends in the American Economy in the Nineteenth Century*. National Bureau of Economic Research Studies in Income and Wealth, vol. 24. Princeton : Princeton University Press, 1960.
- Huang, Andrew Chung. « The Inflation in China ». *Quarterly Journal of Economics* 62 (août 1948) : 562–575.
- Hughes, Jonathan. *American Economic History*. 2^{ème} éd. Glenview, IL : Scott, Foresman & Co., 1987.
- Hume, David. *Essais sur le commerce, le luxe, l'argent, l'intérêt de l'argent*. Paris : Saillant, 1767.
- Hume, David. « Of Interest » (1742). In *Essays, Moral, Political and Literary*, vol. 1 des *Essays and Treatises*. Nouvelle éd. Édimbourg : Bell & Bradfute, Cadell & Davies, 1804 (a).
- Hume, David. « Of Money » (1742). In *Essays, Moral, Political and Literary*, vol. 1 des *Essays and Treatises*. Nouvelle éd. Édimbourg : Bell & Bradfute, Cadell & Davies, 1804 (b).
- Jastram, Roy W. *Silver: The Restless Metal*. New York : John Wiley, 1981.

- Jevons, William Stanley. *The Coal Question*. Londres : Macmillan, 1865.
- Jevons, William Stanley. *La monnaie et le mécanisme de l'échange*. Paris : Baillière, 1876.
- Jevons, William Stanley. *Investigations in Currency and Finance*, édition posthume par H.S. Foxwell. Londres : Macmillan, 1884.
- Keynes, John Maynard. *Les conséquences économiques de la paix*. Paris : NRF, 1920.
- Keynes, John Maynard. *La réforme monétaire*. Paris : Éditions du Sagittaire, 1924.
- Kreps, T.J. « The Price of Silver and Chinese Purchasing Power ». *Quarterly Journal of Economics* 48 (février 1934) : 245–285.
- Laughlin, James Laurence. *The History of Bimetallism in the United States*. 1886. 2^{ème} éd. New York : D. Appleton & Co., 1895.
- Leavens, Dickson H. *Silver Money*. Bloomington, IN : Principia Press, 1939.
- Lerner, Eugene M. « Inflation in the Confederacy, 1861–1865 ». In *Studies in the Quantity Theory of Money*, édité par Milton Friedman. Chicago : University of Chicago Press, 1956.
- Linderman, Henry R. *Money and Legal Tender in the United States*. New York : Putnam's, 1877.
- Marshall, Alfred. *Official Papers*. Londres : Macmillan, 1926.
- Martin, David A. « The Impact of Mid-Nineteenth Century Gold Depreciation upon Western Monetary Standards ». *Journal of European Economic History* 6 (hiver 1977) : 641–658.
- Mises, Ludwig von. *The Theory of Money and Credit*. Traduit par H.E. Batson. New Haven : Yale University Press, 1953.
- National Executive Silver Committee. *Silver in the Fifty-first Congress*. Washington : Gray, 1890.
- The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, vol. 4, édité par John Eatwell, Murray Milgate, et Peter Newman. New York : Stockton Press, et Londres : Macmillan, 1987. Voir « Walker, Francis Amasa ».
- Newcomb, Simon. « Has the Standard Gold Dollar Appreciated? ». *Journal of Political Economy* 1 (septembre 1893) : 503–512.
- Nicholson, J. Shield. *A Treatise on Money*. Édimbourg et Londres : W. Blackwood & Sons, 1888. 3^{ème} éd. Londres : Adam et Charles Black, 1895.
- Nugent, Walter T.K. *Money and American Society, 1865–1880*. New York : Free Press, 1968.
- O'Leary, Paul M. « The Coinage Legislation of 1834 ». *Journal of Political Economy* 45 (février 1937) : 80–94.

- O'Leary, Paul M. « The Scene of the Crime of 1873. Revised: A Note ». *Journal of Political Economy* 68 (août 1960) : 388–392.
- Paris, James D. *Monetary Policies of the United States, 1932–1938*. New York : Columbia University Press, 1938.
- Rawski, Thomas G. *Economic Growth in Prewar China*. Berkeley : University of California Press, 1989.
- Reagan, John H. In US, Congress, Senate, *Congressional Record*, 51^{ème} Cong., 1^{ère} sess., 1890, 21, pt. 3:2830.
- Redish, Angela. « The Evolution of the Gold Standard in England ». *Journal of Economic History* 50 (décembre 1990) : 789–805.
- Ricardo, David. *Œuvres complètes*. Paris : Guillaumin, 1882.
- Ricardo, David. *The High Price of Bullion*. 4^{ème} éd., corrigée. Londres : John Murray, 1811. Reproduit dans *The Works and Correspondence of David Ricardo*, vol. 3 : *Pamphlets and Papers, 1809–1811*, édité par Piero Sraffa. Cambridge : University Press (pour la Royal Economic Society), 1951.
- Ricardo, David. *Proposals for an Economical and Secure Currency*. 2^{ème} éd. Londres : John Murray, 1816. Reproduit dans *The Works and Correspondence of David Ricardo*, vol. 4 : *Pamphlets and Papers, 1815–1823*, édité par Piero Sraffa. Cambridge : University Press (pour la Royal Economic Society), 1951.
- Ricardo, David. Minutes of Evidence Taken before the Secret Committee on the Expediency of the Bank Resuming Cash Payments, March 4, 1819 (a). Reproduit dans *The Works and Correspondence of David Ricardo*, vol. 5 : *Speeches and Evidence*, édité par Piero Sraffa. Cambridge : University Press (pour la Royal Economic Society), 1952.
- Ricardo, David. Minutes of Evidence Taken before the Lords Committee Appointed a Secret Committee to Enquire into the State of the Bank of England, with Reference to the Expediency of the Resumption of Cash Payments at the Period Now Fixed by Law, March 24, 1819 (b). Reproduit dans *The Works and Correspondence of David Ricardo*, vol. 5 : *Speeches and Evidence*, édité par Piero Sraffa. Cambridge : University Press (pour la Royal Economic Society), 1952.
- Roccas, Massimo. « International Bimetallism Revisited ». Étude présentée lors du deuxième congrès annuel de la European Economic Association, Copenhague, Danemark, août 1987.
- Rockoff, Hugh. « The “Wizard of Oz” as a Monetary Allegory ». *Journal of Political Economy* 98 (août 1990) : 739–760.
- Rolnick, Arthur J., et Weber, Warren E. « Gresham's Law or Gresham's Fallacy? ». *Journal of Political Economy* 94 (février 1986) : 185–199.

- Saint Marc, Michèle. *Histoire Monétaire de la France, 1800–1980*. Paris : PUF, 1983.
- Salter, Sir Arthur. *China and Silver*. New York : Economic Forum Inc., 1934.
- Schuettinger, Robert L., et Butler, Eamon F. *Forty Centuries of Wage and Price Controls*. Washington : Heritage Foundation, 1979.
- Schumpeter, Joseph A. *Histoire de l'analyse économique*. Paris : Gallimard, 1983.
- Stewart, William M. « Silver the Money of the People ». In *Papers and Addresses before the First National Silver Convention Held at St. Louis, November 26, 27 and 28, 1889*, édité par E.A. Elliott. St. Louis : Buxton & Skinner Stationery Co., 1889.
- T'ang, Leang-Li. *China's New Currency System*. Shanghai : China United Press, 1936 ; extraits dans *La Chine d'aujourd'hui*, Shanghai 1935.
- Timberlake, Richard H. « Repeal of Silver Monetization in the Late Nineteenth Century ». *Journal of Money, Credit, and Banking* 10 (février 1978) : 27–45.
- US Bureau of the Census. *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*. Bicentennial ed. Washington : Government Printing Office, 1975.
- US Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary Systems. *Report to the Congress*. Vol. 1. Washington : Government Printing Office, mars 1982.
- US Secretary of the Treasury. *Annual Report of the State of the Finances for the Fiscal Year Ended June 30, 1899*. Washington : Government Printing Office, 1899.
- US Secretary of the Treasury. *Annual Report for 1928*. Washington : Government Printing Office, 1928.
- Walker, Francis A. « The Free Coinage of Silver ». *Journal of Political Economy* 1 (mars 1893) : 163–178.
- Walker, Francis A. « Address on International Bimetallism », Schoolmasters' Club of Massachusetts, Boston, November 7, 1896 (a). In *Discussions in Economics and Statistics*, vol. 1, édité par Davis R. Dewey. New York : Holt, 1899.
- Walker, Francis A. *International Bimetallism*. New York : Holt, 1896 (b).
- Walras, Léon. *Éléments d'économie politique pure, ou théorie de la richesse sociale*. Éd. définitive. Paris : Pichon et Durand-Auzias, 1926.
- Warren, Georges F., et Pearson, Frank A. *Prices*. New York : Wiley, 1933.
- Warren, Georges F., et Pearson, Frank A. *Gold and Prices*. New York : Wiley, 1935.

- White, Andrew Dickson. *Fiat Money and Inflation in France*. New York : Appleton & Co., 1896.
- Wignall, Christian. « The Fall of Silver. Part 1 : China and the Silver Standard ». *Asian Monetary Monitor* 2, no. 4 (juillet-août 1978) : 33–43 (a).
- Wignall, Christian. « The Fall of Silver. Part 2 : The Last Years (1914–1935) ». *Asian Monetary Monitor* 2, no. 5 (septembre-octobre 1978) : 28–39 (b).
- Yang, Lien-Sheng. *Money and Credit in China*. Cambridge, MA : Harvard University Press, 1952.
- Yang, Peixin. *Inflation in Old China* (en chinois). Beijing : People's Publishing Co., 1985.
- Yeh, K.C. « Capital Formation in Mainland China, 1931–1936 and 1952–1957 ». Ph. D. dissertation. Columbia University, 1964.
- Young, Arthur N. *China's Wartime Finance and Inflation, 1937–1945*. Cambridge, MA : Harvard University Press, 1965.
- Young, Arthur N. *China's Nation-Building Effort, 1927–1937*. Stanford, CA : Hoover Institution Press, 1971.

MILTON FRIEDMAN

LA MONNAIE ET SES PIÈGES

Traduit de l'américain par Henri Bernard

«La théorie monétaire évoque un jardin japonais ... son apparente simplicité cache une réalité sophistiquée.»

Milton Friedman, prix Nobel d'économie, nous explique de façon accessible comment les systèmes monétaires ont influencé – et continuent dans une large mesure de gouverner – l'histoire politique, économique et sociale des nations.

L'auteur nous décrit l'évolution de la création de monnaie, depuis l'utilisation de pierres ou de plumes à l'étalon-or, puis aux monnaies fiduciaires et scripturales. Il nous permet de comprendre les mécanismes monétaires et leur impact sur l'économie mondiale et sur notre vie quotidienne.

La monnaie et ses pièges est illustré par de nombreux épisodes de l'histoire monétaire internationale (phénomènes d'hyperinflation, conséquences divergentes d'une même politique monétaire sur deux pays différents...).

Milton Friedman est actuellement directeur de recherche à la Hoover Institution de l'université de Stanford et professeur émérite d'économie à l'université de Chicago. Il a en outre déjà publié plusieurs ouvrages sur les questions monétaires.



Code 041544



9 782100 015443

ISBN 2 10 001544 3