

JACQUES
RUEFF

DE L'ACADÉMIE FRANÇAISE

LE PÉCHÉ
MONÉTAIRE
DE L'OCCIDENT

PLON

LE PÉCHÉ MONÉTAIRE
DE L'OCCIDENT

DU MEME AUTEUR

Des Sciences physiques aux Sciences morales (Introduction à l'étude de la morale et de l'économie politique rationnelles), 1922, P.U.F., traduction anglaise (1929) Oxford University Press et John Hopkins University Press. (Épuisés.)

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

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

Une Erreur économique : l'organisation des transferts, Doin, 1929. (Épuisé.)

La Crise du Capitalisme, Editions de la Revue Bleue, 1935. (Épuisé.)

L'Ordre social, 3^e édition, Editions M. Th. Génin, 1967. Traductions allemande (Eilers et Schiinemann Verlag, Brême, 1952) et espagnole (Aguilar, Madrid, 1964).

Epître aux dirigistes, Gallimard, 1949. Traduction anglaise et italienne.

La Régulation monétaire et le problème institutionnel de la monnaie, Recueil Sirey, 1953. Traductions anglaise et allemande.

Discours sur le Crédit, Editions du Collège libre des Sciences sociales et économiques, 184, boulevard Saint-Germain, Paris, 1961.

L'Age de l'Inflation, 4^e édition, Payot, 1964, Traductions anglaise (Henry Regnery, Chicago), italienne (Via Aperta, Milan), portugaise (Compania Editora Nacional, Sao Paulo) et espagnole (Guadarrama, Madrid).

Discours de réception à l'Académie française et réponse de M. André Maurois, Gallimard, Paris, 1965.

Le lancinant problème des balances de paiements, Payot, 1965, Traduction américaine (Mac Millan, New York, 1967).

Les Fondements philosophiques des systèmes économiques. (Textes de Jacques Rueff et essais rédigés en son honneur), Payot, Paris, 1967.

Les Dieux et les Rois (Regards sur le Pouvoir Créateur). Hachette, Paris, 1967 (4^e édition, 1968). Traduction espagnole (Guadarrama, 1968). Traduction anglaise (Mac Millan, New York), doit paraître en 1971.

Des sciences physiques aux sciences morales, e un essai de 1922 reconsidéré en 1969 », Payot, 1969.

JACQUES RUEFF
de l'Académie française

LE PÉCHÉ MONÉTAIRE DE L'OCCIDENT



PLON

La loi du 11 mars 1957 n'autorisant, aux termes des alinéas 2 et 3 de l'article 41, d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale, ou partielle, faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants-droit ou ayants-cause, est illicite » (alinéa premier de l'article 40).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code Pénal.

CD Librairie Plon, 1971.

Le monde est tragique parce que les hommes inventent de toutes pièces des tragédies superflues, c'est-à-dire qu'ils ne sont pas sérieux.

Henry de MONTHERLANT.
La Rose de Sable, p. XIII

PROLOGUE

Le problème que pose la monnaie de l'Occident est plus actuel que jamais. Depuis dix ans, le système monétaire international a été rapetassé par de nombreux expédients, destinés à en prolonger l'existence. Tel qu'il est aujourd'hui, il ne saurait durer.

Ce sont ses avatars qui sont décrits dans les pages qui suivent. Elles apportent un diagnostic et permettent un pronostic.

Mais cependant, quant au rythme des évolutions prévisibles, une réserve s'impose. L'art de l'expédient monétaire a été tellement perfectionné au cours de la dernière décennie que nul ne peut prévoir les artifices que produira l'esprit fécond des experts. Une chose cependant est sûre: c'est que de nouvelles innovations pourront, éventuellement, retarder la dégradation progressive du système, mais qu'elles n'en modifieront pas l'issue. A l'égard de tout pronostic, le grand maître, c'est l'événement. Et l'événement, hélas, a déjà jugé. Puisse-t-il ne pas continuer à démontrer qu'en matière de monnaie, comme dans les autres domaines, les mêmes causes produisent toujours les mêmes effets et que ceux qui s'obstinent à ignorer le passé se condamnent, irrévocablement, à le recommencer.

PREMIÈRE PARTIE

INTRODUCTION DE L'ETALON DE CHANGE-OR

CHAPITRE PREMIER

LE DIAGNOSTIC DE JUIN 1961

D'aucuns s'étonnent sans doute qu'en 1961 j'aie, presque seul dans le monde, osé évoquer les dangers qu'impliquait, dans son état du moment, le système monétaire international ¹.

Mes craintes étaient essentiellement fondées sur les ressemblances qui s'affirmaient entre l'évolution monétaire internationale des années 1958-1961 et celle de la fin des années 1926-1929 : même accumulation de devises anglo-saxonnes dans les réserves monétaires des pays européens, et notamment de la France, même inflation dans les pays créanciers.

En ces deux époques, pareillement, le régime monétaire était marqué par la généralisation d'une procédure adventice très particulière, dite dans les

1. Je dois, cependant, rendre ici hommage à mon ami Robert Trifin, professeur à l'Université de Yale. Lui aussi avait dénoncé le risque que l'étalon de change-or faisait courir à la stabilité de l'Occident. Mais si nous étions d'accord sur le diagnostic, nous différons profondément sur le choix du remède. En revanche, le professeur Michael Heilperin, de l'Institut des hautes études internationales de Genève, était proche de ma position dans tous ses aspects.

pays anglo-saxons *Gold-exchange-standard* et que l'on peut appeler, en français, « étalon de change-or ».

Ce qui marque ce régime, c'est qu'en droit ou en fait, dans les pays qu'il affecte, la circulation monétaire a pour contrepartie, au bilan de la banque émettrice, non seulement, comme en régime d'étalon-or, de l'or ou des créances libellées en monnaie nationale, mais aussi une importante proportion de devises étrangères librement convertibles en or, ce qui voulait dire, dans la période 1925-30, dollars et livres sterling et, depuis 1945, uniquement dollars.

Une note annexée au présent chapitre (page 37), donne, de façon plus détaillée, les caractéristiques de ce régime, ainsi que quelques indications sur sa genèse et l'étendue de son application.

J'avais été, entre 1930 et 1934, attaché financier à l'Ambassade de France à Londres. En cette qualité, j'avais observé, au jour le jour, l'évolution dramatique qui avait transformé la crise cyclique de 1929 en la grande dépression de 1931-34. Je savais que la tragédie était due à la dislocation du système monétaire international, par demandes de remboursement en or des balances-dollar et sterling imprudemment accumulées.

Déjà, dans une note adressée au ministre des Finances, le 1^{er} octobre 1931, en vue d'entretiens prévus entre le Président du Conseil — que je devais accompagner à Washington — et le Président des Etats-Unis, j'attirais dans les termes suivants l'attention du gouvernement sur les responsabilités de l'étalon de change-or dans la grande dépression qui ravageait l'Occident :

« Il est une innovation qui a grandement contribué aux difficultés dont le monde souffre, c'est l'institution dans un grand nombre d'Etats européens, sous les auspices du Comité financier de la Société des Nations, d'un régime monétaire qualifié de *gold-exchange-standard* ou étalon de change-or. En vertu de ce régime, les banques d'émission sont autorisées à compter dans leurs réserves non seulement de l'or et des créances en monnaie nationale, mais des devises étrangères. Ces devises, bien qu'inscrites à l'actif de l'institut d'émission qui les possède, restent évidemment déposées sur leur place d'origine.

« L'application d'un pareil mécanisme a l'immense inconvénient d'atténuer les répercussions des mouvements internationaux de capitaux sur les places qu'ils affectent. Des ressources sortant des Etats-Unis, par exemple, pour entrer dans un pays soumis à l'étalon de change-or majorent bien de leur montant les disponibilités du marché dans lequel elles arrivent, mais sans que les disponibilités du marché d'où elles viennent se trouvent diminuées. La banque d'émission qui les reçoit, les comptant dans sa réserve, les laisse en dépôt sur le marché de New-York, où elles peuvent, comme par le passé, servir de base à l'ouverture de crédits.

« Ainsi, le régime de l'étalon de change-or diminue grandement la sensibilité des réactions spontanées qui tendent à limiter ou à corriger les mouvements d'or. Il a été, par là, dans le passé, une cause de graves troubles monétaires ; il est probablement en partie responsable de la durée de la grande inflation des crédits qui a précédé, aux Etats-Unis, la

crise de 1929. Le premier acte d'une conférence internationale décidée à envisager sérieusement les problèmes de la monnaie devrait être de le supprimer. »

Le 17 mars 1933, dans une conférence prononcée à l'Ecole des Sciences Politiques sous la présidence du ministre des Finances, M. Pierre-Etienne Flandin, je développais, en le précisant, le même thème :

« Le régime de l'étalon de change-or, disais-je, est marqué par le fait qu'il donne à la banque d'émission l'autorisation de compter dans sa réserve monétaire non seulement de l'or et des effets en monnaie nationale, mais des créances libellées en monnaies étrangères payables en or et laissées en dépôt sur leur place d'origine. Autrement dit, la banque d'un pays soumis au régime de l'étalon de change-or peut émettre de la monnaie, non seulement contre de l'or et des créances en monnaie nationale, mais aussi contre des créances en dollars ou en livres sterling.

« Cette recommandation n'est pas restée lettre morte : elle a été systématiquement appliquée par le Comité financier de la Société des Nations, qui a établi le système dans tous les pays où il est intervenu : Autriche, Hongrie, Grèce, Bulgarie, Estonie, Dantzig... La France, lorsqu'elle a fait sa réforme monétaire, en 1928, a refusé de s'y rallier en droit ; mais elle a eu la faiblesse de céder aux instances de l'Angleterre en conservant, en fait, dans les actifs du Trésor — mais contre avances de la Banque de

France, ce qui revenait à les inclure indirectement dans sa réserve monétaire — des dollars et des livres.

« L'application de l'étalon de change-or a eu pour l'Angleterre le très grand avantage de lui dissimuler, pendant de nombreuses années, sa position véritable. Dans toute la période d'après-guerre, la Grande-Bretagne a pu prêter, en Europe centrale, des capitaux qui toujours lui revenaient, puisque, aussitôt entrés dans l'économie des pays emprunteurs, ils étaient déposés de nouveau sur la place de Londres. Ainsi, tels des soldats d'opéra-comique, ils pouvaient indéfiniment reparaître et permettre à leurs détenteurs de continuer à prêter à l'étranger, alors qu'avait cessé l'afflux de devises étrangères qui, dans le passé, rendait ces prêts possibles.

« En revanche, dans l'ordre monétaire, ce régime a eu d'immenses inconvénients. En premier lieu, il a grandement atténué la sensibilité et l'efficacité du mécanisme de l'étalon-or. Des capitaux sortant des Etats-Unis, par exemple, pour entrer dans un pays soumis à l'étalon de change-or, majorent bien de leur montant les disponibilités du marché sur lequel ils arrivent, mais sans que les disponibilités du marché américain se trouvent diminuées, puisque la banque d'émission qui les reçoit, tout en les comptant directement ou indirectement dans sa réserve, les laisse en dépôt sur le marché de New York, où ils peuvent, comme antérieurement à leur transfert, servir de base de crédits.

« Mais il y a plus : l'étalon de change-or désolidarise les mouvements de crédits des mouvements d'or. Il a permis par exemple, en 1927 et 1928,

le grand reflux vers l'Europe continentale des capitaux exportés aux Etats-Unis et en Angleterre, sans que les ressources métalliques de ces pays se trouvent en rien affectées. Par là, il n'a pas eu seulement pour effet de relâcher le lien entre l'or et le crédit, il l'a complètement rompu. Il a ainsi contribué à prolonger et à accentuer la distribution anormale de l'or, puisqu'il a fait en sorte que le retour des capitaux se produise sans retour d'or.

« En même temps, il constituait un formidable instrument d'inflation. Les capitaux qui refluaient vers l'Europe restaient disponibles aux Etats-Unis. Ils étaient ainsi purement et simplement dédoublés et permettaient au marché américain d'être acheteur en Europe sans cesser de l'être aux Etats-Unis. De ce fait, l'étalon de change-or a été l'une des principales causes de la grande poussée spéculative qui s'est terminée par la crise de septembre 1929, puisqu'il a retardé le moment où le freinage, dû au jeu de l'étalon-or, se ferait sentir'. »

Instruit par cette expérience, j'ai vu avec inquiétude se renouveler, après la Deuxième Guerre mondiale, les pratiques qui avaient produit la grande dépression après la Première. Cependant, jusqu'en 1958, leurs effets s'étaient trouvés dissimulés, parce que recouverts et inversés par les inflations nationales, responsables de la rareté du dollar.

C'est seulement après le retour des principales monnaies européennes à la convertibilité monétaire

1. Conférence dont le texte a été publié dans *Les Doctrines Monétaires à l'épreuve des faits* (Alcan 1933) et dans *la Revue des Deux Mondes*, 1932. La conférence est intégralement reproduite dans *L'Age de l'Inflation*, p. 47. Payot 1965.

que les conséquences de l'étalon de change-or sont redevenues dominantes.

Observant, à partir de cette date, le développement d'une situation analogue, dans son principe, à celle qui avait abouti à la catastrophe de 1931, j'ai tenu pour un devoir impérieux de m'employer, dans la mesure de mes moyens, à parer à la montée des périls.

Usant de l'autorité que m'avait valu le succès de l'assainissement financier de décembre 1958, j'ai saisi d'abord, comme il était naturel, le ministre des Finances. Par une note du 10 juin 1959 — dont de larges extraits sont reproduits ci-après (pages 79 et suivantes) — j'attirais son attention sur les modalités de la convertibilité qui venait d'être rendue à la monnaie française. Je marquais qu'à l'avenir, en vertu de la charte monétaire de Bretton-Woods, le franc serait convertible en dollars, ceux-ci seuls étant convertibles en or. Mais j'avais la conviction que la convertibilité métallique du dollar était rendue précaire par les effets de la généralisation de l'étalon de change-or. Je demandais donc au gouvernement de considérer la nature des liens qui rattachaient le dollar à l'or et de prendre toutes initiatives utiles en vue de la reconstitution d'un système monétaire international propre à durer.

Cependant, je constatais que mes recommandations étaient non seulement critiquées mais violemment contrebattues par le ministère des Finances. Aussi, ne renonçant pas à obtenir du gouvernement une initiative internationale tendant au redressement d'un régime monétaire qui me paraissait entraîner, dans l'aveuglement général, d'immenses dan-

gers, je décidai d'avertir l'opinion des périls auxquels l'ordre, la stabilité et la prospérité économiques de l'Occident étaient exposés.

J'ai poussé le premier cri d'alarme en trois articles, publiés par le *Monde* des 27, 28 et 29 juin 1961. Ces articles ont reçu une large diffusion puisqu'ils ont été reproduits, aux mêmes dates, dans le *Times* (de Londres), le *Neue Zürcher Zeitung*, le *Corriere della Serra*, l'*Orienteering Economique* (de Caracas)... ainsi que dans le magazine américain *Fortune* de juillet 1961.

Je donne ci-après, avec les sous-titres suggestifs ajoutés par le journal, le texte des trois articles du *Monde* :

UN DANGER POUR L'OCCIDENT : LE GOLD-EXCHANGE STANDARD

I. — *LE MAL.*

Dans tous les pays dont la monnaie est, en fait, rattachée au dollar, la situation se rapproche chaque jour davantage, toutes proportions gardées, de celle qui a fait, de la récession de 1929, une « grande dépression ».

L'instabilité des structures monétaires est telle que le moindre incident, survenant dans les rela-

tions internationales, sur le plan économique ou financier, peut provoquer un désastre mondial.

Cependant, les remèdes envisagés dans les négociations en cours ne tendent pas à extirper les racines du mal, mais plutôt à prolonger, de quelques mois ou de quelques années, les errements qui ont conduit à la situation présente.

Il n'est pas actuellement, pour l'Occident, de tâche plus urgente que de reconnaître le danger qui le menace et, en y parant, de rétablir dans le monde libre un système monétaire générateur d'équilibre et de durée.

Où les perdants récupèrent leur mise.

De 1926 à 1929, le monde de la convertibilité monétaire a été porté par une vague d'expansion d'une exceptionnelle ampleur.

Si l'on analyse les éléments de la situation monétaire à cette époque, on constate qu'elle est caractérisée par un afflux massif de capitaux, venant d'Angleterre et des Etats-Unis, vers l'Allemagne d'abord, à la suite de l'assainissement financier réalisé par le plan Dawes (1924), vers la France ensuite, après l'assainissement Poincaré (1926-1928).

Mais ces transferts de capitaux présentaient un caractère entièrement nouveau et, en apparence, fort insolite. En effet, les disponibilités qui en étaient l'objet, bien qu'entrant dans l'économie des pays qui les recevaient — essentiellement l'Allemagne et la France, où elles étaient génératrices de

suppléments de crédit — ne quittaient pas les pays d'outremer, d'où elles venaient.

Cette situation paradoxale était l'effet d'une modification profonde, réalisée insidieusement, dans les systèmes monétaires des pays à monnaie convertible, en application d'une recommandation formulée par la Conférence monétaire internationale qui avait siégé à Gênes en avril-mai 1922.

La résolution n° 9 de cette conférence demandait « la conclusion d'une convention internationale, tendant à l'économie dans l'usage de l'or par le maintien de réserves sous forme de balances à l'étranger ».

C'est en application de cette disposition que le régime, connu seulement sous le nom anglo-saxon de *gold-exchange standard*, a remplacé, après la Première Guerre mondiale, le vieil étalon-or — notamment en France, en Allemagne et dans tous les pays dont la monnaie avait été restaurée par le Comité financier de la Société des Nations.

Selon les canons de ce régime, les banques d'émission créent la monnaie, dont elles sont responsables, non seulement contre des créances libellées en monnaie nationale et contre de l'or, mais aussi contre des devises payables en or — c'est-à-dire après la Première Guerre mondiale, contre livres sterling et dollars.

Ainsi, recevant, du fait de l'afflux de capitaux d'outre-mer dans les pays récemment restaurés, d'immenses quantités de livres sterling et de dollars, les banques d'émission continentales, au lieu d'en demander le paiement en or, comme elles eussent été tenues de le faire en régime d'étalon-or —

au moins pour la plus grande partie de ces ressources — laissaient ces livres sterling et ces dollars en dépôt sur leurs places d'origine, où ils étaient généralement prêtés à des emprunteurs nationaux. Les banques d'émission accueillaienent ce régime nouveau avec d'autant plus de faveur qu'il substituait, dans leur bilan, des avoir productifs de revenus à des lingots ou pièces d'or entièrement improductifs.

Du fait du perpétuel retour des dollars et des livres reçus par les pays européens dans les pays d'où ces ressources émanaient, le fonctionnement du système monétaire international se trouvait réduit au jeu puéril d'enfants qui auraient convenu de rendre leur mise, après chaque partie de billes, à ceux qui l'auraient perdue.

Le secret du déficit sans pleurs

Pour constater qu'en 1960 la même situation existe, *mutatis mutandis*, il suffit de lire le message du président Kennedy sur la stabilité du dollar, en date du 6 février 1961.

Il indique, avec une admirable objectivité, que, du 1^{er} janvier 1951 au 31 décembre 1960, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis a atteint, au total, 18,1 milliards de dollars.

On aurait pu s'attendre que, pendant cette période, la réserve d'or diminuât d'un même montant. Or, s'élevant à 22,8 milliards de dollars le 31 décembre 1950, elle était encore, contre toute vraisemblance, de 17,5 milliards de dollars le 31 décembre 1960.

S'il en était ainsi, c'est que, pendant la période considérée, les banques d'émission des pays créanciers, tout en créant, en contrepartie des dollars que leur valait le règlement des déficits américains, la monnaie nationale qu'elles remettaient aux titulaires des créances sur les Etats-Unis, avaient replacé environ les deux tiers de ces mêmes dollars sur le marché américain. Ce faisant, entre 1951 et 1961, elles avaient majoré d'environ 13 milliards le montant de leurs avoirs étrangers en dollars.

Ainsi, à concurrence de ce montant, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis n'avait entraîné aucun règlement à l'étranger. Tout s'était passé, sur le plan monétaire, comme s'il n'avait pas existé.

C'est ainsi que l'étalon de change-or a accompli cette immense révolution de livrer aux pays pourvus d'une monnaie bénéficiant d'un prestige international le merveilleux secret du déficit sans pleurs, qui permet de donner sans prendre, de prêter sans emprunter et d'acquérir sans payer.

La découverte de ce secret a profondément modifié la psychologie des peuples, en atténuant ou supprimant, pour ceux qui bénéficiaient d'une monnaie-boomerang, les conséquences internes que l'étalon-or attachait aux déficits de balance des paiements.

L'étalon de change-or a créé ainsi les conditions propices à la grande mutation qu'a introduite, dans les traditions internationales, la politique du don. Laissant au donateur la joie de donner, au donataire la joie de recevoir, elle n'a comporté qu'une conséquence : la situation monétaire dont le prési-

dent Kennedy a tracé les grande lignes et dont il convient maintenant de préciser les effets.

En les présentant, je n'oublierai certes pas que les déficits de la balance des paiements des Etats-Unis ont été, au cours de la dernière décennie, beaucoup plus que compensés par les dons et prêts qu'ils ont consentis, avec une générosité sans précédent dans l'histoire, aux peuples qui, après la guerre, manquaient de devises étrangères.

Mais la méthode par laquelle on donne n'est pas moins importante que l'objet du don, surtout lorsqu'elle est propre à affecter profondément la stabilité, voire même l'existence du donataire et du donateur.

Au surplus, la situation que je vais analyser n'a été ni établie, ni même expressément voulue par les Etats-Unis : elle est le produit d'une prodigieuse erreur collective, qui restera pour l'histoire, lorsqu'elle aura été rendue consciente, un objet de stupeur et de scandale.

II. — *DEUX PYRAMIDES DE CREDIT SUR LE STOCK D'OR DES ETATS-UNIS.*

La substitution de l'étalon de change-or à l'étalon-or entraîne trois conséquences :

a) en régime d'étalon-or tout déficit de balance des paiements suscitait, par le transfert auquel le règlement donnait lieu, une contraction de pouvoir d'achat dans le pays déficitaire.

Au contraire, en régime d'étalon de change-or, le volume global du pouvoir d'achat en ce pays n'est aucunement affecté par les déficits de sa balance des paiements, quels que soient leurs montants.

Assurément, le pouvoir d'achat interne est soumis à d'autres influences, et notamment à celles qui s'exercent par la politique de crédit. Il est, en chaque période, la résultante d'un grand nombre de facteurs, plus ou moins indépendants les uns des autres. En particulier, une inflation interne peut compenser et même inverser la restriction de pouvoir d'achat qu'engendre, en régime d'étalon-or, un déficit de la balance des paiements.

Mais, sous cette réserve, on doit constater que même dans le cas où le volume des revenus est identiquement égal à la valeur de la production nationale, c'est-à-dire lorsqu'il n'y a pas inflation, l'étalon de change-or débraye entièrement le volume du pouvoir d'achat global du solde de la balance des paiements et fait disparaître, de ce fait, l'influence régulatrice qu'eût exercée, en régime d'étalon-or, le mécanisme monétaire.

Ainsi, en régime d'étalon de change-or, la balance des paiements n'est plus affectée par les règlements auxquels elle donne lieu : son équilibre ne peut plus être attendu, même dans les conditions les plus favorables, que d'une politique systématique de crédit ou d'une régulation autoritaire des échanges internationaux.

Or l'expérience a maintes fois montré qu'il était non impossible, mais fort difficile aux autorités monétaires de réaliser systématiquement, par voie de décision, les contractions de crédit dont la substi-

tution de l'étalon de change-or à l'étalon-or avait précisément pour effet de les libérer.

Quant aux manipulations autoritaires de la balance des paiements, telles celles qui s'opèrent par limitation des achats à l'étranger ou des allocations de devises aux touristes, voire par interdiction des mouvements de capitaux, elles ont, à ma connaissance, toujours échoué.

Le profane s'étonne parfois de l'action décisive qu'exercent, sur le solde des balances de paiement, les variations globales de pouvoir d'achat. Il ne peut être question d'entrer ici dans le détail du phénomène. Qu'il me suffise de marquer, pour en indiquer la nature, que tout excès en certaine période de la demande globale interne sur la valeur globale de la production nationale tend à retenir la totalité de celle-ci à l'intérieur, alors que toute différence en sens contraire libère pour l'exportation une fraction des richesses offertes sur le marché.

Au cours de la dernière décennie, les redressements de balances des paiements opérés en France et en Angleterre ont toujours été l'effet d'une contraction du volume des revenus, jamais d'une action autoritaire directe sur les divers éléments des échanges internationaux.

b) en régime d'étalon de change-or, tout déficit de la balance des paiements d'un pays dont la monnaie est retournée, par les banques d'émission qui la reçoivent, à son point de départ (Etats-Unis et, à l'intérieur de la zone sterling, Angleterre) produit

une véritable duplication des bases du crédit dans le monde.

En effet, les devises transférées pour règlement du déficit sont achetées, contre création de monnaie, par le système bancaire du pays créancier. Les encaisses ainsi engendrées sont remises aux créanciers du pays débiteur.

Mais en même temps ces devises, contre lesquelles le pays créancier a créé de la monnaie, sont replacées sur le marché du pays débiteur. Tout se passe ainsi, en fait, comme si elles ne l'avaient pas quitté.

Entrant dans le système de crédit du pays créancier, mais demeurant dans celui du pays débiteur, les devises représentatives du déficit sont l'objet d'un véritable doublement.

C'est par ce mécanisme que la substitution de l'étalon de change-or à l'étalon-or, qui serait sans effet appréciable sur le pouvoir d'achat global en une période où les balances des paiements seraient sensiblement équilibrées, devient un puissant instrument d'inflation mondiale dès qu'interviennent de grandes migrations internationales de capitaux.

L'analyse qui précède a trouvé une vérification rigoureuse, mais tragique, dans les événements qui ont précédé et suivi la récession de 1929.

Ainsi qu'il a été dit plus haut, l'assainissement des finances de l'Allemagne et de la France avait provoqué, entre 1925 et 1929, un afflux massif de capitaux d'outre-mer vers ces deux pays.

Mais l'un et l'autre appliquaient, en fait, un régime d'étalon de change-or qui, par la duplication de crédit qui en est l'effet caractéristique, a donné au « boom » de 1929 sa très exceptionnelle ampleur.

Les mouvements de capitaux qui se sont produits des Etats-Unis vers l'Allemagne et la France, pendant les années 1958-59-60, ont provoqué, par le même mécanisme, un gonflement exceptionnel des disponibilités, gonflement qui s'est traduit et se traduit encore par une hausse très anormale du cours des actions sur les marchés financiers.

En période de reflux de capitaux des pays à monnaie-refuge vers les pays anciennement désertés, la conjoncture peut être expansionniste en ceux-ci, sans être récessive en ceux-là. Les premiers entraînent les seconds — où rien ne tend à freiner le « boom » — et ainsi l'ensemble des domaines monétaires affectés par l'étalon de change-or se trouve porté, tant que durent les migrations de capitaux, par une puissante vague d'expansion, économique ou boursière, à tendance inflationniste.

Les constatations qui précèdent ne sont aucunement incompatibles avec les théories qui voient dans des hausses de salaires ne répondant pas à des augmentations de productivité l'origine du processus inflationniste et opposent l'inflation « poussée par les coûts » à l'inflation « tirée par la demande ». Bien qu'il soit souvent difficile, en pareille affaire, de démêler la cause de l'effet, nul ne peut douter que l'augmentation constante du pouvoir d'achat global provoque et légitime les revendications salariales, cependant qu'elle fait disparaître tout obstacle à leur aboutissement.

c) Mais la conséquence la plus grave de l'étalon de change-or est dans le caractère fallacieux de la structure de crédit qu'il engendre.

Dans son message précité, le président Kennedy a marqué qu'à la fin de 1960 les 17,5 milliards de dollars qui constituaient la réserve d'or des Etats-Unis étaient la garantie, d'une part, de 20 millions de dollars d'avois étrangers à court terme ou à vue, d'autre part, à concurrence de 11,5 milliards de dollars, de la circulation monétaire interne des Etats-Unis.

Je ne prétends nullement que le stock d'or subsistant ne suffise pas à assurer, dans les circonstances présentes, la sécurité de la monnaie des Etats-Unis. D'ailleurs, le président Kennedy a marqué son intention de réduire, par une modification de la réglementation existante, le volume d'or requis pour la garantie de la circulation interne.

Au surplus, le soutien du dollar pourra disposer de divers actifs encore inutilisés et, notamment, d'importantes marges de tirage au Fonds Monétaire International, ainsi que de larges avois à l'étranger.

Aussi bien n'est-ce pas la valeur du dollar que les constatations qui précèdent mettent en doute. Elles obligent seulement à constater que l'application de l'étalon de change-or en période de grandes migrations de capitaux établit une double hypothèque, de montant fort élevé, sur une fraction importante du stock d'or des Etats-Unis. Si les détenteurs d'avois étrangers en dollars demandaient le paiement en or d'une partie appréciable de leurs créances, ils pourraient provoquer un véritable effondrement de l'édifice du crédit des Etats-Unis.

Assurément, ils ne le feront pas. Mais le simple fait qu'ils soient en droit de le faire oblige à rappeler

que c'est l'effondrement du château de cartes construit sur l'étalon de change-or, en Europe, qui a fait, de la dépression de 1929, une « grande dépression ».

En 1960, toutes proportions gardées, les mêmes circonstances sont rassemblées. S'il n'y était pris garde, les mêmes causes pourraient produire les mêmes effets. Aussi est-il indispensable qu'avant qu'il ne soit trop tard la situation issue du doublement de la pyramide de crédit fondée sur le stock d'or mondial soit corrigée.

III. — COMMENT SORTIR DU SYSTEME ?

La sortie d'un système d'étalon de change-or ayant fonctionné, entre un nombre important de pays et pendant une période prolongée, pose deux problèmes :

— la substitution, au système monétaire en vigueur dans ces pays, d'un système ne tendant pas à favoriser et à entretenir le déficit des pays dont la monnaie est considérée comme équivalente à l'or par les banques d'émission qui la reçoivent ;

— la liquidation de la situation instable et dangereusement vulnérable résultant de la duplication de l'édifice de crédit construit sur le stock d'or des pays à monnaie tenue pour équivalente à l'or.

a) Pour l'avenir, le système à établir doit empêcher que les pays créanciers reçoivent, en règlement de leurs créances, un pouvoir d'achat que n'auraient

pas perdu les pays débiteurs. A cette fin, il faut qu'aucune banque d'émission ne puisse prêter à un créancier étranger des devises contre lesquelles elle aurait déjà créé du pouvoir d'achat à l'intérieur de son propre domaine monétaire ¹.

La pratique de certains grands pays — tels les Etats-Unis et l'Angleterre — dont la banque d'émission se refuse à garder dans ses actifs d'importantes réserves de devises étrangères et qui, de ce fait, n'émettent de monnaie que contre or ou contre créances libellées en monnaie nationale — satisfait à cette condition et par là répond pleinement à l'exigence sus-mentionnée.

Toutefois, d'autres systèmes de compensation multilatérale pourraient aussi y satisfaire, à condition que les soldes issus du règlement des déficits ne fussent pas remis à la disposition du pays déficitaire, par exemple par prêt à court terme sur son marché monétaire.

Cependant pareille stérilisation, parce que volontaire et onéreuse, serait toujours précaire, donc contingente, alors que celle qui résulte du jeu de l'étalon-or est la conséquence inconditionnelle et inévitable des règles qui le caractérisent.

L'évolution de l'Union Européenne des Paiements, par le « durcissement » progressif de ses modalités de règlement — c'est-à-dire par l'augmentation de la

1. Dans une étude détaillée, cette affirmation devrait être tempérée de certaines réserves. L'augmentation des encaisses monétaires stérilise, à l'intérieur de chaque pays, un pouvoir d'achat qui peut légitimement faire l'objet de prêts. Cette constatation explique que les banques puissent légitimement accumuler, sans conséquence inflationniste, les devises étrangères destinées à parer aux besoins étrangers de leur clientèle.

fraction payée en or dans les règlements qu'elle exécutait — fournit l'exemple d'un acheminement progressif vers un système d'étalon-or.

b) Pour la suppression des risques que le legs de quinze années d'étalon de change-or fait courir à l'Occident, il n'est, malheureusement, d'autre solution que le remboursement, en or, de la plus grande partie des avoirs en dollars accumulés dans l'actif des banques d'émission. Seul pareil remboursement supprimera les risques d'effondrement ou de brusque déflation qu'implique la duplication de l'édifice de crédit construit sur la réserve d'or des Etats-Unis.

La difficulté de l'opération résulte de la brusque diminution que pareil remboursement infligerait à la réserve d'or du *Federal Reserve System*.

Cependant, la situation est moins grave qu'il ne paraît, le président Kennedy ayant lui-même énuméré, dans son message, les ressources disponibles ou propres à être libérées pour pareil remboursement s'il était demandé.

Par ailleurs, la liquidation de l'étalon de change-or, si elle n'est pas l'effet de la panique — qu'il s'agit précisément d'éviter — peut être organisée et n'intervenir que progressivement.

c) Cependant, la suppression de la duplication caractéristique de l'étalon de change-or, en faisant disparaître dans les encaisses des banques d'émission les avoirs en dollars, diminuera le volume global des liquidités monétaires et pourra le réduire

à un montant inférieur au minimum nécessaire à l'exécution des règlements quotidiens.

Pareille conséquence ne saurait être admise.

Pour y parer, diverses propositions ont été formulées. La plus notoire est celle qui émane du professeur Triffin.

Le plan, très proche de celui que Lord Keynes avait présenté en 1943 ¹, est ingénieux, car il diminuerait sensiblement, du fait de la concentration des encaisses qui en serait la conséquence, les besoins de liquidités des banques centrales. Mais dans le système complexe imaginé par M. Triffin, la nouvelle monnaie de règlement ne serait que partiellement convertible et pourrait, en certaines circonstances, être vouée au cours forcé. En outre, l'autorité chargée de l'émettre serait nantie, du fait de ses facultés d'émission, d'un véritable pouvoir de prélèvement sur l'économie des Etats-membres.

C'est la crainte de l'inflation qui avait fait repousser en 1943 le plan Keynes. Les raisons pour lesquelles il avait été écarté semblent encore valables aujourd'hui et valent, également, contre divers autres plans de même inspiration.

Le refus d'une solution inflationniste a conduit certains commentateurs à rechercher dans une majoration du prix de l'or l'augmentation de la valeur nominale des encaisses métalliques. Ils observent que ce prix est resté immuablement fixé à son niveau de 1934 — 35 \$ l'once — bien que depuis cette époque les prix en dollars aient sensiblement doublé.

1. *Proposals by Experts for an International Clearing Union.*

Il n'est pas douteux que la hausse du prix de l'or en dollars, donc en même temps du prix de l'or en toute monnaie dont le cours a été fixé en dollars, augmenterait la valeur nominale des réserves métalliques et, par là, faciliterait la liquidation des fausses encaisses issues du fonctionnement de l'étalon de change-or.

On ne saurait cependant, sans imprudence, tirer de calculs simplistes l'estimation de la hausse nécessaire ou même seulement l'affirmation qu'une hausse ne saurait être évitée.

En premier lieu, l'extension et le perfectionnement des institutions de compensation existantes diminueraient sensiblement le volume des liquidités indispensables.

Par ailleurs, il est faux que la production de l'or ne soit pas grandement affectée tant par le prix qui lui est assigné que par les mouvements du niveau général des prix.

d) Toutes les considérations qui précèdent marquent que la nécessaire liquidation de l'étalon de change-or pose de difficiles problèmes d'art politique et de technique monétaire. Ils exigent une étude et une discussion approfondies.

Pour la préparation de cette discussion, il y a lieu de noter que les problèmes à résoudre ne sont ni exclusivement ni même essentiellement américains. Leur solution ne peut être trouvée que dans une modification profonde du système en vigueur pour le règlement du solde des échanges internationaux, donc des pratiques actuellement appliquées par les banques d'émission nationales.

Si l'étalon de change-or est le principal responsable du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, ce n'est pas par eux qu'il a été généralisé, mais par la Conférence monétaire internationale de 1922.

Ce qu'une conférence internationale a fait, seule une conférence internationale pourra le défaire. Mais il est indispensable qu'elle le défasse rapidement. Une crise monétaire compromettrait l'assainissement financier, enfin réalisé, dans tous les Etats de l'Occident. Elle exposerait leurs économies à une récession grave, qui porterait en elle toutes les menaces d'une « grande dépression ».

De toute façon, à chaud ou à froid, le problème de l'étalon de change-or sera prochainement résolu. Il est essentiel qu'il le soit « à froid ». A cette fin, une initiative gouvernementale est indispensable et urgente. Si elle intervient à temps, elle évitera aux populations de l'Occident le désordre et les souffrances d'une nouvelle crise mondiale.

ANNEXE AU CHAPITRE PREMIER

PRECISIONS SUR L'ETALON DE CHANGE-OR

La monnaie, qu'elle soit billet de banque ou solde créditeur en banque, résulte toujours de l'achat par une banque — banque centrale ou banque commerciale — d'un actif d'égale valeur. Dans le bilan, l'actif monétisé apparaît à l'actif, la monnaie qui en est la représentation au passif.

La condition d'égalité permanente de valeur entre les deux postes correspondants est essentielle, car c'est d'elle que dépend l'équilibre du bilan de la banque émettrice et, notamment, la possibilité, pour elle, de résorber les disponibilités mises en circulation lorsqu'elles auront cessé d'être désirées.

Cette exigence limite la liste des actifs monétisables à ceux qui ont valeur fixe en monnaie nationale : ce sont, en régime de monnaie convertible en or, le métal jaune pris au taux de la parité légale, et en tous régimes les créances libellées en monnaie nationale qui, lorsqu'elles viennent à échéance, retrouvent toujours leur valeur nominale. C'est ainsi qu'en régime d'étalon-or les statuts de la banque d'émission limitent les actifs qu'elle est

autorisée à acheter à l'or et aux créances de courte durée libellées en monnaie nationale, la limitation de durée donnant l'assurance que, chaque jour, viendront à échéance, c'est-à-dire retrouveront la valeur à laquelle ils ont été achetés, des effets dont la valeur globale soit au moins égale à celle des encaisses à résorber.

L'idée est apparue que des devises étrangères librement échangeables contre or — mais seulement autant qu'elles le resteraient — satisfaisaient à l'exigence de la valeur immuable en monnaie nationale et pourraient à ce titre être admises comme matière première de la monnaie. De cette idée est né l'étalon de change-or, supplément et non substitut au régime de l'étalon-or.

C'est la résolution n° 9 de la conférence internationale siégeant à Gênes en 1922 qui a recommandé la conclusion d'une convention internationale « tendant à l'économie dans l'usage de l'or par le maintien de réserves sous forme de balances à l'étranger ».

Il était évident que l'inclusion de balances à l'étranger dans les actifs monétisés des banques d'émission constituait bien une économie dans l'usage de l'or, car elle diminuait, à due concurrence, la quantité d'or conservée en contrepartie d'une quantité déterminée de monnaie.

La crainte d'une insuffisance d'or hantait après la Première Guerre mondiale l'esprit des économistes anglo-saxons. Le Comité financier de la Société des Nations devait constituer, vers 1927 ou 1928, « une délégation de l'or » chargée de recher-

cher les moyens de parer à un défaut de métal. L'anxiété était d'ailleurs entièrement justifiée, les prix-or (c'est-à-dire les prix aux Etats-Unis) ayant augmenté depuis 1914 d'environ 50 %, comme suite à l'afflux du métal dans le pays qui avait été, pendant la guerre, le grand pourvoyeur des belligérants. Tant que les Etats-Unis conserveraient les réserves de métal, ainsi majorées, ils pourraient continuer à assurer la convertibilité monétaire, qu'ils étaient d'ailleurs seuls au monde à pratiquer. Mais il était évident que dès que les autres Etats s'emploieraient à reconstituer leurs réserves métalliques — et l'Angleterre était revenue à la convertibilité à la parité d'avant-guerre dès 1925 — la quantité de métal deviendrait insuffisante.

Déjà à l'époque, l'illustre économiste Charles Rist avait démontré que, compte tenu de la majoration de 50 % du niveau des prix-or, le retour à la convertibilité généralisée des monnaies exigeait que le prix de l'or fût remis à sa place dans la hiérarchie des prix, c'est-à-dire majoré d'environ 50 %.

Mais, comme aujourd'hui, l'opinion anglo-saxonne et notamment américaine refusait opiniâtrement la hausse du prix de l'or. La recommandation des experts de Gênes d'économiser l'usage de l'or par la pratique du système qui devait devenir l'étalon de change-or n'était qu'un artifice, destiné à remplacer par des balances-dollar et livres sterling l'insuffisance de valeur nominale que le maintien d'un prix artificiel infligeait aux stocks d'or existants.

La même situation se reproduisit *mutatis mutandis* en 1945. C'est elle qui fit renaître de ses cendres

et pour les mêmes raisons l'étalon de change-or, disparu dans les douleurs de la grande dépression.

Pour autant que les banques privées sont créatrices de monnaie sous forme de soldes créditeurs dans leurs livres, on peut prétendre que, lorsqu'elles possèdent dans leurs actifs des devises étrangères convertibles en or, il y a toujours des traces d'étalon de change-or, même dans les systèmes d'étalon-or les plus rigoureux.

Ce sont seulement les banques d'émission qui, en pareils systèmes, se voient interdire par leurs statuts la détention d'avoirs ou de créances en monnaies étrangères.

Pareille situation existait pour la Banque de France avant le 7 avril 1926, date à laquelle elle « fut autorisée à procéder à des achats d'or, d'argent et de devises sur le marché ». Cette autorisation fut abrogée par la loi monétaire du 29 juin 1928, en application de laquelle le Trésor se substitua à la banque pour l'achat des devises étrangères offertes sur le marché.

C'est le décret-loi du 30 juin 1937, modifiant la loi monétaire du 1^{er} octobre 1936, qui a prévu que le Fonds de stabilisation des changes « aurait pour mission de régulariser les rapports entre le franc et les devises étrangères... la Banque de France ayant faculté de vendre ou d'acheter de l'or ou des devises étrangères au Fonds de stabilisation des changes ». C'est donc à partir de 1936 que le régime de l'étalon de change-or est redevenu légal en France.

Entre le 25 juin 1928 et le 30 juin 1937, la France fut en régime d'étalon-or. Mais pour l'interprétation de ce régime, il faut marquer que l'exclusion de l'étalon de change-or n'empêche évidemment pas la banque d'émission de recevoir dans ses transactions quotidiennes des devises étrangères. Elle l'oblige seulement à les céder à l'Etat ou à en demander la conversion en or à la banque d'émission débitrice. Encore cette obligation est-elle mitigée par la nécessité où se trouve toute banque de conserver dans ses caisses les devises nécessaires à ses besoins de règlements courants ou prévisibles.

Des situations particulières ont amené l'Angleterre à pratiquer systématiquement une politique d'étalon de change-or à l'égard de certains de ses créanciers. C'est ainsi qu'avant 1914 elle utilisait systématiquement la rétention de balances sterling par plusieurs dominions ou divers pays d'Amérique latine ¹.

Pour toutes ces raisons, aucun système monétaire n'est absolument pur de toute trace d'étalon de change-or. Mais ce qui marque les systèmes d'étalon-or et les distingue des systèmes d'étalon de change-or c'est que la proportion de devises étrangères dans les réserves du système bancaire, et notamment dans celles de la banque centrale, reste minime.

Ainsi, en définitive, c'est cette proportion qui caractérise le système monétaire : très faible, elle

1. Cf. : conférence de M. Lebéé dans *Les Doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, Alcan, 1932, p. 134.

en fait un système d'étalon-or, forte ou très forte un système d'étalon de change-or.

A titre d'exemple, je précise que, en 1965, la France se trouvait incontestablement en régime d'étalon de change-or. Le bilan de la Banque de France du 7 janvier 1965 faisait état de 20 666 300 000 F de disponibilités à vue à l'étranger pour 4 300 226 000 F d'encaisse-or ; le volume des devises représentait environ 34 % de l'actif global du bilan.

CHAPITRE II

LE SYSTEME MONETAIRE DE L'OCCIDENT PEUT-IL DURER ?

Mes trois articles de juin 1961 avaient soulevé de violents remous.

Pour l'information de quelques hautes personnalités qui s'y étaient intéressées et de plusieurs amis, je rédigeais, en janvier 1962, une note plus détaillée et plus technique.

Cette note étant restée inédite, je la reproduis ci-après. Le lecteur pressé, ou soucieux seulement de l'essentiel, pourra sans inconvénient se dispenser de la lire.

Mes articles sur le *gold exchange standard* — que, pour le franciser, j'appellerai dorénavant étalon de change-or — ont suscité observations et critiques. Elles ont grandement approfondi mon analyse. Faute de pouvoir marquer individuellement à leurs auteurs ma gratitude, je voudrais présenter ici les plus marquantes d'entre elles et indiquer, à mon tour, les enseignements que j'en dégage et les réflexions qu'elles m'inspirent.

On se rappelle la thèse : l'étalon de change-or, en autorisant les banques d'émission à garder dans leurs actifs, en contrepartie de la monnaie qu'elles émettent, non seulement, comme en régime d'étalon-or, de l'or et des créances libellées en monnaie nationale, mais également des devises étrangères payables en or, ne s'est pas borné, comme on le croit trop souvent, à assouplir le régime de la convertibilité métallique — qui est celui de tous les pays de l'Occident — mais en a profondément modifié les effets.

La conservation, par les banques d'émission qui les reçoivent, de créances libellées en certaines monnaies étrangères, qualifiées de monnaies-clés — en fait le dollar et à l'intérieur de la zone sterling la livre sterling — a trois conséquences essentielles :

— Elle fait disparaître, dans les pays à monnaie-clé, la contraction de pouvoir d'achat interne qu'entraînait, en régime d'étalon-or, les autres conditions restant égales, tout déficit de balance des paiements et qui tendait à le corriger ;

— Elle fait de tout transfert de capitaux des pays à monnaie-clé vers les autres pays une cause d'augmentation de pouvoir d'achat qui n'est aucunement liée à une augmentation de la valeur des richesses à acheter, ni aux exigences de l'expansion économique ;

— Elle expose la collectivité des pays à monnaie convertible aux dangers de récession qu'un effondrement de la double pyramide de crédit issue de l'étalon de change-or engendrerait.

I. — *L'étalon de change-or et la politique monétaire.*

Qu'il y ait un problème de l'étalon de change-or, les difficultés de balance des paiements qui pèsent ou ont pesé sur le dollar et la livre suffisent à le prouver et aucun de mes glossateurs ne le conteste. Mais — avec d'ailleurs de grandes différences entre leurs points de vue respectifs — ils apprécient autrement que moi la gravité et l'urgence du problème, ainsi que les modalités des solutions qu'il appelle.

1° - D'aucuns me réproouvent d'avoir mis en lumière les déficiences du système monétaire de l'Occident en une période où la conjoncture internationale requiert un effort majeur de production, que seule la confiance en l'avenir peut susciter.

J'ai déjà rencontré pareille objection à la fin de 1958. Elle émanait de ceux qui me faisaient grief d'avoir souhaité l'assainissement des finances françaises, nonobstant les charges que la guerre d'Algérie imposait à la nation.

Je demeure, au contraire, convaincu que lorsqu'un effort exceptionnel est indispensable, c'est un impérieux devoir de mettre le pays en mesure de l'accomplir, tant qu'il sera nécessaire, et que c'est lorsque la tempête menace qu'il est le plus urgent de vérifier les gréments.

Qu'on ne dise pas davantage qu'en essayant de parer aux dangers de la tempête on risque de la provoquer. Même si on la nie, elle surviendra sûrement, un jour, et qui veut y survivre doit se mettre, le plus tôt possible, en état d'y résister.

2° - Plusieurs critiques, s'ils reconnaissent les dangers de la duplication de pouvoir d'achat qu'impliquent, en régime d'étalon de change-or, toutes autres conditions restant égales, les transferts de capitaux émanant des pays à monnaie-clé, observent que ce régime est sans conséquence d'aucune sorte, donc sans effet pervers, lorsque pareils transferts n'existent pas, c'est-à-dire lorsque la balance des paiements des pays à monnaie-clé est équilibrée.

Point n'est besoin, disent-ils, d'envisager la suppression de l'étalon de change-or, puisque ce régime sera dépourvu de tout inconvénient dès que les pays à monnaie-clé auront accepté de mettre en équilibre leur balance des paiements.

Les contradicteurs qui formulent cet argument se divisent en deux groupes, quant aux méthodes dont ils attendent la mise en équilibre des balances des paiements des pays à monnaie-clé.

Le premier groupe est celui des personnes qui croient — plus ou moins consciemment — qu'un pays peut dessiner, par mesures d'autorité ou d'incitation, sa balance des paiements et, par là, la mettre en équilibre.

Assurément, les pouvoirs du gouvernement varient avec la nature des transactions internationales. Ils comportent une plus grande liberté d'action quand

le passif comprend — comme celui de la balance des Etats-Unis — des dons ou des prêts importants, dont le maintien ne dépend que d'une décision politique. Mais, même en ce cas, l'expérience révèle une singulière résistance dans le solde des engagements internationaux. Presque toujours, la réduction du passif entraîne une réduction corrélative de l'actif, le solde restant inchangé. Pareille corrélation ne saurait d'ailleurs nous surprendre. La théorie de la balance des comptes l'explique aisément.

En tout cas, l'expérience de la France et celle de l'Angleterre ont montré maintes fois, au cours de la dernière décennie, l'inefficacité des méthodes tendant à réduire par action directe sur les transactions internationales le déficit de la balance des paiements. Avant 1958, la France a tout essayé : contingentement général des importations, réduction et même suppression des allocations de devises aux touristes, subventions aux exportations, encouragements aux exportateurs par les méthodes les plus subtiles. Tout a échoué : la balance des paiements est restée imperturbablement déficitaire. En revanche, il a suffi que les réformes du 27 décembre 1958 missent un terme à l'inflation pour que la balance des paiements devînt excédentaire.

Il est possible qu'un régime entièrement planifié puisse dessiner à son gré les balances des paiements. Encore faut-il marquer que, malgré tous les pouvoirs dont il était armé, le docteur Schacht n'y a pas réussi et que c'est Staline lui-même qui a recommandé le « contrôle de l'économie par le rouble ».

Aussi bien plusieurs de mes critiques — et c'est le second groupe — qui attendent du rétablissement de la balance des paiements des Etats-Unis la suppression des inconvénients de l'étalon de change-or, savent que l'équilibre des transactions internationales ne peut être attendu de la manipulation de leurs divers éléments. Conscients des enseignements plusieurs fois renouvelés des expériences françaises et anglaises, ils n'ignorent pas que cet équilibre ne peut être rétabli que par action sur le pouvoir d'achat global, tendant à la suppression de tout excédent de la demande globale sur la valeur globale des offres, c'est-à-dire à la disparition de l'écart inflationniste.

Cette méthode, elle, s'est toujours révélée efficace, et M. Selwyn Lloyd vient d'en faire une nouvelle application — et combien vigoureuse — à l'Angleterre.

Cependant, les tenants de pareille opinion observent que si le pouvoir d'achat global est affecté, en régime d'étalon-or, par le règlement du solde des échanges internationaux, il l'est également, et plus directement encore, par la politique de crédit. Or, disent-ils très justement, c'est la résultante de toutes ces influences, et elle seule, qui affecte le pouvoir d'achat global et, par son montant, la balance des paiements.

La pertinence de cette observation ne peut être mise en doute. J'avais moi-même précisé dans le texte français de mes articles que « le pouvoir d'achat interne était affecté par d'autres influences que celles émanant du règlement de la balance des

paiements, notamment par la politique de crédit, et qu'en particulier une inflation interne pouvait compenser et même inverser la restriction de pouvoir d'achat qu'engendrait, en régime d'étalon-or, tout déficit de la balance des paiements ». Si cette réserve a été atténuée dans la traduction de *Fortune-Magazine*, elle n'en conserve pas moins toute son importance.

Il n'est pas douteux que par des restrictions de crédit ou des opérations d'open market — par exemple en vendant des bons du trésor sur le marché — la banque d'émission d'un pays à monnaie-clé peut susciter, en régime d'étalon de change-or, une réduction de pouvoir d'achat global identique à celle qu'eût entraînée, en régime d'étalon-or, le règlement du solde des échanges internationaux.

Je laisse de côté la description du phénomène que pareille impulsion déclencherait. Il est beaucoup plus complexe que ne l'admettent les thèses simplistes fondées sur la théorie quantitative de la monnaie. J'en ai présenté les grandes lignes dans deux études antérieures¹.

Mais, quel qu'il soit, le phénomène global sera déclenché, avec toutes ses conséquences, par toute réduction de la demande globale, que cette réduction résulte, mécaniquement, du règlement, en régime d'étalon-or, toutes autres conditions restant

1. *La régulation monétaire et le problème institutionnel de la monnaie* (Revue d'économie politique 1953 et une brochure à Recueil Sirey 1953), mais surtout *Théorie du taux d'escompte et de la balance des comptes*, Revue économique (Armand Colin 1957).

égales, d'un solde déficitaire de la balance des paiements ou, en tout autre régime, d'une décision consciente des autorités responsables de la politique de crédit. Encore faudra-t-il, dans ce dernier cas, pour que l'équilibre de la balance des paiements soit rétabli, que la réduction soit de même montant que celle qui serait intervenue dans le premier.

Cependant, je dois marquer ici que, contrairement à l'opinion exprimée par plusieurs de mes critiques — et par les plus éminents d'entre eux — l'alternative me paraît purement théorique.

Je ne crois pas que, en fait, les autorités monétaires, quels que soient leur courage et leur information, puissent réaliser volontairement les contractions de crédit que le simple mécanisme de l'étalon-or eût imposées.

Pareilles contractions, pour être efficaces, doivent diminuer la demande interne du montant du déficit de la balance des paiements. Elles ont donc pour objet et pour effet d'empêcher la consommation par la nation d'une partie de sa production, laquelle doit être libérée pour être mise à la disposition de l'étranger.

C'est précisément parce qu'il supprime la conséquence que tend à entraîner, en régime d'étalon-or, le déficit de balance des paiements, que l'étalon de change-or est apprécié.

Est-il concevable que les autorités monétaires ou fiscales aient, en toutes circonstances, la possibilité de faire, volontairement et consciemment, ce que la substitution de l'étalon de change-or à l'étalon-or avait pour objet de les dispenser de faire ?

Et quel avantage eût entraîné la substitution, si elle devait être, en tout cas, privée de toute conséquence ?

Mais même si les autorités monétaires et fiscales s'assignaient pour tâche — avec un courage peu commun — de faire par la politique de crédit, en régime d'étalon de change-or, ce que le règlement du solde de la balance des paiements eût fait, automatiquement, en régime d'étalon-or, elles seraient, en fait, hors d'état de le faire, au moins au moment où il eût été nécessaire que cela fût fait.

Pour en donner la preuve, nous disposons d'un document d'une haute portée : le rapport du groupe d'experts, chargé par le secrétaire général de l'O.E.C.E., en application d'une résolution du conseil du 12 juin 1959, de faire rapport sur le « problème des hausses de prix ».

Le rapport, en date du 31 mai 1961, parlant de la régulation de la demande par les autorités monétaires et fiscales, constate que :

« Les instruments actuels de la politique monétaire et fiscale ne sont pas défectueux par eux-mêmes, mais leur faible efficacité est venue de ce que l'on a hésité à les employer avec fermeté et promptitude... Ils ont été employés trop peu et trop tard... Nous avons été frappés, ajoutent les experts, des lacunes importantes et des lenteurs fâcheuses que présente dans de nombreux pays la collecte des renseignements dont les pouvoirs publics devraient disposer pour prendre des décisions rapides et bien fondées. »

J'ai précisément les plus grands doutes sur la possibilité d'obtenir rapidement les informations précises, certaines et nécessaires à la mise en oeuvre d'une politique de crédit raisonnée. J'ai eu l'occasion de participer, avec deux collègues, pendant de nombreux mois, en 1937-1938, à la gestion du fonds de stabilisation des changes. J'ai éprouvé que, devant tout déplacement de cours, il était difficile, sinon impossible, de savoir s'il répondait à des mouvements à long terme ou à de simples oscillations de marché.

Les contractions de crédit affectent, souvent douloureusement, les populations qui les subissent. N'est-il pas légitime que ceux qui ont le pouvoir de les déclencher attendent, pour les provoquer, la certitude qu'elles sont indispensables ? La conséquence est que souvent ils s'abstiennent et que lorsque, finalement, ils décident d'agir, c'est presque toujours « trop peu ou trop tard ».

Je demande aux collègues et amis qui sont « les autorités monétaires ou fiscales » et dont je sais le dévouement à l'intérêt public et le courage, de dire, en conscience, s'ils se sentent en position de déclencher les mesures de restriction de crédit propres à parer un déficit de balance des paiements — c'est-à-dire identiques à celles qu'eût provoquées le règlement effectif des soldes débiteurs — avec la rapidité et l'ampleur qui eussent marqué les conséquences internes du déficit en régime d'étalon-or.

3° - Cependant, l'étalon de change-or, s'il entretient, dans les pays à monnaie-clé, le déficit de balance des paiements, ne l'empêche pas d'exercer ses effets. Il vide, mécaniquement et inéluctablement, les dits pays de leurs réserves d'or et de devises, si bien qu'au terme d'un certain délai leurs gouvernements se trouvent devant l'alternative ou d'établir un contingentement général des importations et un contrôle rigoureux des mouvements de devises ou de rétablir l'équilibre de la balance des paiements.

Jusqu'à présent, les pays de l'Occident, après avoir essayé la première méthode et rapidement éprouvé son inefficacité, se sont trouvés acculés à la seconde. Mais ne pouvant alors se satisfaire de mots, ils n'ont eu d'autre solution que de réduire le pouvoir d'achat interne, comme l'eût fait l'étalon-or.

L'Angleterre, par la courageuse opération Selwyn Lloyd, du 26 juillet 1961, a imposé à son peuple de sévères restrictions de pouvoir d'achat. Bien qu'elles aient immédiatement retourné la situation, il est trop tôt pour que l'on puisse se prononcer sur le caractère du redressement qu'elles ont provoqué. On doit cependant constater qu'à plusieurs reprises, depuis la fin de la guerre, l'Angleterre a mis en ce u v r e , dans pareilles circonstances, une pareille procédure et que toujours elle a été efficace.

Ainsi donc les peuples qui veulent l'équilibre de leur balance des paiements se trouvent finalement condamnés à opérer volontairement et consciemment les contractions de pouvoir d'achat que le jeu de l'étalon-or eût réalisées. Mais, si les deux pro-

cédures peuvent être équivalentes quant à leur résultat, elles présentent de grandes différences dans leurs modalités et dans leurs répercussions sociales et humaines.

La première, celle qui résulte du fonctionnement de l'étalon-or, est d'application quotidienne, donc limitée, dans le montant des variations de pouvoir d'achat qu'elle réalise, au montant du solde des règlements extérieurs quotidiens. Les changements qu'elle opère sont, de ce fait, lents et progressifs. Leurs effets sont socialement à peine sensibles.

La seconde, au contraire, s'oblige à compenser, en une seule fois, l'effet cumulatif d'excédents de pouvoir d'achat souvent prolongés. La réduction de pouvoir d'achat doit être d'autant plus grande qu'elle a été plus longtemps différée. Mais, toujours, elle doit réaliser, pour être efficace, une déflation de grande ampleur. Elle applique à l'économie un véritable coup de massue et entraîne des répercussions sociales douloureuses.

En outre, elle exige, pour être mise en oeuvre, des conditions politiques, qui ne sont pas toujours réalisées et qui, d'ailleurs, sont souvent affectées par les chocs en retour qu'entraîne l'opération d'assainissement elle-même.

Peut-on vraiment échapper à l'obligation de se demander — et de demander aux autorités monétaires et politiques — s'il est sage de refuser une régulation à peine sensible et toujours efficace (sauf, naturellement, variation concomitante propre à en compenser les effets), pour s'obliger à imposer, dans le tumulte de crises monétaires et politiques, des perturbations plus amples et plus douloureuses

que celles qu'eût réalisées, en silence et seulement dans la mesure nécessaire, le mécanisme tutélaire de l'étalon-or.

4° . Plusieurs commentateurs reconnaissent que l'étalon de change-or fait de tout transfert de capitaux d'un pays à monnaie-clé vers d'autres pays une cause d'augmentation du pouvoir d'achat global dans la collectivité des pays à monnaie convertible, mais voient dans ce caractère non pas un inconvénient, mais un important avantage'.

Sans cette conséquence, disent-ils, l'augmentation rapide de la production, faute de nouvelles découvertes de gisements de métal jaune, n'aurait pu être financée ; plusieurs autres vont plus loin et affirment que, par les facilités de crédit qu'il engendre, c'est l'étalon de change-or lui-même qui est générateur d'expansion.

Les deux arguments doivent être examinés distinctement.

En ce qui concerne le premier, il faut observer que, par la large marge de crédit qu'ils comportent, les systèmes monétaires à base métallique présentent une grande élasticité et donnent aux autorités monétaires de larges possibilités d'action anticyclique. Quant à l'ampleur de leur base métallique, elle est grandement influencée par les mouvements du niveau général des prix, la production de l'or aug-

1. « *In Tact* — dit l'un des plus importants d'entre eux — *the severing of the automatic link between reserve movements and changes in the money supply is a principal advantage of the present standard.*»

mentant lorsque le niveau général des prix diminue et diminuant dans le cas contraire.

Pour constater l'existence et mesurer l'efficacité de pareille régulation, il suffit de remarquer que l'indice général des prix-or était, en 1910, sensiblement au même niveau qu'en 1890, nonobstant, dans l'intervalle, une immense expansion économique, qui requérait, pour le maintien du niveau général des prix, le triplement du stock d'or monétaire. La courbe jointe au « rapport de la délégation de l'or du Comité financier de la Société des Nations » (Genève, 1932, p. 31) montre que cette variation ne peut être tenue pour fortuite et qu'elle a été directement commandée par les variations de l'indice des prix-or.

Cependant, il va de soi que l'efficacité de pareille régulation serait grandement affectée par un déplacement sensible du coût de production de l'or relativement au prix auquel il est acheté par les banques d'émission. Depuis que le prix de l'or en dollars a été fixé, en 1934, le niveau général des prix en dollars a sensiblement doublé. Que l'on songe à ce qui serait advenu de la production du blé si son prix en dollars avait été maintenu à son niveau de 1933. Cependant, la mise en oeuvre de techniques d'extraction du métal à plus haut rendement a pu compenser partie de cette disparité, dans une mesure que seule une étude exhaustive permettrait de préciser. Ainsi, un problème majeur est posé, dont les statuts du Fonds monétaire international avaient prévu l'éventualité et dont ils fourniraient aisément la solution.

Quant au second argument, c'est celui des esprits

qui pensent qu'il n'est pas de croissance sans inflation. Ce n'est pas le lieu d'en discuter la validité. Je me bornerai à observer que si on l'admet, on n'est pas fondé à confier à des migrations de capitaux, entièrement imprévisibles et généralement fortuites, le soin d'assurer la croissance économique des pays à monnaie convertible. C'est parce que l'Allemagne et la France avaient, du fait d'un concours de circonstances purement politiques, rétabli leur situation financière dans les années 1924-1928, que s'est produite la grande expansion de crédit, génératrice du boom des années 1927-1929. C'est, de la même façon, parce que l'Allemagne et la France avaient rétabli la stabilité de leurs finances, la première après la guerre de Corée, la seconde en décembre 1958, que sont intervenues la grande expansion de crédit et la hausse du cours des actions, caractéristiques des années 1959-1961.

L'inflation issue de l'étalon de change-or est d'autant plus indésirable qu'elle est nécessairement limitée dans son montant et dans sa durée. Accumulant des créances à court terme contre la réserve métallique des pays à monnaie-clé, créances qui entrent en concurrence avec l'hypothèque de la circulation intérieure sur ces mêmes réserves, elle conduit inévitablement, si elle se prolonge assez longtemps, à une alternative : effondrement ou cours forcé.

En somme, l'étalon de change-or met l'économie tout entière dans la situation d'un homme qui tombe du dixième étage. Cela va assez bien, au début, mais il a la certitude de s'écraser au sol.

Pour toutes ces raisons, l'étalon de change-or

ne peut être admis comme instrument d'expansion économique. Qui veut obtenir l'expansion par l'inflation ne doit pas en confier le soin à une procédure incontrôlable et aveugle. Il doit avoir le courage d'en assumer directement la mise en oeuvre et le contrôle par une politique de crédit appropriée.

L'étalon de change-or est un masque trompeur, qui donne à l'inflation le visage honnête d'une procédure de règlement des engagements internationaux. Si les banques centrales veulent l'inflation, parce qu'elles en espèrent l'expansion, qu'elles la fassent ouvertement, en pleine lumière, mais qu'elles ne confient pas aux migrations de capitaux le soin de la faire, clandestinement, pour leur compte.

5° - Plusieurs commentateurs pensent que la situation de 1961 est très différente de celle qui existait en 1929. Depuis 1934, les Etats-Unis, en effet, ne sont plus engagés à donner de l'or à tous les détenteurs de dollars, mais seulement aux autorités monétaires étrangères (gouvernements et banques centrales) « pour des fins monétaires légitimes » (*for legitimate monetary purposes*).

Cette restriction soustrairait l'or des Etats-Unis à l'hypothèque des avoirs privés étrangers et permettrait aux autorités monétaires d'apprécier la légitimité des demandes de remboursement en or qui leur seraient éventuellement présentées. Au surplus, cette dernière précaution ne serait pas, elle-même, indispensable, car les banques centrales, en raison de leur haute tradition de solidarité internationale, ne sauraient se comporter de manière

« irresponsable » et compromettre, par des demandes de remboursement inopportunes, la solvabilité de leur débiteur.

Qui ne voit, hélas, la fragilité de pareilles protections ? Les détenteurs privés d'avoirs en dollars pourront toujours en obtenir le remboursement en les vendant à leur banque centrale. Toute tentative de discriminer les demandes suivant les fins auxquelles elles répondent créerait un marché noir du dollar.

Enfin, les banques centrales, si elles ont une responsabilité internationale, sont également responsables vis-à-vis des détenteurs de la monnaie qu'elles ont elles-mêmes émise. Il ne serait ni sage ni prudent de les exposer à un conflit trop grave entre ces deux ordres de responsabilité.

Qu'on ne dise pas qu'en évoquant ces dangers je menace la stabilité du dollar. Tous ceux qui ont réfléchi les connaissent. Mon propos est seulement d'écarter des sécurités fallacieuses pour obliger à recourir à des garanties efficaces.

6° - Quelques critiques se sont étonnés de ma conclusion tendant à la convocation d'une conférence internationale chargée d'organiser la liquidation de l'étalon de change-or. La réponse est simple : l'inflation issue de l'étalon de change-or n'affecte pas tel ou tel pays déterminé mais, globalement, l'ensemble des pays à monnaie convertible. Pour que la convertibilité retrouve ses vertus, il faut que toutes les banques d'émission qui la pratiquent s'engagent, simultanément, à cesser d'accumuler

des devises dans leurs actifs. Pareil engagement exige un accord international. Peu importe la procédure par laquelle il sera obtenu.

II. — *L'étalon de change-or et le courant de l'histoire.*

Pour nombre de mes critiques, mon analyse, en opposant les déficiences de l'étalon de change-or aux vertus de l'étalon-or, serait rétrograde et périmée.

Les *Cahiers de la République*, par exemple, me reprochent de vouloir ressusciter un mort ¹.

Pour Raymond Aron, « l'étalon-or appartient au passé, comme la marine à voiles ou la lampe à huile » ².

L'Economist considère qu'« il n'est pas de moyen ordonné de retarder l'horloge : l'or, l'étalon de change-or, les monnaies-clés appuyées par le Fonds monétaire international, un véritable crédit international, telles seraient, pour le système monétaire de l'Occident, les étapes d'une progression naturelle » ³.

Ces arguments sont tous fondés sur l'idée que l'étalon de change-or a été substitué à l'étalon-or, parce qu'il constituait relativement à celui-ci un progrès. Mais les faits démentent catégoriquement

1. Août 1961.

2. *Figaro*, 5 juillet 1961.

3. 8 juillet 1961, p. 152.

pareille assertion. La résolution 9 de la Conférence de Gênes qui, en 1922, a recommandé son introduction, dit, expressément, qu'elle « tend à l'économie dans l'usage de l'or par le maintien de réserves sous forme de balances à l'étranger ». Pour les experts de Gênes, l'étalon de change-or n'était qu'un expédient, une astuce, on dirait en anglais un « gadget », qui ne tendait pas à perfectionner, d'une façon durable, le fonctionnement du système monétaire mondial, mais devait permettre d'éviter l'insuffisance d'or que créerait, dans les conditions existant à l'époque, le rétablissement de la convertibilité métallique dans les pays qui l'avaient abandonnée pendant la Première Guerre mondiale.

La crainte d'une insuffisance des réserves métalliques s'imposait, de toute évidence, à l'esprit de tous ceux qui considéraient la situation issue de la guerre. Pour des raisons de droit ou de fait, les banques d'émission maintiennent une certaine proportionnalité entre la valeur en monnaie de leurs encaisses métalliques et les quantités de monnaie qu'elles ont émises sous forme de billets de banque ou de soldes créditeurs dans leurs livres. C'est cette proportion qui définissait ce qu'on appelait alors le pourcentage de couverture.

Quant aux quantités de monnaie, elles sont, elles-mêmes, sensiblement proportionnelles au niveau des prix.

Or, entre 1913 et 1920, la moyenne des prix de gros, évalués en or, était passée de 110 à 244 ¹ et

1. Rapport provisoire de la Délégation de l'or du Comité financier de la Société des Nations, 1930, p. 87.

le total des exigibilités à vue des banques centrales de 1 226 à 4 299 millions de dollars.

Avec les réserves existantes, pareilles hausses auraient dû rendre impossible le maintien de la convertibilité monétaire et, par là, prouver par le fait l'insuffisance des réserves métalliques. Pourtant, le dollar était resté pendant toute la guerre et était encore en 1920 librement convertible en or. Mais cette situation, en apparence anormale, était due à un concours de circonstances singulier.

En premier lieu, par un phénomène bien connu, l'inflation avait fait disparaître les pièces d'or. La suspension de la convertibilité métallique dans tous les pays belligérants, sauf aux Etats-Unis, créait une situation où seul ce pays payait l'or à son prix. En même temps, en raison des événements de guerre, les Etats-Unis étaient devenus la principale source des approvisionnements alliés. Ces raisons — et plusieurs autres — faisaient affluer le métal jaune dans les caisses du Federal Reserve System, dont les réserves métalliques passaient de 4 922 millions de dollars en 1913 à 7 652 en 1920 ¹.

C'est cette concentration du métal aux Etats-Unis qui rendait possible, nonobstant le changement de conditions dû à la guerre, le maintien dans le monde d'une convertibilité monétaire, celle du dollar. Mais tout conduisait à penser que ce maintien n'était possible qu'au prix de l'inconvertibilité des autres grandes monnaies et que toute tentative portant atteinte à la concentration du métal dans les caisses des banques de réserve fédé-

1. Ouvrage cité, p. 122.

raies — et notamment le retour à la convertibilité de la livre sterling et du franc français — feraient apparaître l'insuffisance du stock d'or mondial, relativement au niveau des prix existant, donc l'impossibilité du retour au régime monétaire d'avant-guerre.

Or, en 1920, tous les grands pays qui avaient établi le cours forcé pendant la guerre étaient décidés à revenir le plus tôt possible à la convertibilité métallique, à la parité d'avant-guerre. L'Angleterre y est d'ailleurs revenue en 1925. Et la France, même, malgré la forte dépréciation de sa monnaie, s'était imposé par une loi, contre tout bon sens, d'y revenir dans un très court délai.

Ainsi en 1920, c'était une certitude que la valeur des stocks d'or disponibles ne permettrait pas la mise en oeuvre de la politique voulue et affirmée par les grands pays. Pour que cette politique devînt possible, il fallait, ou une augmentation sensible de la valeur en monnaie du stock d'or disponible, ou une modification des pratiques afférentes à la convertibilité monétaire, produisant une économie sensible dans le montant des réserves métalliques qu'elle exigeait.

La première de ces deux solutions aurait pu être obtenue, de toute évidence, par une diminution du poids d'or définissant légalement le contenu métallique du dollar, c'est-à-dire par une augmentation du prix de l'or en dollars. Pareille augmentation aurait augmenté, à due concurrence, la valeur en monnaie des réserves d'or et aurait pu les porter au niveau des encaisses requises par un retour à la convertibilité généralisée des monnaies, sous

réserve de l'adoption, dans les pays dont le niveau des prix n'était pas à la parité de celui des États-Unis, d'un cours de change approprié.

Mais en 1920, aucun changement dans la définition métallique des grandes monnaies, c'est-à-dire dans la détermination légale du poids d'or dont elles étaient la représentation, n'était envisagé. Bien plus, pareil changement était formellement exclu, non seulement aux États-Unis où, en 1920, le niveau des prix était le double de ce qu'il était avant-guerre, mais en Angleterre, où il était le triple, et en France, où il était le quintuple.

La solution d'une augmentation de la valeur nominale des stocks d'or existants, par augmentation du prix de l'or, étant écartée, il ne restait d'autre solution, si l'on entendait poursuivre la politique de retour à la convertibilité métallique, qu'une modification des pratiques de la convertibilité, produisant une économie sensible des quantités d'or qu'elle requérait. C'est pareille économie que l'étalon de change-or a fournie, permettant de tirer d'un même stock d'or deux moutures monétaires, en comptant à la fois, dans les réserves, le métal dont il était constitué et les devises qui en étaient la représentation.

Une courte histoire de l'étalon de change-or montrerait que ce régime a été imposé à l'Inde en 1898, réservant l'or à ses relations extérieures et l'argent à la circulation interne.

L'ingéniosité du système fut immédiatement appréciée. Il s'étendit rapidement aux pays à mon-

naie-argent : les Philippines en 1903, le Mexique en 1905 et, par le mécanisme des caisses de conversion, aux pays voués au régime du papier-monnaie : l'Argentine en 1899, le Brésil en 1905. Par le jeu du compte courant du Trésor, il régissait également les relations financières de certaines colonies françaises avec leur métropole.

Un commentateur averti disait, en 1932, de l'étalon de change-or : « C'est un remède quasi colonial, à coup sûr exotique, administré à des monnaies depuis longtemps malades ; il n'est ni un système, ni une doctrine, mais un pis-aller, un expédient empirique, ingénieux à coup sûr, souvent efficace, dont personne, à l'époque, n'aurait pu soupçonner la fortune future ¹. »

Ainsi c'est une véritable dérision que de voir, dans la résolution de la Conférence de Gênes recommandant, en 1922, la généralisation de l'étalon de change-or, l'effet d'un effort délibéré de perfectionnement monétaire. Pareille généralisation n'a été, dans l'esprit même de ceux qui l'ont recommandée, qu'un artifice qui devait permettre de concilier deux volontés contradictoires : celle qui tendait au rétablissement rapide de la convertibilité monétaire, dans les conditions nouvelles issues des inflations de guerre, et celle qui refusait d'envisager tout changement dans les parités légales des monnaies.

C'est cet expédient que le Comité financier de la Société des Nations a systématiquement géné-

1. Edmond Lebée dans *Les Doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, p. 137 (Alcan, 1932).

ralisé, en en faisant le principe du régime monétaire établi dans tous les pays dont il sauvait la monnaie : en Autriche, en Hongrie, en Grèce, en Bulgarie, en Estonie, à Dantzig. En même temps, le régime était étendu à l'Allemagne, sur recommandation des comités Dawes et Young, cependant que la France acceptait de s'y soumettre, indirectement, à partir de 1928, pour une large partie de ses réserves monétaires.

Par cette généralisation, l'étalon de change-or était devenu, en fait, dès 1925, le système monétaire de l'Occident — sous réserve de son adoption plus tardive par la France. Il comptait deux monnaies-clés : le dollar et la livre sterling, flanquées de monnaies satellites qui, à des degrés divers, s'y trouvaient rattachées.

C'est ce régime qui s'effondra en 1931 et disparut complètement dans la catastrophe de la grande dépression.

Après la dernière guerre, surtout à partir du moment où la balance des paiements des Etats-Unis devint déficitaire, le système de l'étalon de change-or se reconstitua progressivement, mais plus insidieusement cependant qu'après la Première Guerre mondiale. Dès lors que son principe était admis, il bénéficia de la complaisance des instituts d'émission, qui y virent l'avantage, quand ils étaient créanciers, de substituer des avoirs productifs d'intérêt à du métal jaune, entièrement stérile et, lorsqu'ils étaient débiteurs, d'éviter les pertes d'or qui auraient rendu ostensible le déficit de leur balance des paiements.

Rien dans le processus de régénération de l'étalon

de change-or ne permet d'apercevoir, où que ce soit, ni dans le chef des Etats, ni dans celui des instituts d'émission, un souci conscient de progrès, ni même le sentiment qu'ils accomplissaient un acte important en acceptant de garder des devises dans l'actif des banques centrales.

La généralisation en Europe, entre 1922 et 1928, de l'étalon de change-or, par application de la résolution 9 de la Conférence de Gênes et sous les auspices du Comité financier de la Société des Nations, marque un véritable tournant de l'histoire. Bien qu'à l'époque elle parût purement technique et restât entièrement ignorée de l'opinion, elle fut bien près de détruire ce que nous appelons encore la civilisation occidentale.

La principale conséquence de l'étalon de change-or fut, par l'effet du phénomène de duplication antérieurement décrit, de débrayer l'évolution du pouvoir d'achat des exigences de l'expansion économique, pour la soumettre aux influences erratiques des migrations internationales de capitaux.

C'est ainsi que le reflux des capitaux vers l'Allemagne fit passer les avoirs étrangers de la Reichsbank, entre 1923 et 1924, de 747 millions de reichsmarks à 1 198 et ceux de la Banque de France, entre 1927 et 1928, de 252 à 32 845 millions de francs.

Ce sont ces immenses créations de pouvoir d'achat sans cause qui, malgré les variations compensatoires qu'elles tendaient à provoquer, ont poussé joyeusement le monde dans le boom des années 1928-1929

et provoqué, non une hausse générale des prix, mais une envolée spectaculaire du cours des actions sur les marchés financiers.

Mais il était évident que la duplication de pouvoir d'achat ne pouvait se poursuivre indéfiniment. En 1931, ce fut l'effondrement, qui ramena, entre la fin de 1930 et celle de 1931, les avoirs étrangers de la Reichsbank de 764 à 120 millions de reichsmarks, ceux de la Banque de France de 26 à 21 milliards de francs, ceux de l'Autriche de 801 à 140 millions de schillings.

L'effondrement de la double structure de crédit, issue de l'étalon de change-or, provoqua une formidable contraction de pouvoir d'achat. Ainsi le monde commença à s'enfoncer dans la plus terrible crise de déflation de son histoire. Les débouchés se fermaient, les produits agricoles devenaient invendables, le chômage étendait ses ravages dans tous les secteurs de la population et répandait partout le désespoir et la ruine.

L'indice des prix tomba progressivement, entre 1929 et 1931, aux Etats-Unis de 137 à 105 (100 en 1938), en France de 124 à 92, en Angleterre de 127 à 89, en Allemagne de 137 à 111.

Il était manifeste qu'avec un changement de pareille ampleur dans la valeur nominale de toutes les richesses les contrats en monnaie ne pouvaient être exécutés. Les faillites se généralisaient et, partout dans le monde, le paiement des dettes anciennes, internes ou internationales, était suspendu. En même temps, s'introduisaient et se développaient dans les relations commerciales internationales le

système du contingentement, les contrôles de change et les clearings.

Tout le réseau des obligations juridiques, qui sont l'étoffe même de la vie économique, se trouvait ébranlé.

Les peuples réagirent de façons très diverses à cette immense catastrophe. On peut distinguer trois sortes de comportements dans les dispositions qui furent prises pour y parer.

Les pays à monnaie-clé — en 1930, l'Angleterre et les Etats-Unis — durent faire face aux demandes d'or que l'établissement de l'étalon de change-or avait différées. Forts de leurs traditions d'honnêteté commerciale et de respect des contrats, ils essayèrent, en premier lieu, de respecter la lettre et l'esprit de leurs engagements. C'est ainsi que l'Angleterre, dans l'été 1931, voyant sa réserve d'or s'amenuiser, contracta plusieurs emprunts à l'étranger — notamment en France — pour le renforcement de ses réserves de change. Mais, malgré sa bonne volonté, elle dut finir par constater la vanité de ses efforts et se résigna, en septembre ou octobre 1931, à accepter la dépréciation de la livre sterling, dont le prix passa, à Paris, d'environ 124 F en 1930 à 89 F en 1932 et à 84 F en 1933.

Cette dépréciation rétablit rapidement l'équilibre de la balance des paiements et augmenta proportionnellement à son montant la valeur nominale de l'encaisse-or.

Par le choix qu'elle avait ainsi accompli, en acceptant, pour le prix de l'or, une hausse comparable

à celle des autres prix, l'Angleterre put rapidement retrouver son équilibre, effacer, dans sa situation monétaire, les ravages que l'étalon de change-or y avait exercés et maintenir tous les principes de base de sa civilisation économique et financière.

Les Etats-Unis connurent une expérience analogue, mais plus tardive. Ils essayèrent d'abord, comme l'Angleterre, de défendre et de maintenir. Mais, en 1933, le président Roosevelt décida, non pas d'accepter, mais de provoquer une dépréciation du dollar, c'est-à-dire une hausse du prix de l'or en dollars, prix qui passa, en 1934, de 20,67 à 35 dollars l'once, marquant ainsi une dévaluation d'environ 69 %.

Par sa décision, le président Roosevelt mit un terme à la crise et effaça, pour les Etats-Unis, les conséquences du remboursement des créances que l'étalon de change-or avait si dangereusement accumulées. Cette politique monétaire grandiose sauva son pays et, avec lui, l'économie de l'Occident.

A l'opposé des réactions anglaises et américaines, se placent les réactions allemandes. La crise bancaire de 1931 provoqua en Allemagne — où les souvenirs des grandes inflations qui suivirent la Première Guerre mondiale étaient vivaces — une nouvelle fuite devant le mark. Une conférence internationale fut réunie à Londres dans l'été 1931, sous la présidence du premier ministre M. Mac Donald, pour tenter d'y parer. Le trouble était produit par le désir des détenteurs de capitaux placés à court terme en Allemagne de les en faire sortir. Leurs demandes de change mettaient en danger la balance des paiements allemande et obligeaient la Reichs-

bank à faire valoir, sur les Etats-Unis et sur l'Angleterre, les droits à versement d'or que les créances, accumulées par le système d'étalon de change-or, lui valaient.

Par un singulier paradoxe, ce fut le représentant des Etats-Unis, l'Honorable Mr. Stimson, qui proposa le remède. Constatant que le danger résultait de la tendance des capitaux à court terme à sortir d'Allemagne, il proposa, pour y porter remède, l'immobilisation de ces capitaux dans le pays où ils étaient placés, nonobstant le droit et la volonté de leurs détenteurs de les en sortir t.

Le Comité du standstill, réuni aussitôt à Bâle, fixa la technique et les règles du blocage, en Allemagne, des capitaux à court terme. En les recommandant au gouvernement allemand, ce fut le contrôle des changes que, sans le savoir, il inventait et installait. Pour maintenir l'apparence d'un niveau monétaire périmé, il conseillait à l'Allemagne de suspendre ses engagements à l'égard de l'étranger et l'autorisait à mettre en place, avec la bénédiction de ses créanciers, le système qui allait permettre au docteur Schacht et à Hitler de financer la préparation à la guerre et finalement de la déclencher. Surtout, il semait le grain d'où devait germer, inévitablement et presque spontanément, le rationnement généralisé, base de la civilisation

1. J'ai exposé, dans une conférence intitulée * Souvenirs et réflexions sur l'âge de l'inflation », les débats de cette tragique conférence de Londres, à laquelle j'eus l'honneur d'assister (Documents du Centre universitaire méditerranéen, 13 février 1956, tome IX des Annales du C.U.M.). La conférence est reproduite dans *L'Age de l'inflation*, p. 17 (Payot, 1963).

totalitaire, dont le nazisme et le communisme allaient devenir les champions.

Entre les deux extrêmes, les autres pays : France, Belgique, Pays-Bas, Suisse, essayèrent de maintenir leur niveau monétaire, tout en respectant leurs engagements. Ils formèrent le « bloc-or », cimenté par un refus commun de dévaluation, c'est-à-dire de tout changement du prix de l'or évalué dans leurs monnaies respectives.

Leur économie s'enfonça dans le marasme et, de crise en crise, ils finirent par comprendre qu'une seule alternative leur était offerte : la dévaluation, avec l'Angleterre et les États-Unis, ou le rationnement généralisé, avec l'Allemagne et la Russie.

En 1936, après de graves désordres, ils décidèrent de rejoindre le peloton des pays qui avaient choisi de maintenir leur civilisation en sacrifiant, non pas leur monnaie, mais une parité légale, définie par un prix de l'or dont l'étalon de change-or avait fait une apparence périmée.

Après une ou plusieurs dévaluations, ils retrouvèrent, avec le fonctionnement normal de l'étalon-or, la prospérité de leur économie et l'équilibre de leur balance des paiements.

Le tableau qui vient d'être dessiné montre avec évidence que ce n'est pas l'étalon-or qui s'est effondré dans le désastre et la honte de la grande dépression, mais la caricature grotesque qu'en est l'étalon de change-or.

Ce sera l'honneur et la gloire du président Roosevelt d'avoir compris, en 1934, que pour réta-

blir la réalité de l'étalon-or, il fallait renoncer à l'apparence d'une parité légale dont les excès du *gold-exchange-standard* avaient fait une forme vide de substance. Le « fétiche périmé » qu'il sacrifia, ce ne fut pas l'étalon-or, mais le niveau monétaire auquel il était pratiqué.

Certes, la fixité de la parité légale est le trait essentiel de l'étalon-or. C'est même sa principale vertu que de maintenir toute l'échelle des prix, dans les pays qui s'y soumettent, à un niveau qui fait coïncider le coût moyen de production de l'or¹ avec la parité légale de la monnaie. Mais lorsque son fonctionnement a été suspendu — comme dans presque tous les pays belligérants pendant les deux dernières guerres — ou perturbé — ainsi qu'il l'a été par l'application dans une grande partie du monde d'un régime qui, tel l'étalon de change-or, distend, au point presque de le rompre, le lien qui unit à l'or le volume du pouvoir d'achat global — alors il n'est d'autre solution que de sacrifier les apparences pour sauver les réalités et, en reconnaissant la situation que l'on a laissé s'établir, de recréer les bases d'une expansion durable dans l'ordre et la stabilité.

1. Et dans les pays qui ne produisent pas d'or, son coût moyen en exportations.

DEUXIÈME PARTIE

ESSAIS DE PERSUASION

CHAPITRE III

PRUDENCE ET DISCRETION

Le lecteur a sans doute remarqué que les recommandations formulées pour la sortie du système de l'étalon de change-or dans les paragraphes *c)* et *d)* des pages 33 et 35 ci-dessus sont vagues et ambiguës. Elles montrent cependant que la liquidation de l'étalon de change-or exigera, pour le remboursement des balances-dollar, la disponibilité de ressources de montant fort élevé. Mais quant à la procédure propre à fournir ces ressources, mes suggestions se bornaient à présenter une alternative : plan Triffin, c'est-à-dire création de monnaie par une institution internationale appropriée, ou hausse du prix de l'or.

Si le paragraphe *c)* laisse apparaître les risques inflationnistes qu'implique la première solution et l'efficacité de la seconde, il le fait en termes sibyllins, marquant que la hausse du prix de l'or n'est aucunement certaine et qu'en tout cas son quantum ne saurait être prévu.

L'obscurité de ma rédaction était consciente et volontaire. Je savais que des propos trop nets sur la nécessité d'une hausse du prix de l'or pourraient

susciter une spéculation dangereuse pour les réserves de la Banque de France. Je tenais à éviter que les fonctions que j'avais antérieurement remplies au ministère des Finances et à la Banque de France, ainsi que le rôle que je venais de jouer dans l'assainissement financier de 1958, pussent faire croire qu'une solution recommandée par moi bénéficiait implicitement d'une sorte d'aval officiel.

En outre, il ne m'échappait pas que l'opinion aux Etats-Unis était très hostile à tout changement du prix de l'or. Je ne pouvais donc espérer une décision *a priori*. Tout ce que je pouvais souhaiter était l'ouverture d'une procédure tendant à la recherche objective d'une solution efficace, car je tenais pour certain que des esprits impartiaux opteraient pour la hausse du prix de l'or si tous les arguments qui militaient en sa faveur leur étaient clairement exposés. C'est pareil processus d'éclaircissement mutuel que j'avais en vue en affirmant, dans l'avant-dernier alinéa, que « ce qu'une conférence internationale avait fait, seule une conférence internationale pourrait le défaire ».

Cependant, si je m'étais imposé une prudente réserve sur la question délicate du prix de l'or — réserve que j'ai gardée tant que la question ne fut pas posée aux yeux de tous et en pleine lumière par le général de Gaulle dans sa retentissante conférence de presse du 4 février 1965 — je sentais impérieusement le devoir d'exposer aux autorités françaises les dangers auxquels nous exposait le système monétaire international en vigueur et la

nécessité d'en provoquer la réforme, avant qu'il n'eût provoqué dans le monde et singulièrement dans notre pays des troubles graves.

Le 10 juin 1959, j'adressais au ministre des Finances une « note sur quelques réformes indispensables »

« L'assainissement financier, disais-je, est loin d'être terminé. Rien ne serait plus dangereux, au stade actuel, que de s'endormir dans une fausse quiétude et une vaine satisfaction. La présente note énumère quelques-unes des réformes propres à écarter de l'assainissement financier les graves dangers techniques et politiques qui le menacent.

« Depuis la convertibilité établie fin décembre, la monnaie française est attachée au dollar. Cette mesure était indispensable, mais elle lie le niveau des prix français à celui des Etats-Unis. C'est la solution donnée demain aux revendications des ouvriers de la sidérurgie américaine qui décidera de l'évolution de l'indice des prix en France.

« Cette situation ne doit pas durer. Cependant, il ne serait ni possible ni désirable que le franc fût détaché du dollar. La seule solution pratique est dans le resserrement des liens qui attachent le dollar — et par son intermédiaire toutes les monnaies convertibles — à l'or.

« Les Etats-Unis ne sont pas disposés actuellement à accepter pareille solution. Par contre, ils sont émus de leurs pertes d'or (deux milliards et demi de dollars pendant la dernière année) et sentent les dangers qui, à long terme, menacent leur mon-

naie. Ils cherchent une solution et sont prêts à accueillir suggestions et conseils.

« Or, depuis notre redressement, nous sommes moralement en position d'inspirer et de diriger le rétablissement des systèmes monétaires de l'Occident.

« Si nous ne prenons pas une initiative en ce domaine, d'autres — et probablement l'Allemagne — la prendront. Cependant, la question est complexe. Je demande qu'elle soit étudiée dans un petit groupe de travail qui puisse à bref délai présenter des suggestions au gouvernement en vue de l'élaboration d'un plan d'action. »

Le 28 février 1961, dans une « note pour le Premier Ministre », je reprenais le même thème :

« La situation économique et financière reste bonne, mais appelle cependant des décisions dans certains domaines. Les dangers qui affectent le dollar font peser sur tout l'Occident la menace de la « grande dépression » que ne pourrait manquer d'entraîner un effondrement du *gold-exchange-standard*. Toute œuvre de reconstruction financière se trouverait mise en cause.

« J'ai demandé — dans ma note au ministre des Finances du 10 juin 1959 — qu'une position française fût élaborée, notamment vis-à-vis des Etats-Unis. Le paragraphe était rédigé comme suit :

(Ici, je reproduisais le paragraphe précité de ma note au ministre des Finances.)

Je concluais :

« Le récent message du président Kennedy sur la balance des paiements de son pays et les tractations financières entre les Etats-Unis et l'Allemagne marquent que cette étude est, plus encore que je ne le croyais, indispensable et urgente. »

Ces recommandations semblant devoir rester sans effet, j'en entretins le général de Gaulle le 16 mars 1961. Je confirmais mes propos dans une lettre que je lui adressais le 5 mai 1961 :

Mon Général.

« Au cours de l'audience que vous avez bien voulu m'accorder le 16 mars, vous m'avez interrogé notamment sur la mise en oeuvre des réformes qui, aux termes de mon dernier rapport, seraient propres à favoriser l'expansion économique et le progrès social.

« J'ai eu le sentiment que les informations que je vous soumettais sur la situation monétaire des Etats-Unis avaient retenu votre attention. Il me semble qu'elles pourraient jouer un rôle important dans vos prochains entretiens avec le président Kennedy ¹, en fournissant le moyen de lui montrer que la situation du dollar est vulnérable et dangereuse et qu'elle exige l'appui des nations de l'Occident et singulièrement de la France.

1. Le président Kennedy devait passer à Paris les journées des 31 mai, 1^{er} et 2 juin 1961.

« Je viens de passer trois jours à Washington. J'ai essayé mes arguments sur le président du Federal Reserve Board et sur les deux sous-secrétaires au Trésor. Ils n'ont pu se refuser à l'évidence et m'ont paru émus et surpris des conclusions auxquelles elle conduisait.

« Sur la crise du dollar, le président Kennedy a tout dit dans son message du 6 février 1961. Mais il ne sait pas qu'il l'a dit. Et, à ma connaissance, personne ne lui a jamais dit qu'il l'avait dit.

« La situation présente est le produit de l'erreur collective que les banques d'émission de l'Occident ont commise en acceptant de substituer à l'étalon-or le régime connu seulement sous son nom anglo-saxon de *gold-exchange-standard*. Par cette substitution, ces banques d'émission se sont mises en mesure de prêter immédiatement aux Etats-Unis tout ou partie des dollars qu'elles recevaient en règlement des déficits de la balance des paiements de ce pays.

« Ce qu'elles avaient ainsi la faculté de faire, beaucoup l'ont fait et notamment, à des degrés divers, la Reichsbank, la Banque d'Italie, la Banque du Japon et la Banque de France.

« Dans la mesure où le système nouveau a été appliqué, il a dispensé, en fait, les Etats-Unis de l'obligation de régler leurs dettes à l'étranger. Ils ont pu ainsi prêter, donner et même acheter hors de leurs frontières, sans souci de leurs propres facultés, ce qui leur a permis de recueillir tous les bénéfices de la générosité internationale sans en éprouver immédiatement les inconvénients.

« La situation se résume dans les chiffres suivants, extraits du message du président Kennedy :

Du 1^{er} janvier 1951 au 31 décembre 1960, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis a été, au total, de 18,1 milliards de dollars ;

La réserve d'or des Etats-Unis était de 22,8 milliards de dollars le 1^{er} janvier 1951. Le 31 décembre 1960, elle se serait trouvée réduite à 4,7 milliards de dollars si, en cette période, les Etats-Unis avaient réglé le déficit de leur balance des paiements à l'étranger ;

— Or, le 1^{er} janvier 1961, la réserve d'or des Etats-Unis était encore de 17,5 milliards de dollars ;

— Cette situation, en apparence insolite, résulte de la mise en oeuvre du *gold-exchange-standard*, qui a conduit les Etats créanciers à prêter aux Etats-Unis, sous forme de dépôts à vue ou à court terme, 13 milliards de dollars ;

Sur la réserve d'or de 17,5 milliards de dollars, pèse actuellement une double hypothèque : celle des 13 milliards de dollars de dépôts à vue ou à court terme issus du fonctionnement du *gold-exchange-standard* et celle des 11,5 milliards de dollars requis, en vertu de la réglementation existante, pour la garantie de la circulation interne des Etats-Unis.

« Conséquence et conclusion : les banques d'émission de l'Occident, si elles utilisaient les droits que leur donnent expressément leurs dépôts à vue et

à court terme, pourraient mettre en faillite, demain, le Federal Reserve System. Assurément, elles ne le feront pas, au moins tant qu'aucune menace politique ou simplement financière ne les incitera pas, pour se sauver elles-mêmes, à le faire. Mais il est à craindre que lorsque pareille menace se réalisera le sentiment de leurs devoirs à l'égard des monnaies dont elles ont la charge l'emportera — ainsi qu'il est advenu en 1931 — sur leur complaisance à l'égard du dollar.

« L'insolvabilité de fait du système monétaire des Etats-Unis fait peser sur tout l'Occident de graves dangers et, notamment :

— La menace d'une grave crise du dollar, qui risquerait de compromettre la stabilité financière, si péniblement rétablie, de tous les pays qui ont de larges avoirs en dollars ;

— La menace d'une « grande dépression » analogue, *mutatis mutandis*, à celle des années 30, issue elle-même d'un premier effondrement du *gold-exchange-standard*.

« J'avais déjà suggéré, dans une lettre au ministre des Finances, du 10 juin 1959, une initiative tendant à organiser internationalement le sauvetage du dollar. Cette suggestion n'a pas été retenue. Elle est plus justifiée que jamais, les projets actuellement envisagés — au moins dans la mesure où Washington, à défaut de Paris, a jugé utile de m'en informer — ne tendant qu'à prolonger, pour quelques mois ou quelques années, les errements qui ont conduit à la situation présente. L'initiative que je souhaitais en 1959, tendant à organiser interna-

tionalement le sauvetage du dollar, est indispensable et urgente.

« Mais seule, dans les circonstances présentes, la France est en mesure de la prendre.

« Il va de soi que la mise en oeuvre de ma suggestion exigerait que le président Kennedy fût mis en face des réalités de la situation du dollar, avec une vigueur qui a, jusqu'à présent, fait défaut dans les échanges de vues auxquels elle a donné lieu.

« Si le principe de ce changement de politique était retenu, je préparerais pour sa mise en oeuvre un memorandum qui préciserait les divers aspects de la situation monétaire des Etats-Unis et marquerait les dangers qu'elle implique, à très court terme, non seulement pour les Etats-Unis, mais pour tous les pays de l'Occident ¹. »

C'est au memorandum ainsi annoncé que je donnais la forme des trois articles reproduits plus haut sous le titre « Un danger pour l'Occident : le *Gold-exchange standard*. ». Je pensais qu'en saisissant non seulement les hautes autorités intéressées mais aussi l'opinion publique de plusieurs pays dépendant, autant que la France, d'une solution raisonnable du problème, je donnerais plus de force à mes arguments, dont je savais qu'ils rencontraient hostilité ou indifférence au ministère des Finances et à la Banque de France.

1. La reproduction de cette lettre a été expressément autorisée par le général de Gaulle.

Une lettre du ministre des Finances ne pouvait me laisser aucun doute à cet égard. Le 8 décembre 1961, me remerciant de l'envoi d'un « Discours sur le Crédit » que je venais de prononcer, il m'écrivait :

« Je crains que vous ne me convainquiez pas dans cette affaire. Comme dans celle du *Gold-exchange standard*, vous me paraissez « sous le régime de l'inexactitude de la position de la question ». Ce n'est pas la politique du crédit qui peut résoudre les problèmes fondamentaux et le monde entier le sait. »

La thèse qui inspirait cette observation est bien connue. Elle a plusieurs fois suscité des communications du gouverneur de la Banque de France au ministre des Finances. En substance, elle se ramenait à ceci : « La Banque n'est pour rien dans les difficultés financières. Que l'Etat remette ses affaires en ordre et tout ira bien. »

Or il se trouvait que, depuis l'assainissement financier de fin 1958, les affaires de l'Etat étaient en ordre et que, néanmoins, nous subissions à l'intérieur une inflation caractérisée, liée, de toute évidence, au déficit de la balance des paiements des Etats-Unis. Les problèmes budgétaires étant temporairement résolus, le problème du crédit et celui du système monétaire international étaient devenus, pour reprendre l'expression du ministre des Finances, des « problèmes fondamentaux ».

Si je n'avais pas réussi à convaincre le ministre des Finances de la validité de mon diagnostic, je rencontrais, en revanche, dans l'entourage du général de Gaulle une audience amicale et attentive. J'étais en relations très confiantes avec le Secrétaire général de la Présidence de la République, Etienne Burin des Rozières. Par un effort peu commun, ce diplomate — actuellement Ambassadeur de France à Rome — était devenu l'un des meilleurs connaisseurs de la chose financière. Je le savais en étroite communion d'idées avec moi et je n'ignorais pas qu'il entretenait souvent de mes préoccupations le président de la République.

Par ailleurs, le ministre des Affaires étrangères, Maurice Couve de Murville, qui fut mon collaborateur immédiat lorsque j'étais, de 1936 à 1939, directeur du Mouvement général des Fonds au ministère des Finances, était, en matière monétaire, très proche de ma pensée. Il est probable qu'il a plusieurs fois attiré l'attention du général de Gaulle sur l'aspect diplomatique des problèmes que posaient le système monétaire international, le déficit persistant de la balance des paiements des Etats-Unis et l'inflation généralisée qui, dans les pays créanciers, en était la dangereuse conséquence.

CHAPITRE IV

LA CONFERENCE DE PRESSE DU GENERAL DE GAULLE

C'est le 4 février 1965 que le général de Gaulle prit pour la première fois position sur la nécessité et le rôle de l'or comme base des échanges internationaux. Il le fit en répondant, dans sa conférence de presse du même jour, à une question sur les investissements étrangers en France ¹ :

« Je vais tâcher d'expliquer ma pensée sur ces points. A mesure que les Etats de l'Europe occidentale, décimés et ruinés par les guerres, recouvrent leur substance, la situation relative qui avait été la leur par suite de leur affaiblissement apparaît comme inadéquate, voire abusive et dangereuse. Rien d'ailleurs dans cette constatation n'implique de leur part et, notamment, de celle de la France quoi que ce soit d'inamical à l'égard d'autres pays, en particulier de l'Amérique. Car, le fait que ces

1. Le texte qui suit est extrait des *Discours et messages*, tome tv, pages 330 et suivantes (Pion, 1970). La reproduction a été expressément autorisée par le général de Gaulle.

Etats veuillent, chaque jour davantage, agir par eux-mêmes dans tout domaine des relations internationales procède simplement du mouvement naturel des choses. Il en est ainsi pour ce qui est des rapports monétaires pratiqués dans le monde depuis que les épreuves subies par l'Europe lui firent perdre l'équilibre. Je veux parler — qui ne le comprend ? — du système apparu au lendemain de la Première Guerre et qui s'est établi à la suite de la seconde.

« On sait que ce système avait, à partir de la Conférence de Gênes, en 1922, attribué à deux monnaies, la livre et le dollar, le privilège d'être tenues automatiquement comme équivalentes à l'or pour tous paiements extérieurs, tandis que les autres ne l'étaient pas. Par la suite, la livre ayant été dévaluée en 1931 et le dollar en 1933, cet insigne avantage avait pu sembler compromis. Mais l'Amérique surmontait sa grande crise. Après quoi, la Deuxième Guerre mondiale ruinait les monnaies de l'Europe en y déchaînant l'inflation. Comme presque toutes les réserves d'or du monde se trouvaient alors détenues par les Etats-Unis, lesquels, en tant que fournisseurs de l'univers, avaient pu conserver sa valeur à leur propre monnaie, il pouvait paraître naturel que les autres Etats fissent entrer indistinctement des dollars ou de l'or dans leurs réserves de change et que les balances extérieures des paiements s'établissent par transferts de crédits ou de signes monétaires américains aussi bien que de métal précieux. D'autant plus que l'Amérique n'éprouvait aucun embarras à régler ses dettes en or si cela lui était demandé. Ce système monétaire international, ce

Gold-Exchange Standard, a été par conséquent admis pratiquement depuis lors.

« Cependant, il ne paraît plus aujourd'hui aussi conforme aux réalités et, du coup, présente des inconvénients qui vont en s'alourdissant. Comme le problème peut être considéré dans les conditions voulues de sérénité et d'objectivité — car la conjoncture actuelle ne comporte rien qui soit, ni très pressant, ni très alarmant — c'est le moment de le faire.

« Les conditions qui ont pu, naguère, susciter le *Gold-Exchange Standard* se sont modifiées, en effet. Les monnaies des Etats de l'Europe occidentale sont aujourd'hui restaurées, à tel point que le total des réserves d'or des Six équivaut aujourd'hui à celui des Américains. Il le dépasserait même si les Six décidaient de transformer en métal précieux tous les dollars qu'ils ont à leur compte. C'est dire que la convention qui attribue au dollar une valeur transcendante comme monnaie internationale ne repose plus sur sa base initiale, savoir la possession par l'Amérique de la plus grande partie de l'or du monde. Mais, en outre, le fait que de nombreux Etats acceptent, par principe, des dollars au même titre que de l'or pour compenser, le cas échéant, les déficits que présente, à leur profit, la balance américaine des paiements, amène les Etats--Unis à s'endetter gratuitement vis-à-vis de l'étranger. En effet, ce qu'ils lui doivent, ils le lui paient, tout au moins en partie, avec des dollars qu'il ne tient qu'à eux d'émettre, au lieu de les leur payer totalement avec de l'or, dont la valeur est réelle, qu'on ne possède que pour l'avoir gagné et qu'on ne peut trans-

férer à d'autres sans risque et sans sacrifice. Cette facilité unilatérale qui est attribuée à l'Amérique contribue à faire s'estomper l'idée que le dollar est un signe impartial et international des échanges, alors qu'il est un moyen de crédit approprié à un Etat.

« Evidemment, il y a d'autres conséquences à cette situation. Il y a en particulier le fait que les Etats-Unis, faute d'avoir à régler nécessairement en or, tout au moins totalement, leurs différences négatives de paiements suivant la règle d'autrefois, qui contraignait les Etats à prendre, parfois avec rigueur, les mesures voulues pour remédier à leur déséquilibre, subissent, d'année en année, une balance déficitaire. Non point que le total de leurs échanges commerciaux soit en leur défaveur. Bien au contraire ! Leurs exportations de matières dépassent toujours leurs importations. Mais c'est aussi le cas pour les dollars, dont les sorties l'emportent toujours sur les rentrées. Autrement dit il se crée en Amérique, par le moyen de ce qu'il faut bien appeler l'inflation, des capitaux qui, sous forme de prêts en dollars accordés à des Etats ou à des particuliers, sont exportés au dehors. Comme, aux Etats-Unis même, l'accroissement de la circulation fiduciaire qui en résulte par contre-coup rend moins rémunérateurs les placements à l'intérieur, il apparaît chez eux une propension croissante à investir à l'étranger. De là, pour certains pays, une sorte d'expropriation de telles ou telles de leurs entreprises.

« Assurément, une telle pratique a grandement facilité et favorisé encore, dans une certaine mesure, l'aide multiple et considérable que les Etats-Unis

fournissent à de nombreux pays en vue de leur développement et dont, en d'autres temps, nous avons nous-mêmes largement bénéficié ¹. Mais les circonstances sont telles aujourd'hui qu'on peut même se demander jusqu'où irait le trouble si les Etats qui détiennent des dollars en venaient, tôt ou tard, à vouloir les convertir en or ? Lors même, d'ailleurs, qu'un mouvement aussi général ne se produirait jamais, le fait est qu'il existe un déséquilibre en quelque sorte fondamental.

« Pour toutes ces raisons, la France préconise que le système soit changé. On sait qu'elle l'a fait, notamment, lors de la Conférence monétaire de Tokyo ². Etant donné la secousse universelle qu'une crise survenant dans ce domaine entraînerait probablement, nous avons en effet toutes raisons de souhaiter que soient pris, à temps, les moyens de l'éviter. Nous tenons donc pour nécessaire que les échanges internationaux s'établissent, comme c'était le cas avant les grands malheurs du monde, sur une base monétaire indiscutable et qui ne porte la marque d'aucun pays en particulier.

« Quelle base ? En vérité, on ne voit pas qu'à cet égard il puisse y avoir de critère, d'étalon autres que l'or. Eh ! oui, l'or, qui ne change pas de nature, qui se met, indifféremment, en barres, en lingots ou

1. Par l'application du plan Marshall qui, à partir de la fin de 1947, a considérablement aidé le rétablissement de l'économie des Etats européens après la Deuxième Guerre mondiale.

2. Il s'agit de la session annuelle du Fonds monétaire international qui a eu lieu à Tokyo en septembre 1964, et à l'occasion de laquelle les conceptions monétaires de la France, exposées par M. Valéry Giscard-d'Estaing, ministre des Finances, ont été vivement critiquées dans une conférence de presse par M. Douglas Dillon, secrétaire d'Etat américain au Trésor.

en pièces, qui n'a pas de nationalité, qui est tenu, éternellement et universellement, comme la valeur inaltérable et fiduciaire par excellence. D'ailleurs, en dépit de tout ce qui a pu s'imaginer, se dire, s'écrire, se faire, à mesure d'immenses événements, c'est un fait qu'encore aujourd'hui aucune monnaie ne compte, sinon par relation directe ou indirecte, réelle ou supposée, avec l'or. Sans doute, ne peut-on songer à imposer à chaque pays la manière dont il doit se conduire à l'intérieur de lui-même. Mais la loi suprême, la règle d'or — c'est bien le cas de le dire — qu'il faut remettre en vigueur et en honneur dans les relations économiques internationales, c'est l'obligation d'équilibrer, d'une zone monétaire à l'autre, par rentrées et sorties effectives de métal précieux, la balance des paiements résultant de leurs échanges.

« Certes, la fin sans rudes secousses du *Gold-Exchange Standard*, la restauration de l'étalon-or, les mesures de complément et de transition qui pourraient être indispensables, notamment en ce qui concerne l'organisation du crédit international à partir de cette base nouvelle, devront être concertées posément entre les Etats, notamment ceux auxquels leur capacité économique et financière attribue une responsabilité particulière. D'ailleurs, les cadres existent déjà où de telles études et négociations seraient normalement menées. Le Fonds Monétaire International, institué pour assurer, autant que faire se peut, la solidarité des monnaies, offrirait à tous les Etats un terrain de rencontre approprié, dès lors qu'il s'agirait, non plus de perpétuer le *Gold-Exchange Standard*, mais bien de le rem-

placer. Le « Comité des Dix », qui groupe, aux côtés des Etats-Unis et de l'Angleterre, d'une part la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et la Belgique, d'autre part le Japon, la Suède et le Canada, préparerait les propositions nécessaires. Enfin, il appartiendrait aux Six Etats qui paraissent en voie de réaliser une Communauté économique européenne d'élaborer entre eux et de faire valoir au-dehors le système solide que recommande le bon sens et qui répond à la puissance renaissante de notre Ancien Continent.

« La France, pour sa part, est prête à participer activement à la réforme qui s'impose désormais dans l'intérêt du monde entier. »

CHAPITRE V

MON INTERVIEW A L' « *ECONOMIST* »

Dès le lendemain de la retentissante déclaration du général de Gaulle, je recevais de *l'Economist* de Londres la demande d'une interview sur « le Rôle et la Règle de l'Or ». Le grand journal anglais m'offrait d'envoyer à Paris son très distingué rédacteur en chef adjoint, Fred Hirsch, et de reproduire intégralement l'enregistrement de nos propos.

Le texte fut publié dans *l'Economist* du 13 février 1965¹ puis, ultérieurement, dans une brochure éditée par l'Université Princeton, sous les auspices du professeur Machlup, International Finance Section, n° 47 de juin 1965 : *The role and the rule of gold*.

Cet entretien m'ayant donné l'occasion d'expliquer mes vues sur de nombreux points, je le reproduis ci-après. Toutefois, je demande au lecteur de ne pas oublier qu'il ne s'agit pas d'un exposé systématique, mais d'un échange de vues, à bâtons rompus, sur des questions de grande actualité.

1. « Return to Gold » - Argument with Jacques Rueff.

Dans les lignes qui suivent, mon interlocuteur, Fred Hirsch, sera désigné par ses initiales F. H. et moi, par les miennes : J. R. Le texte ayant été publié en anglais, la traduction — jusqu'à présent inédite — a été faite par moi.

LE ROLE ET LA REGLE DE L'OR

*Un échange de vues entre Fred Hirsch
et Jacques Rueff.*

F. H. — Monsieur Rueff, vous êtes un homme dont le moins qu'on puisse dire est qu'il a des idées très marquées. La majorité de ceux qui les connaissent, dont nous-mêmes, ont jusqu'à présent repoussé vos propositions tendant à un retour à l'étalon-or ; ils y voient l'expression d'une nostalgie périmée. Or actuellement, comme un commentateur l'a dit, nous vous considérons comme le rédacteur des thèmes du général de Gaulle. Comment réussissez-vous à faire prévaloir vos idées ?

J. R. — Je proteste contre cette interprétation. Je ne suis, en aucune façon, le rédacteur des thèmes du général de Gaulle. Il n'a aucun besoin d'un rédacteur. Je n'ai aucune responsabilité dans la rédaction de son dernier message et je ne connais personne qui en ait une. Le général de Gaulle a rédigé son message absolument seul.

Il est vrai que, depuis la réforme financière de fin 1958, j'ai eu plusieurs occasions de lui soumettre mes vues. L'inquiétude que m'inspire l'étalon de change-or est très ancienne. Dès le 16 mars 1961, je lui avais exposé que nous avions en fait attaché la valeur du franc à celle du dollar et que nous étions très directement intéressés au maintien de la stabilité et de la solvabilité de cette monnaie. J'en déduisais que nous avions non seulement le droit, mais le devoir, de nous assurer que l'étalon sur lequel était basée notre propre monnaie n'était exposé à aucun danger.

Si mes vues ont eu une influence, c'est par l'expression que j'en ai donnée dans mes notes aux autorités intéressées et dans les conversations que j'avais avec elles.

F. H. — Vous voyez-vous dans l'exercice de cette influence en rivalité avec les conseillers officiels qui siègent à la Banque de France ou au ministère des Finances ?

J. R. — Ce sont tous pour moi des amis. J'ai servi pendant de nombreuses années tant au ministère des Finances qu'à la Banque de France ; je ne pense pas qu'il puisse être question entre eux et moi de rivalité. Certes, leurs avis et les miens répondaient à des inspirations très différentes. Ils ne tendaient pas aux mêmes fins. Mais la tendance évolue.

F. H. — La tendance officielle ?

J. R. — La tendance générale, non seulement en France, mais dans le monde. Le vent qui souffle de l'Est nous enseigne, en ce moment même, certains principes sur le rôle du mécanisme des prix et du

profit, qui nous seront précieux. Et si nous regardons du côté de l'Allemagne, du côté de « l'Economie sociale de marché », nous voyons une politique qui repose tout entière sur des forces de marché, corrigées, il est vrai, par des préoccupations sociales tendant à les rendre politiquement acceptables, et à les faire accepter par l'opinion. En France, nous connaissons une évolution plus ou moins analogue. Je suis parfois regardé comme une survivance du passé... Bien souvent, au contraire, j'ai la témérité de me considérer comme l'annonciateur d'un proche avenir.

F. H. - Cette présentation est intéressante. Mais elle me conduit à une autre question. Votre position intellectuelle est très respectée en France. Vous êtes membre de l'Académie française. Mais à l'intérieur de votre propre discipline, parmi les économistes, vous êtes relativement isolé, spécialement en ce qui concerne vos idées internationales. Etes-vous préoccupé de cette situation ?

J. R. - Vous venez de dire que j'étais membre de l'Académie française. J'ai en cette qualité le privilège d'être le successeur d'un poète : Jean Cocteau. Il a dit quelque part que pour avoir de l'influence il fallait d'abord mourir : être un homme vivant, mais un auteur posthume. Tant que l'auteur est vivant, il suscite des objections. Mais, me rappelant les enseignements de mon prédécesseur, j'espère que mon influence posthume sera efficace.

Au surplus, je ne suis pas si sûr d'être isolé. Dans les travaux préparatoires qui ont abouti, en 1960, à mon « rapport sur les obstacles à l'expansion économique », j'avais auprès de moi soixante rappor-

teurs, émanant de toutes les jeunes classes de l'Administration. Nous fûmes remarquablement unanimes. N'oubliez pas aussi que les conclusions de mon rapport ont été approuvées par tous les membres de mon comité, y compris les représentants des trois centrales ouvrières non communistes. Naturellement, il y a eu bien des divergences d'opinion relativement à mes vues. Mais à la fin, après discussion, elles ont toujours été adoptées. Pareille unanimité ne permet pas de penser que, parmi mes collègues, je faisais figure d'isolé.

F. H. — C'est seulement l'étalon de change-or que j'avais en vue. Pourriez-vous dire vos objections spécifiques à l'égard de ce régime monétaire et pourquoi, en particulier, vous pensez qu'il devrait être remplacé, non comme Triffin et nous-même le pensons, par une augmentation du crédit international, mais plutôt par un retour à l'or.

J. R. — J'ai écrit, en 1961, que l'Occident risquait une dislocation de son édifice de crédit et que l'étalon de change-or constituait un grand danger pour la civilisation occidentale. Si je l'ai fait, c'est parce que j'étais convaincu — et je suis particulièrement formel sur ce point — que l'étalon de change-or était si absurde qu'aucun esprit raisonnable ne pouvait le défendre.

Quelle est en effet l'essence de ce régime et en quoi diffère-t-il de l'étalon-or ? C'est, essentiellement, parce que lorsque les Etats-Unis — pays à monnaie de réserve — ont un déficit dans leur balance des paiements, ils paient le pays créancier en dollars, qui finissent par aboutir à la Banque centrale. Mais des dollars sont sans emploi à Bonn,

à Tokyo ou à Paris ¹. Le jour même où ils sont reçus, ils sont placés sur le marché monétaire de New York et, par là, reviennent à leur place d'origine. Le pays débiteur ne perd pas ce que le pays créancier a gagné. Ainsi le pays à monnaie de réserve ne ressent pas l'effet du déficit de sa balance des paiements. Il n'est aucune raison pour que le déficit y disparaisse, puisqu'il n'y est à aucun moment apparu.

Permettez-moi d'être plus positif : si mon tailleur s'engageait à me prêter les sommes que je lui aurais remise en paiement, le jour même de leur versement, je n'hésiterais pas à lui commander plus de costumes, et ma propre balance des paiements serait en déficit.

F. H. — Mais tout cela n'est-il pas de la nature même du crédit ? Après tout, quand je dépose de la monnaie dans une banque, elle la prête à quelqu'un d'autre, peut-être même à quelqu'un lié à moi. Votre objection à cet usage international du crédit n'est-elle pas, en vérité, une objection à l'internationalisation d'un caractère attaché à toute espèce de crédit ?

J. R. — Je ne suis pas d'accord avec cette présentation. Naturellement, vous pourriez dire que ce que l'étalon de change-or ne fait pas — c'est-à-dire la contraction de la demande globale dans le pays débiteur — peut être fait par une politique de crédit délibérée.

F. H. — Oui.

J. R. — Théoriquement cela paraît possible. Mais comprenons bien d'abord que si un pays dans le

1. Ceci était écrit avant la généralisation de l'euro-dollar.

monde avait été en position de le faire, c'eût été les Etats-Unis. Ils ont dans leur corps de fonctionnaires plus d'économistes et aussi, je pense, plus de lecteurs de *l'Economist* qu'aucun autre pays dans le monde. Et cependant ils ont eu depuis cinq ans un énorme déficit dans leur balance des paiements. S'ils n'ont pas fait par une politique de crédit consciente ce que l'étalon-or eût fait par restriction automatique de la demande globale, c'est la preuve que ce n'est pas possible. Et pourquoi est-ce impossible ? Parce qu'il n'est pas de pays qui en régime de démocratie parlementaire puisse mener à bien une politique aussi difficile.

F. H. — Sauf sous la pression d'urgente nécessité.

J. R. — Même sous la pression d'urgente nécessité. Une politique de restriction de demande globale n'est possible que si elle s'accomplit automatiquement, au jour le jour, et si, de ce fait, ses effets, toujours d'une faible ampleur, ne sont sentis par personne.

F. H. — Beaucoup d'entre nous sont largement d'accord avec votre critique de l'étalon de change-or. Il est intéressant de noter qu'elle est, en grande partie, la même que celle qui émane de l'aile opposée, représentée par le professeur Triffin. Mais ce que je ne peux comprendre dans votre proposition de retour à l'or est ceci : supposez, par exemple, que les Etats-Unis aient suivi votre conseil en 1961, triplant le prix de l'or pour le porter à 100 \$ l'once. Ne seraient-ils pas actuellement, avec une réserve d'or tellement supérieure à leurs besoins, en mesure de laisser le déficit de leur balance des paiements se

poursuivre pendant une période beaucoup plus longue ?

J. R. — C'est là un point important, qui doit être considéré en détail. Vous avez nommé mon ami Triffin. Nous avons des positions différentes quant au remède, mais nous sommes d'accord sur le diagnostic. Vous avez parlé de tripler le prix de l'or. Je considère la hausse du prix de l'or comme un problème subalterne. Ce n'est en aucun façon le but ; c'est seulement une condition accessoire, dont je parlerai ultérieurement. Le but est de restaurer un système international de paiement qui ne viole pas le plus élémentaire bon sens ; en d'autres termes, il s'agit d'obtenir que le pays débiteur perde ce que gagne le pays créancier.

Mais soyons plus précis sur ce point. Il n'est pas besoin de théorie économique pour identifier la principale raison du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis : il résulte de ce fait singulier que, malgré tous les déficits passés, il n'y a jamais eu de rareté monétaire sur le marché de New York¹. Pourquoi en est-il ainsi ? Parce que les disponibilités en dollars versées à l'étranger pour le règlement du déficit sont immédiatement retournées au marché monétaire de New York, où elles restent disponibles pour de nouveaux investissements à l'intérieur ou à l'étranger.

Nous nous plaignons quelquefois d'une invasion excessive des investissements étrangers en Europe. Personnellement, je n'en suis pas effrayé. Leur cause

1. Affirmation formulée en 1965. La situation n'est plus tout à fait la même en 1970.

n'est pas dans un désir des Etats-Unis de conquérir l'Europe. Ce sont les pays créditeurs eux-mêmes qui ont créé une situation rendant possibles et automatiques les investissements étrangers des Etats-Unis, parce qu'il y a toujours surabondance de liquidités sur le marché monétaire de New York. Celles-ci doivent bien trouver un débouché.

F. H. — Vous faites allusion au flot des eurodollars retournant à New York.

J. R. — Je fais allusion au simple mécanisme de l'étalon de change-or. Il implique que quand une banque centrale reçoit des dollars elle les retourne le même jour, par télégramme, à leur pays d'origine, par exemple en les déposant en banque ou en achetant des bons du trésor sur le marché de New York.

F. H. - Peut-on vous accrocher sur ce point ? J'accepte qu'en principe la hausse du prix de l'or ne soit pas pour vous un but ; mais comme elle fait sûrement partie des moyens, nous devons envisager les résultats auxquels elle conduirait.

J. R. — J'ai jusqu'à présent toujours évité de parler explicitement du prix de l'or, car je ne voulais pas risquer de créer des difficultés aux banques centrales ou de susciter une spéculation sur l'or. Mais maintenant que la question est sur la place publique, il n'y a plus de raisons de garder la même discrétion à son égard.

Le prix de l'or n'est pour moi que subalterne ; ce que je veux, c'est restaurer la règle de l'étalon-or. Ceci veut dire que, à partir de la date de la réforme, les banques centrales ne devront créer de la monnaie que contre or ou effets libellés en monnaie

nationale. Autrement dit, elles ne devraient pas détenir, sauf pour les besoins de leurs règlements quotidiens, des avoirs en dollars. Je suis convaincu que lorsqu'il en sera ainsi, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis disparaîtra en moins de trois mois. Certes, c'est là une prédiction téméraire. Mais je n'ai jamais vu un pays doté d'un système de paiements internationaux impliquant des transferts réels de pouvoir d'achat rester en déficit plus de trois mois après qu'il eut rétabli l'équilibre entre la demande globale et la valeur globale des richesses offertes sur le marché, autrement dit après qu'il eut supprimé le surplus inflationniste. Ce que j'ai dans l'esprit, c'est la restauration d'un système propre à rétablir pareil équilibre.

Mais c'est ici qu'apparaît un problème purement latéral — et qui n'est que cela — c'est la liquidation du passé. Nous avons accumulé des « balances-dollar » si importantes (c'est-à-dire des créances à vue sur l'or américain) que le fonctionnement régulier du mécanisme des transferts, impliquant faculté pour les détenteurs non-américains de dollars d'en obtenir librement la conversion en or, ne pourra être rétabli que lorsque la monnaie américaine aura été délivrée de la menace que le montant trop élevé de ces balances fait peser sur sa solvabilité à l'égard de l'étranger.

Pour cette raison, ces balances doivent être ou consolidées ou remboursées. Mais la consolidation serait difficile à obtenir et pourrait faire beaucoup de mal.

F. H. — Elle serait très déflationniste et vous dites que vous n'êtes pas un déflationniste !

J. R. — Certainement pas. Je reviendrai sur ce point ultérieurement. Mais si vous décidez de rembourser, vous avez deux solutions entre lesquelles vous devez choisir. L'une est le plan Triffin, qui confie au Fonds Monétaire International l'obligation de répondre, en créant de la monnaie, aux demandes de remboursement des balances-dollar ; l'autre est la hausse du prix de l'or. Tous les autres plans envisagés sont à mi-chemin entre les deux termes de cette alternative.

F. H. — Oui.

J. R. — Le plan Triffin est représentatif d'une des deux familles de remèdes concevables. 'Je ne l'aime pas, parce qu'il donnera à une autorité monétaire ou fiscale le pouvoir de déterminer le volume du crédit qui devra être créé. J'ai eu moi-même, jadis, la qualité d'autorité monétaire durant plusieurs années ; je sais que pareilles autorités n'ont pas le pouvoir — je veux dire n'ont pas humainement la possibilité, au moins dans nos régimes — d'appliquer la politique qu'elles auraient pour devoir d'appliquer. Si c'était possible — je me répète — le Federal Reserve Board, qui est intellectuellement la plus haute organisation monétaire, l'eût fait. Mais il a fait exactement le contraire de ce qu'il aurait dû faire ; il a toujours compensé les sorties d'or par la création de nouveaux crédits. Je ne veux pas dire qu'il l'ait fait intentionnellement.

F. H. — Pourquoi pas ? Après tout, les autorités monétaires américaines suivent une politique de crédit consciemment dirigée et non une politique automatique. Sûrement elles ne prétendent pas, ne dési-

rent pas et ne devraient pas désirer suivre une politique automatique.

J. R. — Je ne suis pas sûr que vous ayez raison. Mes amis de Washington me disaient, en 1962, que je me trompais en pensant que le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis durerait tant que l'étalon de change-or n'aurait pas été supprimé. Ils affirmaient qu'ils avaient un calendrier aux termes duquel le déficit serait réduit de moitié à la fin de 1962 et aurait entièrement disparu à la fin de 1963. Mais il ne disparut point et il ne pouvait disparaître, car la véritable essence de l'étalon de change-or est de tendre à maintenir le déficit des pays à monnaie de réserve. Tant que le pays débiteur ne sent pas automatiquement l'effet du déficit (sur sa propre structure de crédit), le déficit continue. Aussi je n'hésite pas à prévoir l'avenir. Je suis absolument *convaincu* (souligné dans le texte de 1965) que le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis ne disparaîtra pas tant que l'étalon de change-or sera maintenu.

Et en 1962, j'ai appuyé cette prévision par un pari audacieux avec un de mes amis de Washington : j'ai parié un dollar par an.

F. H. — Avec une garantie-or, j'espère ?

J. R. - Non, sans garantie-or.

F. H. - Vous dites — et nombreux sont ceux qui seront instinctivement d'accord avec vous — que vous ne croyez pas qu'aucune administration humaine puisse être assez universellement informée et compétente pour qu'elle puisse diriger une politique de crédit correctement, exactement comme elle devrait l'être. Mais l'objection que beaucoup de gens

opposent à votre préférence pour l'étalon-or est que, comme tel, il livrerait le volume du crédit, non comme actuellement aux mains imparfaites des autorités monétaires les meilleures, mais plutôt au pouvoir complètement arbitraire des compagnies minières d'Afrique du Sud, de la politique commerciale du Parti communiste de l'Union soviétique, ou de toute éventuelle découverte technique propre à augmenter ou diminuer sauvagement la base du crédit dans le monde, comme aucune autorité monétaire, si stupide qu'elle soit, ne pourrait le faire.

J. R. — Mais ce n'est pas moi, c'est d'abord Adam Smith et ensuite Keynes, dans sa dernière lettre, qui ont parlé de la « main cachée » que constitue le mécanisme des prix. L'administration du crédit n'est pas nécessairement stupide. Elle le devient lorsqu'elle est pratiquée à contresens, par exemple lorsqu'elle annule les effets internes des sorties d'or. J'accepte pleinement l'usage conscient du taux d'escompte et de la politique d'open-market, à la condition qu'il tende à créer la situation de marché qui eût été la conséquence des mouvements d'or et qu'il ne tende pas systématiquement à l'inverser.

F. H. - Etes-vous en faveur de l'étalon-or antérieur à 1931, où toutes les parités étaient constamment stables ?

J. R. — Je ne suis pas en faveur des taux de change flottants. Je ne suis pas en faveur de changements quotidiens des parités monétaires. Mais je suis convaincu que lorsqu'on se trouve devant des situations très exceptionnelles il peut être nécessaire de recourir à des mesures exceptionnelles

pour effacer le passé. Prenons un exemple précis : ce que fit le président Franklin D. Roosevelt en élevant le prix de l'or au début de 1934. J'aimerais que mes amis de Washington s'en souvinsent.

On dit souvent que ce que l'on veut éviter, c'est le retour des troubles et des malheurs causés par l'étalon-or entre 1920 et 1930. Mais si vous considérez le bilan des banques centrales en cette période vous verrez que ces troubles et ces malheurs ne sont pas imputables à l'étalon-or, mais à l'étalon de change-or. L'évolution des bilans des banques centrales est malheureusement parallèle actuellement à ce qu'elle était pendant les années 1927, 28 et 29. C'est l'effondrement de l'étalon de change-or qui fut responsable de la profondeur et de la gravité de la grande dépression.

F. H. — Mais l'un des pays qui connut la plus grande contraction de crédit imposée par l'étalon-or fut précisément la Grande-Bretagne, qui n'avait pas de devises étrangères dans ses réserves. Et, comme nous l'avons toujours admis, la Grande-Bretagne, à cette époque, souffrit précisément *du fait* des dures et inflexibles disciplines de l'étalon-or, que vous voulez actuellement restaurer.

J. R. — Vous touchez là un point sur lequel j'ai beaucoup de souvenirs personnels. En 1930, j'étais attaché financier à l'Ambassade de France à Londres et, comme tel, j'administrerais les dépôts du Trésor français dans les banques anglaises. Ils étaient le legs de huit années d'étalon de change-or, car nous avions maintenu nos livres sterling en dépôt à Londres, comme mon collègue de New York avait maintenu en dépôt sur le marché américain les dollars

qui avaient afflué, depuis 1927, dans les caisses de la Trésorerie française. C'est alors qu'en 1931 la faillite de la Kreditanstalt autrichienne provoqua plusieurs vagues de rapatriement de capitaux. Et ce fut l'effondrement de l'étalon de change-or qui, sans doute, transforma la dépression de 1929 en la grande dépression de 1931.

F. H. — En traitant de ces épisodes historiques, qu'avez-vous à dire de l'idée, très répandue, que dans une large mesure la pression française sur le marché de Londres par le retrait des balances-sterling fut en partie responsable de l'effondrement général ultérieur ?

J. R. — Permettez-moi de vous dire que la pression française n'exista pas ou fut si atténuée qu'elle n'eut aucun effet. Et ce fut un grand malheur pour le monde. Il existe un document très intéressant sur cette période : c'est une lettre de Sir Austen Chamberlain, *Foreign Secretary* à Londres, à M. Poincaré qui était alors Premier ministre et ministre des Finances en France. Elle doit être de 1928. Sir Austen disait : « Nous savons que vous avez le droit de demander de l'or en échange de vos livres sterling, mais au nom de l'étroite amitié franco-britannique nous vous demandons de renoncer à le faire, afin de ne pas mettre en difficulté la Cité de Londres. » Et nous fûmes assez faibles pour céder à cette prière et ne pas demander d'or. Le montant si élevé des dépôts-sterling que, en 1930, je gérais à Londres est la preuve que nous n'avions pas exercé notre droit de demander de l'or. L'action des prélèvements d'or eût été faible s'ils avaient été accomplis au jour le jour. Mais elle ne s'est pas exercée et nous avons eu

l'énorme « boom » des années 27, 28 et 29. Le retard dans le processus d'ajustement, l'ampleur de la hausse à corriger expliquent la profondeur de la dépression qui a suivi. Le Gouvernement français avait été, hélas, trop complaisant en obéissant aux appels britanniques lui demandant de ne pas convertir ses balances-sterling en or, comme il avait incontestablement le droit de le faire.

C'est exactement dans la même position que nous nous trouvons aujourd'hui. Nous nous acheminons vers une issue de même nature que celle de 1931, car il n'est que trop clair que le moment approche où il n'y aura plus de dollars disponibles pour des paiements à l'étranger et nous aurons alors la même dislocation du système ¹. En retardant l'inévitable accident par divers artifices, tels que l'augmentation des quotas du Fonds Monétaire International, les bons ROOSA, les crédits de Swaps entre banques centrales, les accords de Bâle, les arrangements du Groupe des Dix, nous répétons les erreurs de 1931, car, en rendant possible la prolongation du déficit, nous retardons le rétablissement de la balance des paiements des Etats-Unis. Pour nous comporter en véritables amis de nos amis, nous devrions faire exactement le contraire.

F. H. — Mais ne pensez-vous pas, Monsieur Rueff, que les développements que vous citez — d'abord l'accord de Bâle, puis la collaboration croissante entre quelques banques centrales continentales en vue de remplacer les liquidités dollar et sterling par une expansion des avoirs du Fonds Moné.

1. Ce moment est survenu le 17 mars 1968.

taire International — sont la preuve qu'un retour à une base purement métallique n'est pas nécessaire et que la répétition des événements de 1931 n'est pas menaçante ou ne devrait pas l'être ? La menace est artificielle parce qu'il y a un progrès marqué dans la voie qui conduit à une sorte d'administration internationale du crédit, progrès que de nombreux experts, partant de Keynes, considèrent comme le seul développement logique de l'administration du crédit sur le plan national.

J. R. — Votre question a un double aspect. Je serais entièrement d'accord si je croyais que l'on peut indéfiniment échapper aux faits, que l'on peut impunément répéter ce que nous fîmes en 1928-29 en ne demandant pas d'or à Londres. Ne voyez-vous pas clairement que les facultés de paiement en dollars à l'étranger sont proches de l'épuisement ? Regardez les chiffres. Le stock d'or des Etats-Unis diminue chaque année d'un milliard de dollars, cependant que les créances sur cet or augmentent de deux milliards de dollars. Naturellement, on pourra rendre un peu d'or disponible en abaissant ou supprimant l'exigence d'une couverture-or pour la circulation interne. Je n'ai pas d'objection à pareille mesure. Le pourcentage de couverture actuellement exigé est purement arbitraire. Mais la situation, si elle continue à se dégrader — et elle continuera, c'est la base de mon raisonnement — ne peut pas ne pas conduire au point où il ne restera ni devises étrangères, ni or disponibles pour les paiements hors des Etats-Unis. Je connais bien pareille situation. En 1958, quand j'ai dû me pencher sur l'état des finances françaises, nous n'avions plus de

devises du tout au Fonds d'égalisation des changes et nous étions informés par les Etats-Unis qu'ils ne nous consentiraient pas de nouveaux crédits. Ils avaient bien raison ; ils se sont comportés comme de véritables amis en nous disant : « Nous ne vous donnerons pas de nouvelles disponibilités tant que vous n'aurez pas amélioré votre propre situation. » De cela, je leur suis fort reconnaissant. Je savais, à l'époque, que nous étions dans l'impossibilité d'accomplir aucun paiement à l'étranger et que la seule option qui nous était ouverte était ou d'établir le contingentement généralisé des importations et de limiter les voyages à l'étranger (toutes choses que précisément nous avons faites) ou d'améliorer la situation sous-jacente (ce que nous fîmes un peu plus tard). Ne voyez-vous pas que la situation des Etats-Unis est, *mutadis mutandis*, sensiblement la même ? On discute en ce moment même à Washington de l'imposition d'une taxe de cent dollars aux Américains qui veulent aller à l'étranger.

Pour conclure sur ce point je dirai que je serais d'accord avec vous si je n'étais convaincu que nous sommes dans la situation d'un homme qui tombe du cinquième étage. Tant qu'il est à hauteur des étages intermédiaires, tout est bien ; mais il est sûr, absolument sûr, d'arriver au sol, et à ce moment, sa situation ne sera pas confortable. Ce que je voudrais éviter, c'est que nous arrivions au sol.

Mais ceci me conduit au second point. Vous considérez que toute réforme monétaire suivant les lignes exposées par moi entraînerait une forte déflation.

F. H. — Je dirai que je crains fort que pareille solution entraîne une forte déflation. Mais la crainte

de l'opinion publique n'est pas seulement celle-ci. Elle redoute que votre réforme exerce une influence complètement arbitraire sur la politique économique internationale, que votre système soit toujours arbitraire et qu'il puisse éventuellement devenir déflationniste.

J. R. — Je me référerai encore une fois à ce que fit le président Roosevelt en 1934. Il ne détruisit pas l'étalon-or, il le rétablit. Cependant c'était un type spécial d'étalon-or : pour les banques centrales seulement. Mais à cela je n'ai pas d'objection. L'important est qu'il ait rétabli définitivement l'étalon-or par une augmentation du prix de l'or.

Eh bien, qu'arriverait-il si nous essayions de faire la même chose aujourd'hui ? Les prix aux Etats-Unis ont doublé depuis 1934. Alors supposez que nous doublions sensiblement le prix de l'or ; la valeur nominale du stock d'or des Etats-Unis, qui est approximativement de 15 milliards de dollars actuellement, serait portée à 30 milliards. Cependant, les créances des banques centrales sur cet or ne changeraient pas. En général, ces créances n'ont pas de clause-or : ce sont des créances en dollars. J'insiste sur le fait que, sauf convention particulière, les banques centrales n'ont pas le droit d'exiger des poids d'or déterminés. La clause-or ne peut se présumer là où elle n'a pas été exclusivement convenue.

F. H. — En fait, quelques banques centrales la présument.

J. R. — J'ai beaucoup à dire sur ce point. J'ai été juge pendant dix ans, d'abord à la Cour de Justice de la Communauté Européenne du Charbon et

de l'Acier, ensuite à celle des Communautés Européennes. Lorsque vous consentez un prêt sans clause-or, vous êtes censé savoir ce que vous faites.

Du fait de l'absence de clause-or, avec les 30 milliards de dollars que représentera l'or de Fort-Knox, après doublement de son prix, les Etats-Unis pourront aisément rembourser les 13 milliards de dollars auxquels se montent les créances des banques centrales. Il leur restera encore 17 milliards de dollars, ce qui est un peu plus que ce qu'ils possèdent actuellement¹. Ainsi, la réforme ne modifierait pas sensiblement la situation du crédit aux Etats-Unis.

En ce qui concerne les banques centrales créancières, leurs balances-dollar auraient été remboursées et seraient remplacées par un poids d'or ayant, au nouveau prix de l'or, même valeur. Ainsi, là aussi, il n'y aurait pas de changement.

Permettez-moi d'ajouter que s'il n'y avait en ce monde ni journaux, ni journalistes, personne ne remarquerait l'événement.

Mais je dois insister sur un point essentiel. Je considère que parler d'un changement du prix de l'or sans envisager en même temps le remboursement des balances-dollar serait un véritable crime contre l'ordre et la stabilité. Le changement du prix de l'or n'a et ne peut avoir aucune autre justification. Il est seulement le moyen de liquider une situation, qui est le résultat de nos erreurs passées.

1. Ce calcul est fondé sur le montant des balances-dollar en 1965. Du fait de l'augmentation des créances en dollars depuis cette époque, il conduirait aujourd'hui à des conclusions sensiblement différentes.

F. H. — Mais quelle garantie auriez-vous qu'après cette augmentation du prix de l'or, à défaut d'un accord conscient sur la politique de crédit, vous n'auriez pas exactement, de nouveau, la même évolution, qui est celle de l'étalon de change-or. Je sais tout sur la conférence de Gênes et ses recommandations de 1922 ; mais je sais aussi qu'après 1934 il n'y avait pas intention délibérée de recréer l'étalon de change-or. Il s'est recréé de lui-même.

J. R. — Vous avez tout à fait raison.

F. H. — Et sûrement, cela arrivera encore et toujours de la même façon, parce que l'or est en pratique très défavorisé, ne rapportant aucun intérêt, alors que les banques centrales peuvent trouver et trouvent en fait des emplois productifs pour leurs réserves.

J. R. — N'oubliez pas qu'elles sont des institutions à but non lucratif.

F. H. — Puis-je maintenant venir à des questions concrètes ? Quoi que vous ou toute autre personne puisse souhaiter, il est parfaitement clair que les Etats-Unis ont élevé à la hauteur d'un principe de haute politique internationale le maintien du prix de l'or à 35 dollars l'once. Ceci étant, dans votre opinion, quelle pression devrait être exercée par les pays ou les banques centrales qui ont une opinion différente ? Croyez-vous, par exemple, qu'à la lumière de ce qui est arrivé en 1931 la France ou d'autres pays européens devraient se montrer plus fermes dans leur désir de transformer des balances-dollar en or ?

J. R. — J'ai une grande confiance dans la rai-

son humaine. Je considère que lorsqu'une solution s'impose, on doit pouvoir en démontrer la nécessité à d'autres personnes, pourvu qu'elles soient de bonne foi et acceptent la discussion. Mais, depuis cinq ans, la question n'a pas été discutée. Le Groupe des Dix a limité ses études à un champ très étroit. On lui a même défendu d'envisager un changement quelconque du prix de l'or. De ce fait, la principale issue lui était fermée. Alors les experts qui le constituaient ont commis une faute capitale en acceptant d'appeler « manque de liquidités » ce qui n'était, en réalité, que manque pour les Etats-Unis de devises non-américaines. Vous connaissez l'histoire de ce moine qui voulait manger de la viande le vendredi. Il dit au lapin : « Je baptise carpe. » Comme lui, nous avons baptisé « manque de liquidités » le manque de devises non-américaines et nous avons véritablement perdu trois ans à discuter un problème qui ne se posait pas.

F. H. — Mais revenons à ma question : quel degré de pression serait nécessaire pour que la solution que vous envisagez devînt réalité ?

J. R. — Seulement une pression en faveur d'une discussion ouverte et franche avec nous.

S'il apparaît qu'il n'y a aucun espoir d'amener nos partenaires à une solution commune qui semble raisonnable — cela peut très bien arriver, et il est probable que cela arrivera — alors chaque pays défendra ses propres intérêts. Mais je me refuse à accepter pareille éventualité. Avant de décider qu'une pression est nécessaire, nous devons rechercher si le problème ne ressortît pas plutôt à une discussion purement intellectuelle.

F. H. — Mais cette discussion intellectuelle est précisément celle qui se développe actuellement au Comité Ossola et au Club de Paris.

J. R. — Non, car tant que vous appellerez « problème de liquidités » ce qui est en réalité le problème de l'étalon de change-or, il n'y aura pas discussion du vrai problème. Je n'ai vu nulle part une recommandation tendant au remboursement des balances-dollar. Tant que ce problème ne sera pas évoqué, il n'y aura pas de vraie discussion. En revanche je suis convaincu que lorsque le problème aura été clairement posé, un accord sera possible. La question est de savoir si pareil accord intervient avant ou après la crise.

F. H. — Puis-je passer maintenant, Monsieur Rueff, à une remarque formulée par le Général la semaine dernière ? Je suis sûr qu'elle a votre accord. Elle affirmait qu'une monnaie nationale ne peut avoir de valeur que relativement à l'or. Beaucoup d'entre nous pensent que la formule devrait être inversée et que l'or n'a de valeur, je veux dire une valeur réelle, qu'en relation avec une monnaie nationale.

J. R. — Permettez-moi de vous dire que ma croyance en l'or n'est pas du tout de nature religieuse. L'or n'est en aucune façon une fin en soi. C'est seulement un moyen en vue d'une certaine politique.

F. H. — En fait, ce que vous dites, c'est que vous préférez la discipline anonyme — et nous dirons même arbitraire — de l'or à la discipline consciente imposée par des hommes exerçant le contrôle du

crédit, et en particulier du crédit international.

J. R. — J'accepte l'épithète d'anonyme ; je refuse celle d'arbitraire. Car la discipline de l'or n'est en aucune façon arbitraire ; elle repose sur la réalité des faits et sur des besoins objectifs.

F. H. — Mais sûrement arbitraire en ce sens : je crois que, l'an passé, la production d'or fut de moins de 1 milliard et demi de dollars. Imaginez que pour des raisons techniques, par exemple quelque nouvelle découverte en Sibérie ou un progrès technique très local en Afrique du Sud, la production mondiale de l'or, en 1966, passe de 1,5 milliard à 6 milliards de dollars. Ceci n'est-il pas une influence arbitraire sur le montant des disponibilités en moyens de paiements internationaux ?

J. R. — Oui, je suis d'accord sur un point : si vous vous trouviez devant une brusque discontinuité, je n'aurais pas d'objection, dans les circonstances très exceptionnelles que vous envisagez, à un changement du prix de l'or.

F. H. — Le prix de l'or devrait donc changer en relation avec l'offre dont il est l'objet.

J. R. — Oui, mais simultanément dans tous les pays à monnaie convertible.

F. H. — Mais pareil changement impliquerait, en lui-même, une décision consciente en matière d'administration du crédit, décision nullement différente de celles que vous tenez pour si difficiles.

J. R. — Pas du tout, mais pas du tout. Le changement que vous envisagez serait l'effet d'une circonstance très exceptionnelle.

F. H. — Mais si, en accord avec vos idées, l'or devrait être le seul moyen de règlement internatio-

nal, ne craignez-vous pas qu'il puisse y avoir insuffisance de moyens de paiement internationaux ? Pareille insuffisance ressort notamment de ce fait qu'au cours des deux dernières années, comme vous et le professeur Triffin l'avez si bien montré, l'or n'a constitué qu'une petite fraction de l'augmentation des liquidités internationales.

J. R. — Oui, cette fraction est aussi petite que l'est le degré de stabilité (monétaire) dans le monde¹. N'oubliez pas que tous les pays dont l'unité monétaire n'est pas monnaie de réserve sont soumis à des « plans de stabilisation », des « politiques de revenu » et autres procédures tendant à contre-battre les effets inflationnistes et la surabondance des liquidités.

F. H. — Autrement dit, vous considérez le retour à l'or comme l'un des moyens de soumettre l'expansion du crédit, et notamment du crédit interne, à une discipline plus stricte que celle qui marque les dernières années.

J. R. — Pour moi l'expansion du crédit interne n'a pas été le principal défaut du système. Son vice majeur résulte de l'étalon de change-or. La restauration d'un système efficace de paiements internationaux laisserait plus de liberté à la politique interne.

F. H. — Mais, Monsieur Rueff, ceci est précisément le point où, pour moi, et je pense aussi pour

1. Par cette formule très condensée, J. R. veut montrer que jamais l'instabilité monétaire, et notamment celle des prix, n'ont été aussi grandes que depuis l'introduction dans la liquidité internationale de parts croissantes d'actifs non-métalliques : les balances-dollar et tous leurs avatars.

d'autres personnes, les buts réels de votre plan n'apparaissent pas clairement.

D'un côté vous pouvez dire — et là beaucoup d'autorités bancaires conservatrices seront d'accord avec vous — qu'un retour à l'étalon-or imposerait une plus grande discipline interne et éviterait la pression inflationniste à laquelle, selon elles, nous avons été soumis récemment.

Mais on peut prétendre aussi, d'une façon très différente — et je ne vois pas laquelle de ces deux positions vous choisissez —, qu'en pratique, comme en 1934, une large augmentation du prix de l'or donnerait plus de liberté à l'administration interne du crédit, simplement par la grande augmentation de puissance financière externe qui en résulterait, en particulier pour les Etats-Unis. Par là, elle supprimerait, au moins en une première conséquence, une discipline préexistante.

Je pense que si tant de gens rejettent la règle souveraine de l'or, c'est précisément parce qu'elle serait arbitraire, dans le sens qui vient d'être indiqué, relativement à l'éventualité de ces deux effets si différents. Elle pourrait être intensément déflationniste et, également, grandement inflationniste.

J. R. — Je vois ici un malentendu dans le sens donné au mot discipline. Ce que vous entendez par discipline, c'est une sorte d'action consciente qui serait déclenchée par les mouvements d'or fonctionnant comme sonnette d'alarme. Ce n'est pas ce que j'ai dans l'esprit. Si je souhaite le rétablissement de l'étalon-or, ce n'est pas parce qu'il imposerait aux banques centrales une certaine politique ; c'est parce qu'il exercerait son influence propre par les trans-

ferts de pouvoir d'achat résultant des mouvements d'or¹.

F. H. — Ceci paraît une vue extraordinairement mécanistique. Mais passons maintenant à des questions plus immédiates : si vous aviez à prévoir une date pour la hausse du prix de l'or que vous tenez pour inévitable, laquelle choisiriez-vous ?

J. R. — Laissez-moi vous rappeler que l'Oracle de Delphes ne fixait jamais de date aux événements qu'il prévoyait. Ce dont je suis sûr, c'est que si nous restons dans le régime où nous sommes actuellement il arrivera un jour où les moyens de paiement externes des Etats-Unis seront épuisés. Ceci impliquera, qu'ils le veuillent ou non, quels que soient les engagements qu'ils auront contractés à l'égard du Fonds Monétaire International ou du GATT, qu'ils devront établir un embargo sur l'or, décider des restrictions aux transactions impliquant paiements extérieurs, telles celles qu'ils étudient actuellement, sur les voyages à l'étranger et, par là, porter une atteinte profonde aux relations internationales².

C'est une situation que je connais bien parce que, hélas, plusieurs fois, au cours de ma carrière, j'ai pu l'observer en France.

F. H. — Cependant, les Etats-Unis sont le seul

1. Cette affirmation est explicitée dans mon mémoire : *Éléments pour une théorie du taux de l'escompte et de la balance des paiements* (*Revue économique* de juillet 1957), reproduit intégralement dans *Le lancinant problème des balances de paiements*, Payot, 1965, p. 191.

2. Toutes mesures effectivement prévues — sauf la première — par le discours de San Antonio du 1^{er} janvier 1968 (voir plus loin, p. 208-209).

pays qui donne expressément aux autres pays la faculté d'échanger leur monnaie contre or à un cours officiel. Ceci dit, que pensez-vous qu'il arriverait au prix de l'or si le Federal Reserve System, peut-être avec un certain nombre d'autres banques centrales qui pensent de même, décidaient qu'ils refusent *d'acheter* de l'or à 35 dollars l'once — ou à quelque prix que ce soit ?

J. R. — Le prix de l'or tomberait à un niveau très bas et il serait impossible de le maintenir. A moins cependant qu'il y ait une large spéculation fondée sur l'opinion que l'or est toujours un refuge. Toute prévision à cet égard est impossible. Mais je suis pleinement d'accord avec vous : le prix de l'or n'est pas, en lui-même, un don de Dieu, il est le produit d'une politique.

F. H. — Pensez-vous que le général de Gaulle s'en rende compte ?

J. R. — Il a montré qu'il était pleinement informé des mystères de l'étalon-or et de l'étalon de change-or. Pour ma part, je pense que la proposition de mettre à la disposition du Fonds Monétaire International ou du Comité des Dix, ou de toute institution analogue, une part importante des réserves d'or d'un pays n'est pas réaliste. Votre pays serait-il d'accord pour transférer à Bâle, ou à la Communauté Européenne, ou à quelque entité que ce soit, la disposition de ses réserves d'or ?

F. H. — La disposition de ses réserves d'or : non. Je dirai seulement que, selon mon expérience, un pays n'abandonne aux institutions internationales que les pouvoirs qu'il ne peut pas ne pas leur déléguer. Mais, sous l'effet de pressions, il est sur-

prenant de voir ce qui peut être fait. Quoi qu'il en soit, ce que j'essayais de montrer c'est que, probablement, on ne se rendait pas assez compte que les Etats-Unis remplissaient actuellement cette fonction singulière et unique d'assurer la convertibilité en or du dollar. Si, en pratique, ils cessaient de le faire, par exemple en disant qu'ils n'achètent de l'or à aucun prix, nous pourrions nous trouver dans une situation où quelqu'un d'autre devrait assumer cette mission et c'est peut-être seulement une organisation internationale qui pourrait le faire.

J. R. — Le prix de l'or ne m'intéresse pas. Si vous souhaitez remplacer l'or par un meilleur étalon, platine par exemple, ou tout autre métal, je n'y ai aucune objection. Comme je vous l'ai déjà dit, je n'ai pas pour l'or une révérence religieuse. Je le tiens seulement pour un instrument qui a été, dans le passé, moins mauvais que les autres étalons. C'est tout ce que je puis dire à cet égard.

F. H. — Ne pensez-vous pas que la tendance de certains pays à détenir de l'or plutôt que des dollars — et ici je pense particulièrement à la France — pourrait se trouver sensiblement modifiée s'il apparaissait que le prix de l'or pourrait diminuer aussi bien qu'augmenter et que — pour prendre les termes mêmes du général de Gaulle — ce n'est pas l'or, comme tel, qui est pourvu d'une valeur intrinsèque, propre à durer éternellement ? Dans la mesure où cette opinion — celle du général de Gaulle — n'est pas entièrement corroborée par la réalité, ce que vous semblez admettre, la confiance dans l'or, en tant qu'instrument de réserve, n'est-elle pas quelque peu ébranlée ?

J. R. — Je ne pense pas qu'il y ait, dans l'esprit du général de Gaulle, spéculation sur la valeur que l'or pourrait avoir dans l'avenir. Il a la conviction que le problème, pour l'Occident, est de remplacer un instrument de désordre par un système tendant à restaurer l'ordre. A mon avis, ce n'est qu'un très petit nombre de gens qui tiennent pour réaliste l'idée que, dans les circonstances présentes, l'or pourrait être abandonné.

F. H. — Espérons qu'il y en aura davantage après jeudi dernier'.

Puis-je passer maintenant à un sujet plus technique ? Quelles sont vos vues sur ce qui est appelé ici le C.R.U., l'unité de réserve composite ?

J. R. — J'ai quelque difficulté à prendre position sur ce sujet, car, à ce jour, je ne connais pas grand-chose des détails du projet. Je sais qu'il a été proposé par mon ami, le ministre français des Finances et je pense qu'il faut lui laisser le soin de défendre lui-même son enfant. Le projet me paraît de la famille de l'Union Européenne des Paiements et, même, du Fonds Monétaire International. En termes généraux, je pense que tout peut être fait en pareil domaine pourvu que le système soit construit sur la base de la convertibilité monétaire. Le système du C.R.U. peut être bon ou mauvais, suivant les conditions dans lesquelles il sera appliqué. Rappelez-vous l'histoire de l'Union Européenne des Paiements. A l'origine elle était très mauvaise, parce que fondée presque entièrement sur le crédit, c'est-à-dire sur

1. Jour de la conférence de presse du général de Gaulle sur l'or.

la création arbitraire de moyens de paiement étrangers. A la fin, au contraire, elle était presque entièrement bonne — je veux dire efficace — parce qu'elle avait été progressivement « durcie », par l'augmentation de la part de ses règlements en or.

F. H. - Monsieur Rueff, en 1958, vous présidiez un comité qui a fixé les bases de la restauration financière de la France, ce qu'on appela alors *l'assainissement*. Cela comprenait, avec de nombreuses mesures de désinflation, une dévaluation et le rétablissement de la concurrence. Quelques personnes en Angleterre pensent qu'un assainissement serait aussi très utile pour nous, actuellement. Si M. Wilson vous confiait la présidence d'un comité analogue à celui que vous avez présidé en France, quelles recommandations formuleriez-vous dans un « Rapport Rueff pour la Grande-Bretagne » ?

J. R. Laissez-moi affirmer d'abord que je ne suis pas candidat à pareil emploi. En second lieu, je dirai que si une proposition de ce genre m'était faite je demanderais à être informé de la situation, ce que je ne suis pas actuellement. Cependant, de l'extérieur, je n'ai pas le sentiment — c'est seulement un sentiment et rien d'autre — qu'il y ait un difficile problème financier pour l'Angleterre actuellement. Je vis toujours sous l'impression que l'Angleterre est dépositaire de la plus haute tradition financière et possède le meilleur équipement dans le domaine du crédit. Le marché de Londres est un modèle et, depuis vingt-cinq ans, j'ai lutté pour l'introduc-

tion de ses pratiques en France. Il est vrai que M. Giscard d'Estaing a réalisé des progrès quant à l'organisation de notre marché. Il a pris des mesures qui sont certainement dans la bonne direction. Mais il reste beaucoup à faire. De votre côté, vous avez le problème des balances-sterling détenues par des étrangers et c'est un problème difficile.

F. H. — Puis-je vous poser une question au sujet des politiques intérieures qui réussissent ? Les deux grandes périodes de succès économiques pour la France furent, pendant la précédente génération, celle qui a suivi la stabilisation après la dévaluation du franc en 1926-28 et, pendant l'actuelle, celle qui a suivi la dévaluation du 27 décembre 1958. Ces deux stabilisations étaient accomplies délibérément à un taux de change sous-évalué et je pense que, dans les deux circonstances, vous avez exercé une influence personnelle sur la décision. Pensez-vous que tout programme applicable à la Grande-Bretagne puisse utilement s'inspirer de ces leçons ?

J. R. — Il est un point que je dois préciser, dans un souci de vérité historique. Je n'ai été associé à la stabilisation Poincaré que dans une modeste mesure. J'étais alors un jeune inspecteur des finances. J'ai été appelé, comme chargé de mission, au Cabinet du Président du Conseil, ministre des Finances, pour l'étude d'une seule question : celle du taux qui serait le meilleur pour une éventuelle stabilisation du franc.

F. H. — C'était la question la plus importante.

J. R. — J'ai conclu — et le mémoire a été mainte-

nant publié t — que l'essentiel était de choisir un niveau n'impliquant aucune baisse de salaires nominaux. Pensez à votre expérience de 1925. Le principe fondamental est que la stabilisation doit créer une situation excluant toute éventualité de réduction des salaires. Cependant si, dans le choix du cours de stabilisation, on descend, pour l'or ou les devises étrangères, quelque peu au-dessous du cours plancher ainsi établi, on crée une marge de sécurité, qui peut présenter des avantages appréciables. Mais alors ce serait une grande faute de ne pas utiliser pareille marge à faire très rapidement ce qui reste à faire.

En 1958, — et là je suis pleinement informé de la situation — le principal mérite du plan était son caractère global. Mais le constater ne veut pas dire que je fus satisfait de ce qui arriva après. Ce qui manqua à notre politique d'assainissement fut un effort tendant à l'amélioration de notre système de crédit, qui est toujours très arriéré, ainsi qu'une politique d'atténuation des rigidités de l'économie française. Si j'avais, à Londres, les responsabilités que vous suggérez, je ferais l'inventaire approfondi de toutes les causes de rigidité de l'économie anglaise, m'inspirant du catalogue que constitue, pour l'économie française, mon second rapport, celui de 1959-69, sur « les obstacles à l'expansion

1. Le rapport remis en 1926 au président du Conseil, ministre des Finances, a été publié sous le titre : a Sur un point d'histoire : le niveau de la stabilisation Poincaré. » - *Revue politique*, 1969. (Editions du Recueil, Sirey.) Il est intégralement reproduit dans *Les Fondements philosophiques des systèmes économiques*, Payot, 1967, p. 415.

économique ». J'envisageai notamment les problèmes de distribution, la structure des marchés, le problème des loyers, des prix agricoles et celui que posent les secteurs protégés de l'économie. On est stupéfait lorsqu'on découvre l'ampleur des rigidités que l'histoire a léguées aux vieux pays, tels que le vôtre et le mien. Et pourtant, si vous voulez un programme de réforme efficace, vous devez résoudre simultanément tous ces problèmes.

Mais concluons. Tout ce qui a été dit aux Etats-Unis sur le prix de l'or et, dans tous les autres pays, sur ce qu'on appelle la dévaluation, je l'ai entendu bien souvent. Nous avons en France une grande expérience en ces matières. Un projet de dévaluation ou de changement du prix de l'or est toujours repoussé par la grande majorité de l'opinion. On le tient pour immoral, pour inapplicable, pour inefficace. J'ai observé tout cela en France cinq ou six fois au cours de ma carrière et plusieurs fois aussi en Grande-Bretagne. Et lorsque la mesure est appliquée, on constate qu'elle est facilement acceptée et que, dans tous les cas, elle produit les résultats attendus, pourvu cependant qu'elle soit partie d'une politique générale d'assainissement économique et financier. La principale cause d'échec, c'est que l'on n'utilise pas toujours le répit procuré par la dévaluation à mettre en oeuvre les mesures qui devraient l'accompagner.

Dans votre cas, malgré l'intérêt que je porte à votre question, je n'ai pas de conseil particulier à vous offrir. Mais il est sûr que l'examen du problème monétaire mondial devra nécessairement être entre-

pris, sur des bases nouvelles, dans un proche avenir. Cet examen fournira l'occasion de l'étude indispensable du problème spécial de la livre sterling et, sans doute aussi, de celui que pose la zone-sterling.

CHAPITRE VI

LE TEMPS DE L'ACTION

La déclaration du général de Gaulle, mon interview à *l'Economist*, doublée de plusieurs conférences en France et à l'étranger, enfin la détérioration de la situation monétaire des Etats-Unis par pertes d'or et augmentation des « balances-dollar » avaient attiré une vive attention sur le problème du système monétaire international, mais n'avaient pas réussi à infléchir la position des autorités américaines et des comités gouvernementaux soumis à leur influence (Comité des Dix, Groupe de travail n° III de l'O.E.C.E., Conseil du Fonds monétaire international). On trouvera dans les chapitres suivants la longue et triste histoire des cogitations monétaires qui ont occupé les années 1965 et 1966.

Pour ma part, chaque jour plus convaincu que la dégradation progressive de la situation conduisait inévitablement à un grave accident monétaire, propre à entraîner de désastreuses conséquences et à infliger de profondes souffrances à de larges catégories de la population, j'estimais que le temps

était passé des exposés allusifs, demeurés obscurs pour toute la partie de l'opinion qui ne connaissait pas assez le problème pour pouvoir saisir sous-entendus et euphémismes. Je sentais l'impérieux devoir de montrer que ma position n'était pas seulement critique, mais tendait à des mesures constructives. Je décidais donc d'exposer en pleine lumière les éléments d'une solution efficace et définitive.

Il va de soi que les dispositions de mon projet n'étaient pas les seules possibles, que d'autres solutions, telles celles qui seraient fondées sur la consolidation amiable de partie des balances-dollar ou sterling, étaient concevables.

J'exposais mon programme dans un article publié en France par *Le Monde*, le 27 septembre 1966, et en Angleterre par le *Times (Business Review)* du 26 septembre sous le titre : « *Allegiance to an outdated fetish.* »

Le Monde introduisait mon article par le commentaire suivant :

« Pour M. Jacques Rueff, l'heure des rapetassages du système en cours est depuis longtemps dépassée. Il défend ci-dessous ses thèses avec une vigueur accrue, plaidant pour la réévaluation de l'or qui entraînerait, selon lui, « une vague durable de prospérité ».

Suivait, sous le titre qui est celui du présent chapitre, le texte de l'article :

Cinq années ont passé depuis que j'ai soulevé, dans ces mêmes colonnes, le problème du système monétaire international.

Pendant ces soixante mois, il y a eu beaucoup de discussions entre experts, deux rapports exposant leurs divergences¹, mais aucun acte. Ou plutôt, les actes accomplis, qui s'appellent bons Roosa, *swaps*, accords généraux d'emprunt, augmentation des quotas du Fonds monétaire international, n'ont eu pour objet que de prolonger un système international dont on savait que, de toute façon, il ne pourrait durer.

Alors que les gouvernements délibéraient sans agir, le processus annoncé et décrit dans mes articles de 1961 déroulait imperturbablement ses effets : maintien du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, malgré les déclarations toujours renouvelées des autorités américaines annonçant qu'il était maîtrisé et allait être définitivement supprimé, inflation dans les pays à balance des paiements excédentaire, dégradation progressive de la solvabilité des monnaies-clés par augmentation régulière des balances-dollar et sterling et diminution continue du stock d'or qui en était la contrepartie.

Aujourd'hui, nul ne peut douter que le pourrissement est entré dans sa dernière phase : celle de l'effondrement, par résorption des avoirs monétaires que constituent les balances-dollar et, dans une certaine mesure aussi — bien que le problème

1. Le rapport Ossola de 1965 et le rapport des suppléants aux ministres et gouverneurs du Groupe des Dix de juillet 1966.

qu'elles posent soit différent — les balances sterling.

Qu'on ne dise pas que ces menaces résultent seulement des conversions en or de balances-dollar appartenant à la France. Au cours de l'année 1965, les prélèvements d'or émanant de la France ne représentent qu'un peu plus de 50 % du total des sorties d'or des Etats-Unis. D'ailleurs, peut-on imaginer que des créanciers qui ne sont pas aveuglés ou corrompus par des liens de dépendance politique attendent impavides la disparition des actifs qui sont la contrepartie de leur créance ?

Les conséquences de l'effondrement, si on le laisse s'accomplir, seront tragiques. Nous pouvons les prévoir en observant le parallélisme qui existe, *mutatis mutandis*, entre l'évolution présente et celle des années 1928-1933.

N'oublions pas, en ce qui concerne celle-ci, la crise de la livre sterling, les tentatives de solution par déflation interne, les remous politiques qui ont abouti à la formation, sous la présidence de M. Macdonald, d'un cabinet d'union nationale et enfin, pour conclusion, la dévaluation de la livre sterling en 1931.

N'oublions pas l'immense désastre de la grande dépression, avec son tragique cortège de souffrances et de ruines, catastrophe qui n'a été enrayée qu'en 1934, lorsque le président Roosevelt, après l'échec d'une pharmacopée complexe, a élevé le prix de l'or de 20 à 35 dollars l'once.

A cette époque, la France, qui sortait de son assainissement financier de 1928, a été la dernière touchée, mais non la moins cruellement. Ce n'est

pas un hasard si l'ampleur de l'assainissement réalisé en 1958 la maintient aujourd'hui, comme il y a trente-cinq ans, temporairement à l'abri de la tornade.

Il n'est pas jusqu'aux absurdes discussions sur l'insuffisance des liquidités qui n'aient eu leur exact équivalent, en 1928 et 1929, dans les débats dérisoires du comité de l'or de la vieille Société des Nations.

Allons-nous attendre passivement le renouvellement de pareilles catastrophes ?

J'ai la certitude qu'elles peuvent encore être évitées, pourvu que l'on accepte de faire rapidement ce qu'il faut que l'on fasse pour les éviter.

I. - LES ACTES INDISPENSABLES

Pour ne pas renouveler l'erreur des docteurs qui discutaient du sexe des anges lorsque l'ennemi — la crise — était déjà dans la place, je me bornerai à énumérer les actes indispensables. J'en ai si souvent démontré la nécessité que je renvoie les lecteurs soucieux d'explication ou de justification à mes publications antérieures.

La mise en oeuvre d'une solution implique un accord entre tous les pays à monnaie convertible (les dix, plus quelques autres) par lequel ils s'engageront à :

1° Ne pas augmenter sensiblement, à partir d'une certaine date, leurs avoirs monétaires en dollars

et en sterling. Il va de soi que cet engagement ne fera pas obstacle à l'acquisition de dollars et de sterling pour des fins de règlement dans des limites raisonnables ;

2° Augmenter simultanément le prix auquel leurs banques d'émission achètent et vendent l'or sur leurs marchés respectifs. Le quantum de cette augmentation sera établi d'un commun accord, mais on peut prévoir qu'il entraînera sensiblement un doublement, destiné à remettre le prix de l'or à sa place normale dans la hiérarchie des prix, compte tenu cependant des variations intervenues dans les coûts de production du métal ;

3° Les Etats-Unis et l'Angleterre s'engageront à utiliser la totalité de l'augmentation de valeur nominale de leurs stocks d'or respectifs au remboursement immédiat, en or, des balances-dollar et sterling détenues par les banques d'émission ou les autorités publiques des autres pays.

L'exécution de cet engagement fera disparaître pratiquement les balances-dollar, mais ne réduira que d'environ un sixième les balances-sterling existantes ;

4° Les pays ayant de l'or mais pas de balances à rembourser, c'est-à-dire pratiquement tous les pays à monnaie convertible autres que l'Angleterre et les Etats-Unis, s'engageront à offrir à la Grande-Bretagne, sous forme de prêt à vingt ans, la fraction de la plus-value nominale de leurs stocks d'or nécessaire au remboursement, en or, du solde des balances-sterling qui n'auront pas été déjà consolidées et que le gouvernement britannique estimera nécessaire de rembourser. Seul, en effet, celui-ci

pourra fixer leur montant, car les balances-sterling — qui appartiennent pour une large part à des organisations internationales ou à des pays du Commonwealth — sont beaucoup moins volatiles que les balances-dollar.

En tout cas, cette utilisation, si elle est désirée par le gouvernement britannique — et il n'est pas sûr et peut-être pas indispensable qu'elle le soit — n'absorbera qu'une part relativement faible des plus-values que la hausse du prix de l'or vaudra aux pays qui ont des réserves de métal et pas de balances à rembourser ;

5° Les mêmes pays consacreront une part à déterminer du solde de la plus-value nominale de leur stock d'or, restant disponible après l'opération précédente, à l'aide aux pays en voie de développement.

Les modalités de cette utilisation seront fixées d'un commun accord. Elle pourra se faire soit par prêt direct, soit par constitution du capital d'une institution internationale habilitée à emprunter sur les marchés, soit par augmentation du capital d'une des institutions existantes ;

6° Les mêmes pays s'engageront enfin à utiliser, autant que possible, la part de la plus-value nominale qui leur restera acquise après l'ensemble des emplois 3, 4 et 5 ci-dessus au remboursement de leurs dettes, notamment au remboursement en or des dettes qu'ils ont contractées à l'égard de leurs banques d'émission respectives.

II. - UNE VAGUE DURABLE DE PROSPÉRITÉ

Si pareils engagements sont mis en oeuvre, leur exécution délivrera le monde des menaces que l'extension rapide du contrôle des changes aux Etats-Unis fait peser sur les relations internationales, particulièrement sur la libération déjà réalisée des échanges commerciaux. L'éventualité d'un embargo sur l'or aux Etats-Unis cessera de boucher l'horizon économique de l'Occident.

L'Angleterre sera délivrée de l'obligation de s'imposer l'impossible tâche d'une déflation draconienne pour le remboursement sur les seuls excédents d'une balance des paiements actuellement largement déficitaire, des balances-sterling issues de sa gestion passée et notamment de son effort de guerre. Libérée de ce souci, elle pourra opérer en toute sécurité les réformes internes qui lui paraîtront nécessaires.

Quant aux pays en voie de développement, ils trouveront dans le plan sus-exposé la preuve tangible de la sympathie efficace des pays qui les ont précédés dans la maturité économique, ainsi que les raisons d'une collaboration durable dans la saine gestion des ressources de l'univers.

Je garantis solennellement que dès que l'accident sera derrière nous, au lieu de se profiler menaçant à l'horizon de toutes nos perspectives économiques, le monde sera soulevé par une vague durable de prospérité, sans précédent dans l'his-

toire. Par son ampleur et sa puissance, elle recouvrira tous nos problèmes, ceux du travail autant que ceux du capital, ceux de l'Angleterre du *welfare state* autant que ceux des Etats-Unis de la libre entreprise. Une masse énorme de capitaux, actuellement thésaurisée, affluera sur les marchés. Les taux d'intérêt à long terme baisseront, les facultés de création d'hôpitaux, d'écoles, de routes, de maisons, bref toutes les possibilités d'investissement sans inflation qui commandent le progrès social, se trouveront pendant une longue période immensément augmentées. La libéralisation des relations économiques internationales sera non seulement souhaitée, mais joyeusement acceptée par tous, comme elle l'a été en France après la réforme de 1958.

Tout cela est simple, sûr et peut être fait demain, pourvu que les Etats de l'Occident acceptent de le vouloir.

Mais le voudront-ils ?

Dans l'état actuel des choses, il est très improbable qu'ils le veuillent. Le principal, sinon le seul obstacle, résulte de l'opposition de l'opinion publique des Etats-Unis à une hausse du prix de l'or.

C'est le sentiment de cette opposition qui explique les réticences des experts. Dès qu'elle aura disparu, leurs objections, qualifiées de techniques, fondront comme neige au soleil et il trouveront de nombreuses raisons pour recommander ce qu'actuellement ils déconseillent.

Le problème, le seul problème pour l'Occident, est donc de convaincre l'opinion des Etats-Unis et d'abord le gouvernement américain.

Certes, les arguments de raison ne convainquent pas toujours, mais sans eux il n'est aucune chance de convaincre.

Or on n'a jamais essayé de parler raison aux Etats-Unis. Bien plus, par une volonté délibérée d'obscurantisme, les gouvernements ont interdit aux experts du Groupe des Dix de considérer, fût-ce pour la discuter, la hausse du prix de l'or.

III. - EXORCISER LE PROBLÈME DE L'OR

Le premier devoir est d'exorciser le problème de l'or de tous les partis pris et de tous les faux arguments qui l'encombrent.

Je suis convaincu que, dès qu'il sera considéré en pleine lumière, les Etats-Unis ne pourront pas ne pas admettre que ce n'est pas la hausse du prix de l'or qui serait insolite, mais, au contraire, le maintien à son niveau présent, alors que, depuis qu'il a été fixé, les prix ont plus que doublé aux Etats-Unis.

Pour juger cette politique, que l'on songe à ses effets si on l'appliquait au blé ou au charbon.

Est-il raisonnable d'organiser systématiquement la disette de l'or — alors que les besoins sont à peu près proportionnels au niveau général des prix — en maintenant la valeur nominale des stocks existants et celle de la production annuelle à moins de la moitié de ce qu'elle serait si le prix

de l'or était remis approximativement à sa place parmi tous les prix du marché ?

Est-il raisonnable et juste de donner à tout producteur d'une tonne de charbon ou d'acier un poids d'or double de celui qu'il aurait reçu en échange de sa production en 1934 ?

Est-il raisonnable et juste pour les Etats-Unis de s'entêter à donner aux détenteurs de balances-dollar, en échange de leurs avoirs, un poids d'or double de celui auquel ils auraient droit si, par une disposition dépourvue de toute légitimité économique, le prix de l'or, seul parmi tous les prix du monde, n'avait été maintenu à son niveau de 1934 ?

Peut-on prétendre que ceux qui défendent la hausse du prix de l'or s'attaquent aux intérêts légitimes des Etats-Unis et de l'Angleterre, alors que, s'ils avaient été écoutés il y a cinq ans, les Etats-Unis et l'Angleterre seraient encore détenteurs de la moitié de l'or qu'ils ont perdu depuis cette époque, et que leurs créanciers verraient légitimement leur droit à prélèvements futurs d'or réduits, en poids, de 50 % ?

Qu'on n'invoque pas ici des obligations morales implicites ; l'honneur d'un débiteur est avant tout de se mettre et de se maintenir en état de payer ses dettes et de ne pas assister passivement à une évolution qui le conduit inéluctablement à l'insolvabilité.

Enfin, et surtout, est-il possible que le gouvernement et l'opinion d'un grand pays, respectueux plus que tout autre de ses responsabilités nationales et internationales, qui a assumé avec un incom-

parable courage les devoirs que lui imposaient sa puissance et sa richesse, s'entêtent à exposer toutes les populations du monde aux affres d'une nouvelle grande dépression, par le simple désir de maintenir, dans un aveuglement infantile, le fétiche périmé d'un prix de l'or fixé arbitrairement en 1934, en des conditions entièrement différentes de celles qui existent aujourd'hui ?

En notre époque d'action consciente, de recherche opérationnelle, de politique raisonnée, le monde sera-t-il assez fou pour refuser obstinément le salut ?

Mais il est tard, plus tard que vous ne croyez. Le temps presse pour l'action. Puisse-t-elle intervenir avant qu'il soit trop tard.

CHAPITRE VII

TRIFFIN ET MOI

Pendant longtemps, l'opinion — qui aime les images d'Epinal — s'est représenté la controverse monétaire comme un duel entre le professeur américain bien connu, Robert Triffin, de l'Université de Yale, et moi.

Nous n'avions cessé de protester, lui et moi, contre cette vue trop simpliste d'opinions qui, si elles différaient dans leurs conclusions, partaient d'un diagnostic commun et procédaient d'un même raisonnement.

Au début de juillet 1966, un journaliste éminent, M. Michel Gabrysiak, nous confronta et publia, dans *l'Aurore* du 4 juillet et dans le *Sunday Times* du 3 juillet, le compte rendu de notre discussion :

J. RUEFF. — Si aucune réforme efficace du système monétaire international n'intervient rapidement, le monde est menacé de troubles graves, non seulement sur le plan monétaire, mais aussi, ce qui est plus sérieux, dans le domaine écono-

mique et social. Le souvenir de 1931 est, à ce point de vue, très préoccupant.

R. TRIFFIN. - **Oui !** Je suis absolument d'accord. Les deux points les plus graves aujourd'hui sont les crises répétées du sterling et du dollar. Il y a quelques années, la crise d'une de ces deux monnaies aidait l'autre parce que les mouvements de capitaux passaient de Londres à New York ou vice versa. Aujourd'hui, une crise grave du sterling entraînerait automatiquement une crise du dollar, ainsi d'ailleurs que des autres monnaies mondiales.

Le vice fondamental du système :

J. RUEFF. — Cette situation résulte de l'application, pendant une période prolongée, d'un système bien connu, qui est celui de l'étalon de change-or. La conséquence fondamentale de ce système, c'est que lorsque les Etats-Unis, par exemple, sont en déficit, ils versent des dollars qui sont retournés le jour même sur le marché de New York où ils sont réinvestis.

De ce fait, les déficits de la balance des paiements des Etats-Unis n'affectent en rien l'abondance des disponibilités sur le marché de New York et par là ces déficits peuvent subsister indéfiniment.

R. TRIFFIN. — Je suis entièrement d'accord là-dessus. M. Rueff a exprimé, d'une façon à laquelle je souscris à 99 %, les deux points essentiels d'accord entre nous. Il est malsain de permettre à

un pays d'obtenir un financement automatique de ses déficits.

Nous négocions sur un volcan :

Même si l'Amérique rétablissait son équilibre, la liquidation soudaine des dettes du passé pourrait entraîner de graves perturbations.

M. Rueff disait : ceci peut se produire d'un jour à l'autre. Cela s'est déjà produit l'an dernier. En 1965, les pays européens, qui jusque-là avaient accumulé chaque année un à deux milliards de dollars par an, ont liquidé en douze mois plus de deux milliards de réserves de change et les ont liquidées en or.

Nous continuons, non pas à danser sur un volcan, mais à négocier à pas de fourmi sur un volcan qui peut éclater soudain, qui a éclaté sous nos pas en septembre 1931. Je veux bien que depuis lors la coopération entre banques centrales se soit développée. Mais tous les palliatifs qui ont été adoptés, depuis lors, nous ont simplement aidés à vivre... dangereusement. Si tel n'avait pas été le cas, la crise de septembre 1931 se serait déjà répétée en octobre 1960. Tout cela est dû en grande partie à la situation monétaire et financière de mon pays, les Etats-Unis. De 1951 à 1955, nous recevions chaque année 500 millions de dollars de capitaux à court terme par an. Dans la seconde moitié des années cinquante, nous recevions en moyenne un milliard de dollars par an.

En 1960, nous avons eu environ 2,3 milliards de

pertes de dollars par un brutal revirement de la tendance.

A partir de 1960 et jusque fin 1964, nous avons perdu en moyenne un milliard et demi de capitaux à court terme chaque année. C'est donc un renversement total, en moyenne, étalé sur une période de dix ans, de deux milliards et demi de dollars par an, ce qui est approximativement le montant des déficits globaux de la balance des paiements américaine pour les cinq ou six dernières années.

Qu'en a-t-il été l'an dernier ? Les restrictions volontaires ont diminué les sorties de capitaux des Etats-Unis. Mais ces mesures n'ont touché que les résidents américains. Or, pour financer leurs investissements, les entreprises empruntent sur le marché européen les sommes qui leur sont nécessaires : probablement un milliard de dollars en 1966.

Pour faire face à ces demandes nouvelles, les Européens retirent certains des capitaux qu'ils possédaient outre-Atlantique.

Par conséquent, nous perdons de la main gauche ce que nous avons gagné de la droite. L'exportation de capitaux continue, d'autant plus que les fonds étrangers aux Etats-Unis se montent à quelque 57 milliards de dollars.

L'expansion des opérations militaires au Vietnam a également contribué à détériorer notre balance des paiements courants, non seulement sur le plan externe, mais en raison des répercussions internes. Le boom économique qui accompagne la guerre au Vietnam a conduit à certaines pressions inflationnistes aux Etats-Unis, qui ont détérioré la balance

des paiements dans la proportion de deux milliards de dollars.

En 1966, le déficit américain sera, je crains, plus proche de trois que de deux milliards de dollars.

Un incident peut déclencher la crise :

J. RUEFF. — Nous constatons que les freins sont déjà à l'oeuvre et que tout ce que nous observons : la contraction des moyens financiers, le ralentissement de l'expansion, la diminution de la surchauffe, tout cela n'est pas dû au hasard, mais au déroulement du processus que M. Triffin et moi-même avons l'un et l'autre prévu depuis longtemps et qui marque que nos craintes n'étaient pas théoriques.

Jusqu'à présent, le processus est modéré et lent, mais n'importe quel incident peut déclencher l'avalanche ; la situation est vraiment vulnérable.

Une dégradation brutale serait la source de la perte de tous les progrès qui ont été accomplis pendant la dernière décennie en ce qui concerne la libération des échanges et le progrès du niveau de vie.

Est-il sérieux de faire reposer l'immense poids du système monétaire international sur les monnaies de deux pays en déficit constant ? Cette situation est véritablement absurde. Et le pire est qu'elle ne disparaîtra qu'avec le système — l'étalon de change-or — dont elle est née.

M. TRIFFIN. — Et c'est d'autant plus grave que le seul accord opérationnel auquel soit arrivé le

Groupe des Dix est qu'il faut subordonner toute réforme du système international à l'équilibre de la balance des paiements des Etats-Unis. Or, le déséquilibre de la balance des paiements américaine est le produit, pour une large mesure tout au moins, du système actuel.

Un *péché contre l'esprit* :

J. RUEFF. — Ceci est un point fondamental d'accord entre M. Triffin et moi. Il y a un véritable péché contre l'esprit à dire qu'une réforme est impossible tant que le déficit de la balance des paiements n'aura pas disparu.

R. TRIFFIN. — **II** ne disparaîtra pas, puisqu'il est le produit du système.

J. RUEFF. — Donc, il y a là une erreur fondamentale, que nous n'avons cessé de dénoncer, et sur laquelle il faut attirer l'attention de l'opinion. Attendre pour réformer le système que le déficit ait disparu, c'est entrer dans un cercle vicieux d'où il faudra bien sortir un jour et d'où, hélas ! les événements nous feront sortir si nous n'avons pas la sagesse de le faire nous-mêmes, volontairement.

Et j'estime également que le monde n'a aucun besoin d'accroître en ce moment le volume de ses liquidités internationales,

Il y a cependant deux pays à qui manquent les moyens de payer plus longtemps leur déficit à l'égard de l'étranger sans perdre de l'or, ce sont les Etats-Unis et l'Angleterre. Mais ce dont ils man-

quent, ce n'est pas de liquidités internationales au sens abstrait, c'est de francs, de marks, de lires, etc., etc.

Une faute inexpiable :

Actuellement, le véritable problème à résoudre est dissimulé à nos regards. La dissimulation est grave, car elle a permis de coller le masque de l'intérêt général sur des opérations qui avaient pour unique objet de fournir aux Etats-Unis et à l'Angleterre le moyen de payer leurs déficits sans prélèvement d'or. Je considère que cela a été une faute inexpiable. Car cela a dissimulé la nature du problème à résoudre.

R. TRIFFIN. — L'une des solutions qui me paraît essentielle est la consolidation des engagements hérités du passé, car le premier problème à résoudre est d'éviter une crise monétaire mondiale provoquée par des retraits massifs d'or. Les économistes se divisent en différentes écoles, mais nous sommes tous d'accord sur la nécessité de l'élimination rapide de l'étalon de change-or.

J. RUEFF. — Le plan que j'ai élaboré à cette fin tend à rendre efficacité au mécanisme des paiements internationaux. Mais attention : il ne s'agit pas de revenir à l'étalon-or, car nous y sommes et la preuve en est que les pays qui veulent obtenir de l'or des Etats-Unis en obtiennent.

Il ne s'agit donc pas d'instituer un système nouveau, mais seulement de guérir celui qui existe d'un petit cancer qui en a affecté le fonctionne-

ment. Les cancers ne sont pas toujours apparents, mais souvent on en meurt.

On me prête une thèse absurde :

J'insiste également sur un autre aspect de la question.

On dit constamment : « M. Rueff veut revenir à l'or et à l'or seulement. » C'est absurde ! Il ne s'agit en aucune façon de supprimer la superstructure de crédit, telle qu'elle existe actuellement, avec toute sa flexibilité, avec toutes ses possibilités d'ajustement. Celles-ci sont un des aspects essentiels du véritable étalon-or.

La solution qui me paraît la plus raisonnable est celle qui constate que le prix de l'or a été fixé en 1934 par le président Roosevelt, à 35 dollars l'once, que tous les prix ont plus que doublé aux Etats-Unis depuis cette époque et que, de ce fait, le prix de l'or est resté très en arrière des autres prix.

Si l'on admet l'hypothèse d'un doublement du prix de l'or — je ne suis pas opposé d'ailleurs à une augmentation moins forte — le stock d'or des Etats-Unis, qui est de 13,5 milliards de dollars aujourd'hui, vaudrait 27 milliards.

Avec cela, Washington pourrait rembourser les créances des banques d'émission, soit 15 à 16 milliards. Il resterait dans les coffres de Fort Knox une somme dont la valeur nominale en dollars serait presque égale à celle qui s'y trouve aujourd'hui.

d'hui, mais la situation débitrice des Etats-Unis serait apurée.

Une telle opération ne pourrait évidemment avoir lieu qu'à la suite d'une convention internationale prévoyant l'augmentation simultanée du prix de l'or dans tous les pays à monnaie convertible.

Ma solution profiterait grandement aux Etats-Unis, alors que, généralement, on croit qu'elle leur serait défavorable.

Un Américain convaincu :

Permettez-moi de vous raconter une anecdote : au cours de mon dernier séjour aux Etats-Unis, j'ai rencontré un sénateur extrêmement important, qui m'a très mal reçu et m'a dit : « Je vois bien la politique de votre pays, c'est de prendre tout notre or et, quand nous n'en aurons plus, vous en doublerez le prix et vous ferez un énorme bénéfice sur notre dos. » J'ai répondu : « Monsieur le Sénateur, c'est exactement l'inverse. Ce que je vous conseille, c'est de doubler le prix de l'or tant que vous en avez encore et de nous donner seulement la moitié du poids d'or que vous vous entêtez à nous donner pour nos dollars au prix actuel. » Alors, il a levé les bras au ciel et il a dit : « Mais alors, si c'est là votre proposition, je suis d'accord. » « Eh bien ! oui, lui ai-je dit, c'est bien là ma proposition ! »

Réévaluer l'or, c'est l'inflation en raz de marée :

R. TRIFFIN. — Comme vous, je condamne l'étalon de change-or tel qu'il existe. Mais je ne pense pas qu'en supprimant l'élément « change », c'est-à-dire devises, et en revenant à l'or-métal, on puisse améliorer beaucoup le système.

Les disponibilités d'or monétaire dans le monde reposent sur un pays menacé par la guerre civile, l'Afrique du Sud, et sur l'U.R.S.S., qui fournit, bon an mal an, les deux tiers des nouvelles réserves d'or des banques centrales. La spéculation et la propriété privée ont absorbé plus que la production occidentale.

S'il y avait une réévaluation de l'or, un véritable raz de marée inflationniste submergerait le monde. Je ne suis donc pas d'accord avec M. Rueff sur ce point. Je crois qu'avant toute réévaluation de l'or il faut un accord mondial sur l'élimination des devises du système de réserve international, à l'exception des fonds de roulement indispensables.

Ensuite, il faut tirer un trait d'une façon ou d'une autre sur le passé.

Si l'on n'arrive à aucun accord, l'or se rétablira de lui-même parce que l'on aboutira à une catastrophe. Il y aura une dévaluation par accident. On aura une répétition tragique des années 30.

Commençons par aider la Grande-Bretagne :

J. RUEFF. — Je voudrais saluer ces paroles de M. Triffin. Je vois que nous sommes vraiment crac-

cord sur le diagnostic. Je suis d'accord avec M. Triffin quand il dit que le doublement ou l'augmentation du prix de l'or créerait des risques inflationnistes — c'est la raison pour laquelle j'insiste sur le fait que parallèlement il faudra rembourser les balances-dollar et des balances-sterling.

Et puisque nous savons que la Grande-Bretagne est présentement dans une situation difficile, je propose que les pays excédentaires lui consentent un prêt d'une durée de vingt ans pour rembourser le solde des balances-sterling non consolidées.

R. TRIFFIN. — Je suis partisan d'un accord immédiat entre les huit Etats les plus riches du monde (Etats-Unis, Grande-Bretagne, Suisse, Allemagne, France, Italie, Belgique-Luxembourg et Pays-Bas). Ces Etats ne garderaient plus que 15 % de leurs réserves en devises et le reste en or.

Une organisation internationale serait créée, chargée des conversions en or des surplus de devises (par rapport aux 15 %). Seules l'Allemagne et l'Italie possèdent pareils surplus. L'opération coûterait aux Etats-Unis l'équivalent de 1,5 milliard de dollars d'or. Toutes les autres dettes seraient consolidées. Les devises détenues par l'Organisation seraient garanties par l'or. La conséquence serait une disparition complète des dollars et des sterlings des réserves des banques centrales, les 15 % ne constituant qu'un fond de roulement.

J. RUEFF. — Ce système me paraît logique. Cependant, je crois qu'il n'a aucune chance d'être accepté sous cette forme, surtout à cause des discriminations qu'il établit entre les huit pays et les autres pays créanciers des Etats-Unis.

En ce qui concerne la garantie-or attachée aux dollars et aux sterlings subsistants, elle me semble dangereuse, car il deviendra difficile, sinon impossible, à cause d'elle d'effacer le passé.

R. TRIFFIN. — Je me rends très bien compte de l'existence de ces problèmes. En fait, bien d'autres Etats créanciers des Etats-Unis n'essaieront pas d'acheter de l'or, car c'est une tradition pour eux que de conserver des dollars.

TROISIÈME PARTIE

L'ENTREE EN SCENE DES EXPERTS

CHAPITRE VIII

L'ENVIRONNEMENT

Les vues rapportées dans les chapitres précédents : celles du général de Gaulle dans son message du 4 février 1965, celles que j'avais moi-même exprimées dans mes trois articles de juin 1961, dans l'interview à *l'Economist* du 13 février 1965 et dans le programme d'action publié par *le Monde* le 27 septembre 1966, furent l'objet de vives critiques.

Peu nombreux furent ceux qui tinrent les propos du président de la République pour l'expression d'une opinion délibérée sur la nature des mécanismes propres à assurer et à maintenir, avec la stabilité interne, l'ordre international. La plupart des commentateurs y virent le produit d'un anti-américanisme foncier, désireux de provoquer, pour des fins politiques, par échange contre or des balances-dollar détenues par les pays créanciers, une détérioration croissante de la solvabilité américaine. Telle fut notamment, avec une extrême véhémence, la réaction de l'opinion publique aux Etats-Unis.

L'idée n'effleurait pas ces critiques que seuls des

transferts d'or pourraient, par les variations de demande globale qui en seraient, toutes conditions égales, l'inévitable conséquence, tendre à restaurer l'équilibre des paiements extérieurs des Etats-Unis. Ils se refusaient à admettre que, par cette conséquence, la politique du retour à l'or servirait plus les intérêts des Etats-Unis que ceux des pays créanciers, lesquels se bornaient, en demandant le remboursement en or de leurs dollars, à exercer des droits qui leur avaient été solennellement attribués et maintes fois confirmés. Les mêmes critiques ne faisaient jamais mention du fait que les Etats-Unis, eux, ne détenaient dans leurs réserves monétaires que des montants infimes de devises étrangères et que ce qui était tenu par eux pour indispensable pouvait être bon aussi pour les autres pays à monnaie convertible.

Quant à mes propres exposés, ils suscitèrent en France, dans les milieux officiels, réserves et critiques. J'ai déjà rapporté l'opinion exprimée par le ministre des Finances dans sa lettre du 8 décembre 1961¹. Son jugement était celui de nombreux jeunes technocrates et de plusieurs des professeurs qui les avaient enseignés. C'était pour eux un article de foi, lié à des convictions politiques profondes, que des régulations propres à coordonner, par incitation, les comportements individuels, ne sauraient exister. Pour eux, les échanges internationaux sont les effets de situations structurelles et des inter-

1. Voir ci-dessus page 86.

ventions administratives propres à les corriger. Ce sont ces néophytes, négateurs de tous mécanismes économiques, qui ont considéré la rareté du dollar sévissant en Europe avant 1958 comme un phénomène de structure, auquel la politique monétaire ou fiscale, le niveau des taux d'intérêt ne pouvaient rien changer. Ce sont eux aussi qui, après la dernière guerre, prônèrent et firent maintenir en vigueur pendant une longue période l'immobilité des taux d'escompte — dont la suite a montré, *a contrario*, l'inanité et les méfaits.

La transformation de la rareté du dollar en surabondance dès qu'en 1958 les monnaies d'Europe, pour la plupart, redevinrent convertibles, n'a pas ébranlé la conviction butée de ces glossateurs superficiels. Ils continuent à voir dans l'affirmation de régulations cybernétiques, qui sont pourtant l'étoffe de tous les phénomènes naturels une évocation périmée de « la main invisible » d'Adam Smith, oubliant pourtant que l'idole qu'ils révèrent en ne la comprenant pas, Lord Keynes, a déclaré dans un article posthume, publié par *l'Economic Journal*, en juin 1946 :

« Je me trouve obligé, et pas pour la première fois, de rappeler à nos économistes contemporains que les enseignements classiques contiennent quelques vérités permanentes, de grande signification. Nous avons tendance à les négliger parce que nous les associons à d'autres doctrines que nous ne pouvons plus accepter qu'avec beaucoup de réserves. Il est en ces domaines des courants profonds, des

forces naturelles et même « la main invisible » qui tendent à établir l'équilibre. Sans pareilles influences, nous n'aurions pu nous maintenir aussi bien au cours des dernières décennies... Si nous rejetons ces remèdes, nous dériverons d'expédient en expédient et ne réussirons jamais à nous rétablir. »

Aux Etats-Unis, l'opinion générale était hostile à mes conclusions — notamment dans la mesure où elles visaient le prix de l'or. Cependant, plusieurs hautes autorités monétaires considéraient avec compréhension et sympathie le principe de mon analyse, non sans refuser cependant le remède que j'en avais déduit. Les nombreuses invitations à des exposés publics dont je fus l'objet témoignent de l'intérêt porté à mes thèses. C'est ainsi que j'eus l'occasion de les exposer le 15 avril 1965, à New York, dans une conférence du *National Industrial Conference Board*, à laquelle celui qui devait devenir le président Nixon me fit l'honneur d'assister. De même, je présentais l'ensemble d'un programme de reconstruction monétaire à la conférence bancaire du Conseil de Nouvelle-Angleterre, à Boston, le 20 octobre 1967, puis devant la « Conférence internationale industrielle organisée par l'Institut de recherches de l'Université de Stanford et le *National Industrial Conference Board* », à San Francisco, le 15 septembre 1969.

Je dois un particulier hommage à la compréhén-

1. Allusion à la main invisible, évoquée par Adam Smith dans *La Richesse des nations*. Tout l'alinéa a été traduit par moi.

sion éclairée de deux amis éminents : William McChesney-Martin, président du Federal Reserve Board et Robert Roosa, sous-secrétaire d'Etat à la Trésorerie américaine au temps des présidents Kennedy et Johnson. Bien qu'hostiles à la hausse du prix de l'or, ils n'ont cessé de marquer sympathie et estime pour mes efforts. Le premier m'a même demandé, en décembre 1961, de présenter mes vues au déjeuner du Comité de l'Open Market, le saint des saints du Federal Reserve Board.

Je dois aussi un remerciement au *Banker*, la grande revue de Londres, qui publia, en 1969, une analyse détaillée de mon exposé de San Francisco. J'en reproduis ci-après l'introduction, parce qu'elle donne une vue d'ensemble des échecs de la politique monétaire internationale au cours des sept dernières années :

Les hommes ont conquis la Lune. En ce jour de triomphe pour la raison humaine et, singulièrement pour la science, la technique et l'organisation américaines, on ne peut que louer et admirer. Dans le domaine astronautique, tout a été prévu et minutieusement étudié. L'événement est venu confirmer avec une stupéfiante précision les calculs des savants, les prévisions des techniciens et les plans des organisateurs.

Au contraire, depuis huit ans, les faits ont toujours démenti les pronostics des plus hautes autorités financières. Faut-il rappeler les déclarations indéfiniment renouvelées affirmant que la balance des paiements des Etats-Unis allait être mise en équilibre définitivement et totalement.

Dans un article de *Foreign Affairs* d'octobre 1963, mon cher et très savant ami Robert Roosa écrivait : « Le programme du Président, présenté le 18 janvier 1963, démontre solennellement la détermination des Etats-Unis de corriger leur propre déficit. »

En juillet 1965, l'éminent secrétaire au Trésor, M. Fowler, annonçait que le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis serait réduit de moitié avant la fin de 1965 et entièrement éliminé l'année suivante.

Le 1^{er} janvier 1968, le président des Etats-Unis formulait l'ambitieux programme de San Antonio qui devait restaurer l'équilibre des engagements extérieurs.

On sait ce que, de toutes ces prévisions, il est advenu.

Dans un autre domaine, celui des échanges internationaux, les gouvernements se sont tous ralliés à la grandiose politique du « Kennedy Plan », qui devait atténuer les obstacles aux échanges. Or, depuis que le plan a été formulé, des contrôles de changes rigoureux ont été établis en Angleterre et en France. Aux Etats-Unis même l'exportation des capitaux a été, par des moyens divers, sévèrement réglementée et limitée.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, les ministres des Finances de l'Allemagne, des Etats-Unis, de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni se sont solennellement engagés, à la Conférence des Chequers, en janvier 1967, à « conjuguer leurs efforts, dans la limite de leurs responsabilités respectives, de façon à ramener les taux d'intérêt dans chacun de

leur pays à un niveau inférieur à ce qu'il eût été sans cette coopération ». Les événements ont montré la vanité de cet engagement.

Il est pénible et disgracieux de rappeler ces échecs, mais c'est indispensable si l'on veut porter jugement, objectivement, sur les politiques dont ils sont le résultat et surtout sur les remèdes actuellement envisagés pour le redressement d'une situation qui se dégrade chaque jour sous nos yeux.

Si Armstrong, Collins et Aldrin, au lieu d'arriver sur la Lune étaient retombés sur la Terre, on conclurait qu'il y avait quelque erreur dans les principes mis en oeuvre pour la construction d'Apollo XI ou dans les calculs tendant à en fixer la trajectoire.

C'est pareille conclusion qu'impose, *mutatis mutandis*, le constant démenti apporté par les faits aux prévisions monétaires. Il m'oblige à rappeler que leur échec ne peut être tenu pour fortuit, qu'il était prévisible et avait été prévu.

Cependant que s'affrontaient partisans et adversaires de l'étalon-or — les adversaires l'emportant nettement, quant au nombre, sur les partisans — les événements monétaires se déroulaient imperturbablement.

Les années 1958, 1959 et 1960 sont marquées, pour les Etats-Unis, par des pertes d'or massives : 1,07 milliard de dollars en 1959, 1,7 milliard en 1960.

En octobre 1960, le prix de l'or à Londres atteint et dépasse pendant une courte période 40 \$ l'once, alors que la parité est de 35 dollars. On met en

place hâtivement le pool de l'or, qui organise le soutien collectif du dollar : 50 % à la charge des Etats-Unis, le reste à répartir entre les autres Etats participants.

En 1961 encore, la livre sterling est violemment secouée à la suite des réévaluations du Deutschmark et du Florin.

Toutes ces perturbations répandirent le sentiment que, comme je l'avais affirmé dans mes articles de juin 1961, le système monétaire international ne présentait pas la solidité que lui prêtaient certains de ses défenseurs. Refusant le remède que je recommandais, mais convaincus par l'événement de la précarité de l'étalon de change-or, gouvernements et autorités monétaires se trouvèrent obligés de rechercher des solutions adéquates.

C'est la procédure par laquelle ces réformes furent élaborées qui sera décrite dans le prochain chapitre.

CHAPITRE IX

UNE MEDICATION PUREMENT SYMPTOMATIQUE

La médication symptomatique est celle qui se contente de parer aux manifestations d'un mal sans s'attaquer à ses causes. C'est à pareille thérapeutique que se bornèrent les « experts » qui, à partir de 1960, se penchèrent sur la maladie du dollar.

Les événements qui viennent d'être rappelés conduisaient à la certitude que si la situation existante se prolongeait elle provoquerait rapidement l'épuisement des réserves métalliques des Etats-Unis et de l'Angleterre.

Mais les autorités financières souhaitaient éviter la crise monétaire générale qu'eût provoquée l'inconvertibilité du dollar et de la livre sterling.

Refusant de voir dans le statut de monnaie de réserve propre à ces deux monnaies la cause du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis et de l'Angleterre, ces mêmes autorités s'obligeaient à parer à ses effets, c'est-à-dire à aider les pays

intéressés à payer le montant des déficits extérieurs qui leur étaient infligés.

La première conséquence des difficultés monétaires fut d'augmenter les responsabilités du Fonds monétaire international. A ses tâches habituelles, s'ajouta la nécessité d'accorder son assistance à la livre sterling et au dollar, dangereusement menacés.

Le 7 octobre 1958, à l'assemblée du F.M.I. siégeant à New Delhi, une augmentation des « quotas » — c'est-à-dire du montant des contributions apportées à l'Institution internationale par les Etats-membres — fut décidée. Mais il apparut très vite qu'elle n'était pas suffisante pour permettre au Fonds de faire face aux arbitrages contre devises fortes qui lui étaient demandés.

En août 1961, la Grande-Bretagne ayant affronté une grave crise monétaire obtint du F.M.I. des facilités de crédit s'élevant au total à deux milliards de dollars. Cependant l'événement convainquit autorités monétaires et gouvernements de la nécessité d'apporter au Fonds de nouvelles possibilités de financement.

En septembre 1961, à la réunion annuelle des gouverneurs du F.M.I., tenue à Vienne, le regretté directeur général Per Jacobson suggéra que le Fonds fût autorisé à emprunter aux Etats-membres les ressources qui lui seraient nécessaires pour le soutien des monnaies menacées.

Les négociations se poursuivirent après l'assemblée du Fonds entre son directeur général et les représentants des dix Etats en mesure de fournir les devises demandées (Etats-Unis, Canada,

Royaume-Uni, France, Allemagne, Italie, Pays-Bas, Belgique, Japon, Suède). Par les accords de Paris, du 15 décembre 1961, connus sous le nom d' « Accords généraux d'emprunt », les Etats précités s'engagèrent à prêter au Fonds une somme totale de six milliards de dollars, dont 50 % venant des Etats-Unis et de l'Angleterre, le solde étant réparti entre les huit autres signataires. Le préambule de l'accord indique que chaque Etat consentira les prêts qui lui incombent lorsque, en accord avec le F.M.I., les dix reconnaîtront, par une procédure de vote fixée dans l'accord, « que des ressources supplémentaires sont nécessaires pour prévenir une dégradation du système monétaire international ou pour y parer ».

Cette déclaration d'intention est importante. Elle marque que, devant les déficits prolongés de certaines balances des paiements, les Etats signataires se préoccupent plus de fournir aux Etats débiteurs les devises nécessaires au règlement de leurs engagements extérieurs que de parer à la cause durable de leurs difficultés.

D'aucuns prétendent que les conversations prévues entre le directeur général du Fonds et les directeurs exécutifs représentant les Etats participants pouvaient fournir l'occasion de recommandations adéquates. Mais le contexte et les développements ultérieurs de la procédure de consultation suffisent à marquer que, dans l'esprit des auteurs de l'accord, pareilles recommandations viseraient, conformément à la tradition du Fonds monétaire international, la situation interne des Etats déficitaires, non le système monétaire international qui les régissait.

Cependant, la persistance et les dimensions du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis conduisirent, en 1961, la trésorerie américaine à intervenir sur le marché des changes, par l'intermédiaire de la Banque des règlements internationaux. A cette fin, la Banque fédérale de New York conclut avec une dizaine de banques centrales étrangères des accords de « swaps ». Un swap est une opération par laquelle deux banques, et plus particulièrement deux banques centrales, se cèdent des montants équivalents de leurs devises respectives, pour des périodes fixées généralement à trois ou six mois, avec possibilité de renouvellement, le dénouement devant s'effectuer sur la base des cours fixés à l'origine. Cette dernière disposition valait, en fait, aux partenaires une garantie de change.

A la fin d'août 1964, les accords de swaps conclus par la Banque de réserve fédérale de New York représentaient des facilités supplémentaires de crédit s'élevant à environ deux milliards de dollars.

Bien que les accords de swaps fussent en général renouvelables, ils ne constituaient que des facilités à court terme. Soucieux de consolider son endettement par des emprunts bilatéraux de plus longue durée, la trésorerie américaine eut recours à l'émission de bons du Trésor non négociables, souscrits par des banques centrales étrangères et plus particulièrement européennes. Ce furent les « bons Roosa », du nom du sous-secrétaire d'Etat à la Trésorerie américaine qui en eut l'initiative.

Libellés, en général, dans la monnaie du pays prêteur et comportant de ce fait pour lui garantie

de change, ils furent initialement émis, en 1962, pour la résorption d'importants avoirs en dollars accumulés par l'Office des changes italien. Mais, très vite, ils comportèrent une clause permettant à la banque centrale du pays souscripteur de les échanger contre des bons du trésor américains, eux-mêmes mobilisables. Ainsi, les sommes prêtées par les banques centrales sous forme de bons Roosa purent continuer à figurer — telles les balances-dollar issues de l'étalon de change-or — dans les réserves de change du pays prêteur.

CHAPITRE X

L'ERREUR DE DIAGNOSTIC DECISIVE : L'INSUFFISANCE DES LIQUIDITES INTERNATIONALES

La continuité et l'ampleur du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis finirent par convaincre gouvernements et banques d'émission que toutes les facilités de trésorerie sus-indiquées n'étaient que des expédients et ne résolvaient en rien les questions posées par la situation du dollar.

Le 2 octobre 1963, les ministres et gouverneurs des pays membres du Groupe des Dix, réunis à Washington en marge de l'assemblée annuelle du Fonds monétaire international, décidèrent, enfin, d'aborder le fond du problème.

Le communiqué qui terminait la réunion dit notamment :

Il est apparu utile (aux ministres et gouverneurs) d'entreprendre un examen approfondi des perspectives concernant le fonctionnement du système monétaire international et de ses besoins probables de liquidités pour l'avenir. Cet examen devrait porter plus spécialement sur l'ampleur possible et la nature des besoins futurs de réserves

et de facilités de crédit supplémentaires qui pourraient se manifester... Les ministres et les gouverneurs ont réaffirmé leur conviction qu'une structure basée, comme l'est la structure actuelle, sur des taux de change fixes et sur un prix stable de l'or, a prouvé sa valeur en tant que fondation, sur laquelle construire l'avenir...

Le fonctionnement harmonieux du système monétaire international suppose que ne se produiront pas de déséquilibres internationaux importants et durables et que, s'il venait à s'en produire, les gouvernements recourraient de façon effective aux politiques appropriées. C'est pourquoi les ministres et les gouverneurs ont décidé de faire procéder à une étude approfondie des mesures et des instruments les plus aptes à la réalisation de ce but...

On notera à propos de ce communiqué la singularité d'une procédure qui prévoit et ordonne « l'étude approfondie » d'un problème, mais qui, avant qu'elle soit commencée, en préjuge les conclusions. Elle affirme, en effet, sans que, à ma connaissance, la question ait fait l'objet même d'un début d'examen, « qu'une structure basée sur des taux de change fixes et sur un prix stable de l'or a prouvé sa valeur en tant que fondation sur laquelle construire l'avenir ». Par cette affirmation, les hautes autorités chargées de l'étude se voyaient interdire toute une partie du champ qu'elles avaient mission d'explorer.

Quoi qu'il en soit, le communiqué de Washington trace le programme imposé aux experts. Son

exécution comporta, de septembre 1963 à septembre 1966, une phase exploratoire, suivie d'une période de décisions qui devaient modifier profondément la structure du système monétaire international.

La phase exploratoire peut être décomposée en trois périodes : celle du Groupe des Dix présidé par M. Roosa, celle du Groupe Ossola et celle du rapport Emminger.

Le groupe Roosa étudia essentiellement trois plans :

Le plan Bernstein, proposant une unité de réserve émise par un agent central, en contrepartie de dépôts en monnaies nationales auprès de cet agent ;

Le plan Triffin, tendant à transformer le F.M.I. en banque d'émission créatrice de liquidités internationales ;

- Le plan Maudling, présentant une méthode ingénieuse pour faire prendre en charge les balances-sterling par le F.M.I. ou toute institution qui s'y prêterait.

Le groupe Ossola envisagea d'abord la création d'une « unité de réserve collective » (C.R.U.), inventée par M. Bernstein et patronnée par les experts français.

Mais après la conférence de presse du général de Gaulle sur l'or, la France abandonna ce projet, qui fut immédiatement repris par M. Fowler, secrétaire d'Etat aux Finances des Etats-Unis. Mettant à jour une déclaration (déjà citée) qui m'avait été faite en 1961, pour les années 1962 et 1963, par une haute autorité monétaire américaine, M. Fowler, en présentant un programme de redres-

sement de la balance américaine des paiements, affirma que le déficit serait réduit de moitié avant la fin de 1965 et entièrement éliminé l'année suivante. Dès lors, concluait le secrétaire d'Etat aux Finances, il était indispensable que fût préparée « la création délibérée d'un instrument de réserve, permettant une augmentation de la liquidité internationale propre à répondre aux besoins des échanges, à défaut de l'augmentation régulière des avoirs en dollars sur laquelle il ne fallait plus compter » j.

Devant cette suggestion, je crus indispensable de dénoncer la fraude qui consistait à baptiser « création de liquidités internationales » un projet tendant seulement à fournir aux Etats-Unis et accessoirement à l'Angleterre les devises non-américaines et non-anglaises qu'exigeait le déficit de leurs balances des paiements respectives. Je formulais ma mise en garde à la veille de la conférence dont je savais qu'elle allait engager irrévocablement l'Occident dans une politique d'augmentation des liquidités. J'espérais, sinon faire obstacle au projet, au moins faire réfléchir ceux à qui il allait être soumis, aux dangereuses conséquences qu'il impliquait.

Mon article, publié dans *le Monde* du 24 septembre 1966 et dans le *Times* de la même date, est intégralement reproduit dans le chapitre suivant.

1. L'essentiel de cette analyse provient d'un article publié par la revue *Banque*, en novembre 1968.

CHAPITRE XI

DES PLANS D'IRRIGATION PENDANT LE DELUGE

Le problème des « liquidités internationales » est au premier plan de l'actualité politique. Les gouvernements du Groupe des Dix ont même chargé une commission, dite commission Ossola, du nom de son président, de leur présenter un rapport sur la « création d'instruments de réserve », c'est-à-dire de suppléments de moyens de règlement internationaux.

Ce document est fort remarquable. Ses auteurs ont rempli leur mandat avec une rigueur et une objectivité au-dessus de tout éloge. Que l'on me permette, cependant, de considérer leur travail avec la candeur de l'enfant du conte d'Andersen, osant dire que le roi, dont les courtisans enthousiastes admiraient le somptueux vêtement, était nu.

L'étude du problème des liquidités internationales, tel que l'a traité le rapport Ossola, est un captivant exercice d'école, mais sans lien avec les problèmes de l'heure, ni avec ceux qui se poseront dans un proche avenir.

Les « plans de stabilisation » et les « politiques

de revenus », qui sévissent dans la plupart des pays de l'Occident, prouvent surabondamment qu'il n'y a pas actuellement insuffisance, mais excès de liquidités monétaires. Le problème pour ces pays, où l'inflation reste menaçante, n'est pas de créer, mais de neutraliser les trop-pleins de monnaie que le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis a généreusement répandus sur le monde.

Cette opinion est aussi celle du président du Federal Reserve Board, M. Mc Chesney-Martin. Il a déclaré le 30 août, devant un sous-comité du Sénat américain, que, pour lui, « le problème actuel était la conséquence, non d'une insuffisance mais d'un excès de liquidités ». Cependant, il n'excluait pas qu'il pût y avoir « un problème à terme plus éloigné en ce domaine ».

Au cours de la même séance, un autre orateur a indiqué que, selon des déclarations récentes du ministre allemand des Affaires économiques, M. Schmticker, « le gouvernement fédéral allemand n'apercevait aucun besoin de liquidités additionnelles dans un avenir prévisible ».

Enfin, pour le président de la Federal Reserve Bank de New York, M. Alfred Hayes, « toute la pensée européenne, en matière de liquidités internationales, se réduit à ceci : existe-t-il un moyen de forcer les Etats-Unis à mettre un terme aux larges déficits de balance des paiements, qui créent sur le continent européen des excès embarrassants de liquidités et, involontairement, en augmentent régulièrement le montant » ¹.

1. *Hearing before the subcommittee on National Security and International Operations* - United States Senate, pages 212-213.

Autrement dit, c'est seulement lorsque le déluge aura pris fin que le problème étudié par les gouvernements pourra éventuellement se poser. Est-il sage, pendant que la pluie tombe encore, d'occuper tant d'experts éminents à la recherche des moyens de combattre une éventuelle sécheresse, en détournant leur attention de la lutte indispensable et urgente contre l'inondation ?

Cependant, si le monde ne manque pas de liquidités, les Etats-Unis et l'Angleterre, pôles des deux zones de *gold-exchange standard* qui ont pour axe le dollar et la livre sterling, manquent cruellement, eux, de moyens de paiement internationaux, c'est-à-dire des monnaies non-dollar et non-sterling, qui leur seraient nécessaires pour couvrir, sans nouvelle perte d'or et sans recours à de nouveaux prêts de leurs créanciers, le déficit de leurs balances des paiements respectives.

C'est un euphémisme inacceptable et une scandaleuse hypocrisie que de qualifier de création de « liquidités internationales » les multiples opérations, telles que « swaps », « émission de bons Roosa », « accords généraux d'emprunts » et « augmentation des quotas du Fonds monétaire international », par lesquelles des moyens de paiement extérieurs ont été fournis, au cours des dernières années, aux Etats-Unis et, plus récemment, à l'Angleterre. Leur objet n'était en aucune façon de résoudre le problème d'intérêt commun que constituerait un manque de liquidités, mais seulement d'atténuer les difficultés résultant pour ces deux pays des demandes de devises auxquelles ils avaient à faire face.

L'inconvénient de cette dénomination fallacieuse

apparaît pleinement lorsqu'on constate que, dans son numéro du 31 août, l'un des plus grands journaux financiers des Etats-Unis a rapporté l'opinion de l'un de ses correspondants, suivant lequel « de nouveaux instruments de réserve devraient être créés afin qu'il ne fût plus nécessaire, pour les Etats-Unis, de maintenir un déficit dans leur balance de paiements à seule fin de fournir des réserves adéquates au reste du monde ».

Cette affirmation m'a rappelé la phrase d'un ministre des Finances en mal d'argent, qui disait émettre des emprunts, non pour alimenter sa trésorerie aux abois, mais simplement pour donner à ses amis politiques l'occasion de marquer la confiance que leur inspirait sa gestion.

C'est commettre une fraude de même nature que de présenter comme la conséquence d'une insuffisance générale de liquidités l'insuffisance des moyens dont disposent les Etats-Unis et l'Angleterre pour le règlement de leur déficit extérieur.

Qu'on ne dise pas que les pays sous-développés sont dans la même position. Certes, eux aussi, ils manquent de ressources étrangères, mais celles qui leur sont nécessaires ne peuvent être fournies que par des opérations de prêt, non par la supercherie d'une création monétaire habillée en opération d'intérêt général.

Les difficultés des Etats-Unis et de l'Angleterre risquent de s'amplifier si, à la suite d'un incident financier survenant quelque part dans le monde, les titulaires de balances-dollar ou sterling accentuent leurs demandes de remboursement.

En tout cas, le problème se posera dans toute

son ampleur, le jour où les deux pays susnommés décideront, pour recouvrer leur indépendance financière, de rembourser volontairement le dangereux passif de leurs « balances » monétaires.

S'ils le font — et ils finiront certainement par le faire — ils délivreront le monde des menaces que l'existence de ces passifs volatils fait peser sur la stabilité et la prospérité de l'Occident.

Ce jour-là, une opération de solidarité internationale sera indispensable et pleinement légitime. Mais ce ne sera pas la création d'instruments de réserve supplémentaires, exigée par une famine mondiale de liquidités internationales. Ce sera une opération de liquidation, à laquelle débiteurs et créanciers seront également intéressés, et dont ils porteront en commun la responsabilité en raison de la complaisance et de la légèreté avec lesquelles ils ont conjointement accepté les pratiques monétaires qui ont suscité les difficultés présentes.

En dissimulant sous le masque de l'intérêt général les créations de ressources requises seulement par la situation débitrice des Etats-Unis et de l'Angleterre, les gouvernements des autres pays du Groupe des Dix ont commis une faute qui a entraîné des conséquences techniques d'une extrême gravité. Elle les a conduits, en effet, à accepter la création de liquidités supplémentaires sans en lier expressément l'usage au remboursement des balances existantes. Ce fut un véritable attentat contre la stabilité et la prospérité de l'Occident que de n'avoir pas fait de pareil remboursement la contrepartie obligatoire des opérations génératrices de moyens de règlement additionnels.

Qu'on ne voie pas dans les remarques qui précèdent une prise de position hostile aux Etats-Unis ou à l'Angleterre. Ce que l'on doit à ses amis, avant tout, c'est la vérité, surtout quand leur salut en dépend. Mon propos, en la formulant, est de les détourner des faux-semblants d'un diagnostic mensonger et de la fantasmagorie de remèdes illusoire.

Le retour à la vérité est la première condition d'une réforme efficace du système monétaire international. Pareille réforme fournira la base nécessaire à la continuité du développement économique et du progrès social. Espérons qu'elle interviendra avant qu'il soit trop tard.

CHAPITRE XII

LA MISE EN ŒUVRE DES DIRECTIVES DE WASHINGTON

Ce fut un comité présidé par le docteur Emminger, vice-président de la Bundesbank, qui eut mission de donner effet aux décisions prises à Washington, le 28 septembre 1965, pendant l'assemblée du Fonds monétaire international.

Ces décisions sont formulées dans un communiqué qui affirme, en premier lieu, la détermination des pays à monnaie de réserve (Etats-Unis et accessoirement Angleterre) de rétablir leur balance des paiements sans délai.

La vanité de pareille affirmation, au vu de l'évolution ultérieure des balances-dollar, devrait ouvrir les yeux des aveugles. Elle montre, de façon décisive, l'insolente indifférence des balances de paiements aux objurgations des gouvernements, tant qu'elles s'exercent dans le cadre d'un système monétaire international qui, pour les pays à monnaie de réserve, secrète le déficit des engagements extérieurs, comme l'abcès secrète le pus.

Le communiqué invite ensuite l'O.C.D.E. à mettre en place un mécanisme rigoureux de « surveillance

multilatérale » et lui donne mission de suivre les conditions de règlement des déficits.

Cette surveillance, exercée en d'innombrables palabres, n'eut pas plus d'efficace que l'intention de rétablir l'équilibre des balances des paiements.

Enfin, « se préoccupant de l'avenir plus éloigné et de l'éventualité où les disponibilités en or et en monnaie de réserve se montreraient insuffisantes au regard des besoins globaux de l'économie mondiale, les ministres et gouverneurs ont approuvé les dispositions prises par leurs suppléants pour la constitution d'un groupe d'étude chargé d'examiner les diverses propositions concernant la création d'instruments de réserve par l'intermédiaire du F.M.I. ou autrement ».

Pour l'application de ces dispositions, quatre conférences internationales siégèrent respectivement à Munich en avril 1967 (entre les membres de la Communauté européenne seulement) à Londres et Rio en août et septembre 1967, à Stockholm en mars 1968.

Ces conférences ont progressivement élaboré le plan tendant à la création de nouvelles liquidités internationales, baptisées « droits de tirage spéciaux ».

Les liquidités ainsi créées ne sont pas un simple instrument de crédit, comme l'eussent voulu les délégués de la France, mais une véritable monnaie, car elles sont libérées des obligations de remboursement dont elles étaient primitivement assorties. Les droits de tirage spéciaux peuvent circuler presque libre-

ment entre les pays membres et être utilisés dans les transactions avec des tiers, notamment avec le F.M.I., qui peut les recevoir ou les prêter au même titre que des devises ou de l'or. En outre, leur création n'est pas soumise aux deux préalables que la délégation française exigeait : rééquilibre de la balance des paiements des pays à monnaie de réserve, constatation collective d'une pénurie de liquidités.

La négociation fut suivie, en contrepoint, de graves troubles monétaires, qui semblaient en marquer les étapes : dévaluation de la livre sterling en novembre 1967 ; aggravation du déficit de la balance américaine des paiements (4 milliards de dollars en 1967) ; le 1^{er} janvier 1968 plan de San Antonio, pour le redressement de la balance des paiements des Etats-Unis par de très sévères restrictions aux échanges ; en mars 1968 restrictions à la convertibilité du dollar et, à la même date, dissolution du pool de l'or, entraînant institution d'un prix libre de l'or, cependant que persistait le déficit de la balance des paiements de la Grande-Bretagne.

CHAPITRE XIII

NATHANAEL OU L'OR-PAPIER

Voyant avec angoisse le progrès de la négociation tendant à créer, contre le plus élémentaire bon sens, les droits de tirage spéciaux, je crus nécessaire d'avertir l'opinion des dangers et des risques de graves désordres monétaires qu'impliquait la politique à laquelle l'Occident semblait se résigner.

Je marquai ma position dans un article que publia le *Monde*, le 19 septembre 1967, sous le titre qui figure en tête du présent chapitre :

En tant que transaction entre l'or-papier, demandé par les Américains, et le papier convertible en or, souhaité par la France, la solution de Londres échappe à la juridiction de la raison raisonnable pour ne ressortir qu'au jugement des négociateurs. Compte tenu de tout ce qu'ils savaient, notamment des pensées et arrière-pensées qui leur étaient apparues au cours de cinq années de ratiocinations stériles, ils étaient seuls en mesure de choisir consciemment entre le désirable et le possible.

Mais la raison reprend ses droits lorsqu'il s'agit

de prévoir et d'apprécier les conséquences de la réforme envisagée.

Il a été constamment affirmé et solennellement réaffirmé, au cours de la réunion ministérielle des 17-18 juillet 1967, qu'une éventuelle réforme ne serait mise en oeuvre qu'après disparition du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, faute de quoi elle apparaîtrait seulement comme un expédient destiné à permettre de régler un peu plus longtemps, sans prélèvement d'or, ce déficit.

Deux procédures et deux procédures seulement peuvent corriger le déficit d'une balance des paiements : l'action administrative, par contrôle autoritaire des sorties de capitaux, ou la mise en oeuvre d'une technique monétaire appropriée.

Le maintien du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis au cours des six dernières années, nonobstant la volonté constamment affirmée par le gouvernement américain de le faire disparaître, et l'annonce indéfiniment renouvelée par les plus hautes autorités financières des Etats-Unis qu'il allait disparaître, confirment la totale inefficacité, hors des pays totalitaires, des efforts tendant au rétablissement de l'équilibre par manipulation de l'actif et du passif des échanges internationaux. Si pareils efforts avaient pu donner le résultat auquel ils tendaient, c'eût été assurément aux Etats-Unis, favorisés par le caractère quasi insulaire du continent américain, par la loyauté patriotique de leurs populations et par la haute technicité de leurs économistes.

N'est-ce pas un singulier paradoxe que de voir le pays de la libre entreprise se faire le champion

d'une procédure ne pouvant trouver une relative efficacité que dans le cadre des structures autoritaires et des contrôles policiers les plus rigoureux ?

Qu'on ne dise pas que le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis est la conséquence nécessaire de la guerre du Vietnam. La France n'a jamais eu meilleure balance des paiements que pendant la guerre d'Algérie.

Quant à l'équilibre par action sur la demande globale, c'est-à-dire par la politique monétaire, il peut être obtenu soit par le jeu de l'étalon-or, c'est-à-dire par la suppression, en droit ou en fait, des procédures de compensation issues du *gold-exchange standard*, soit par une politique de crédit réalisant volontairement et consciemment les contractions de pouvoir d'achat que le règlement en or des déficits eût entraînées.

Il va de soi que les « droits de tirage spéciaux », nouvel aspect des nombreux expédients qui ont marqué la politique monétaire internationale depuis 1961 (accords généraux d'emprunt, swaps, bons Roosa, augmentation des quotas du F.M.I.), supprimeront ou atténueront les influences proprement monétaires tendant au rétablissement de l'équilibre.

Pour ce qui concerne le remplacement par une politique de crédit consciente des mouvements de demande globale qu'eût entraînés l'étalon-or, l'exemple des Etats-Unis a montré, une fois de plus, qu'il était, en régime d'opinion, politiquement impossible.

Il est donc très improbable que, dans les conditions existantes, l'équilibre de la balance des paiements des Etats-Unis soit, à proche délai, rétabli et

certain que l'institution des droits de tirage spéciaux, si elle était réalisée nonobstant le déficit, l'empêcherait de se rétablir.

Une décision très insolite

Néanmoins, de hautes autorités monétaires des Etats-Unis, appuyées par d'empressés médiateurs, déclarent que l' « or en tant qu'instrument de change est voué à la disparition » et veulent le remplacer par l' « or-papier ».

La première raison serait, selon eux, qu' « on ne voit pas comment on pourrait se procurer assez de métal jaune pour couvrir les besoins des paiements internationaux ».

Au prix actuel de l'or, ils ont certainement raison. Mais ils oublient que, depuis qu'en 1934 le prix de l'or a été fixé à son niveau présent (35 dollars l'once), tous les prix ont plus que doublé aux Etats-Unis. Les besoins de métal ne portent pas sur un poids mais sur une valeur déterminée. La décision qui maintenant à un niveau sans rapport avec le niveau général des prix le prix du métal jaune avait pour effet de réduire de plus de 50 % la valeur nominale des stocks d'or et celle de la production annuelle, relativement à ce qu'elles eussent été si elles avaient été calculées à un prix normal.

Hors cette conséquence purement arithmétique, le maintien, pour l'or, du prix de 1934 réduisait, en poids, la production annuelle, car elle rendait l'extraction du métal, notamment dans les mines pauvres, moins rentable qu'elle ne l'eût été si le prix

de l'or avait été maintenu approximativement à sa place dans la hiérarchie des prix.

Que l'on pense, pour mesurer l'importance de cette conséquence, à ce que serait la production du blé s'il était vendu à son prix de 1934.

Par ailleurs, le décrochement du prix supprime l'influence régulatrice qui tend à ajuster la production de l'or aux besoins du marché.

Enfin, l'insuffisance de valeur que le prix actuel du métal donne au stock d'or américain relativement au montant des balances dollar répand le sentiment que, malgré les déclarations constamment renouvelées du gouvernement américain, la convertibilité du dollar en or pourrait ne pas être indéfiniment assurée. Les craintes d'embargo sur l'or suscitent incontestablement la thésaurisation du métal, à tel point qu'en 1965 l'augmentation des réserves monétaires globales n'a été que de 250 millions de dollars contre 740 en 1964 et 840 en 1963 et qu'en 1966 les stocks d'or officiels, bien loin de s'accroître, ont diminué d'environ 90 millions de dollars.

Pour toutes ces raisons, l'immobilisation du prix de l'or à son niveau de 1934 crée artificiellement l'insuffisance du stock d'or, l'insuffisance de la production du métal et l'insuffisance de la part de la production qui entre dans les réserves monétaires.

Mais cette triple insuffisance ne résulte en aucune façon de la nature des choses. Elle est tout entière l'effet de la décision très insolite qui maintient le prix de l'or au niveau où il a été fixé en 1934, dans un monde où depuis cette époque, du fait d'une guerre mondiale et de quinze années de *gold-exchange standard*, les prix-or ont plus que doublé.

Il va de soi que cette décision aurait pu ne pas être prise et pourrait être à tout moment révoquée. Elle est donc essentiellement contingente.

Déclarer que les « droits de tirage spéciaux » doivent être créés pour parer à l'insuffisance du métal que l'on a ainsi volontairement suscitée, c'est renouveler le geste — pour le moins irrationnel — de ce Nathanaël qui, selon André Gide, « *suivait pour se guider une lumière que lui-même tenait en sa main* ».

Du néant habillé en monnaie

Aux termes du communiqué de Londres, les droits de tirages spéciaux constitueront « *une nouvelle facilité destinée à compléter, dans la mesure où le besoin s'en manifesterait, les avoirs de réserve existants* ».

Or le détournement de la production d'or des réserves monétaires vers celles de la thésaurisation, ainsi que le désembrayage de la régulation des extractions par les variations du niveau général des prix feront à coup sûr naître la nécessité de « *compléter les avoirs existants* ».

Bien plus : les symptômes de ralentissement économique, qui sont apparus dans le monde depuis que nombre de pays n'acceptent plus qu'avec réticence l'augmentation de leurs balances-dollars, marquent que la nécessité de compléter les avoirs existants se manifeste actuellement sous nos yeux.

Les champions du maintien du prix de l'or à son niveau de 1934 auraient mauvaise grâce à s'attendrir sur les souffrances que provoquerait une éventuelle

aggravation de la récession. Leurs jérémiades seraient pareilles à celles d'un parricide qui demanderait la pitié parce qu'il serait orphelin.

Si, contre tout bon sens, la situation présente se prolonge — je veux dire l'immobilisation du prix de l'or — la création de liquidités nouvelles deviendra sûrement nécessaire. Les Américains auraient même souhaité, laisse-t-on entendre, que le principe d'une création annuelle de 1 à 2 milliards de dollars supplémentaires fût dès maintenant accepté.

« // n'y a pas, explique une haute personnalité américaine, *d'instrument plus pratique, plus souple... qu'une unité de change abstraite. Il ne s'agit, ajoute la même voix, que de transposer sur le plan international le système en vigueur partout pour les transactions intérieures* ».

Souple, elle le sera certainement. Craignons seulement qu'à l'image des monnaies inconvertibles — dont le monde a hélas ! une longue expérience — elle le soit trop. Y a-t-il des raisons de penser que le collège des hautes autorités du Fonds Monétaire International s'avère plus savant, plus raisonnable, plus indépendant et plus conscient que ne l'ont été si souvent dans le passé les autorités monétaires nationales.

Quant à l'assimilation des « droits de tirage spéciaux » aux monnaies nationales, elle est fallacieuse. Sauf inflation caractérisée, les monnaies nationales ont pour contrepartie, dans les actifs de l'institution émettrice, de l'or, des effets de commerce, des warrants, des promesses de paiement émanant de débiteurs solvables ou des bons du Trésor représentatifs de recettes publiques ultérieures.

Les droits de tirage spéciaux ne seront, nonobstant une clause de remboursement très partielle, que du néant habillé en monnaie.

S'ils sont créés pour des montants importants, ils ne pourront pas ne pas conduire à une inconvertibilité monétaire totale. Ainsi prolongeant, sous une forme nouvelle, la politique maintenant usée des balances-dollar, ils ouvriront la porte à une inflation continue.

Aventure ou expansion ?

C'est d'ailleurs la crainte de la déflation qui inspire, consciemment ou inconsciemment, les plus chauds partisans de la réforme... Tel William Jennings Bryan, ils ne veulent pas « *que l'humanité soit crucifiée sur une croix d'or* ».

Mais ils oublient que le risque de déflation a pour unique source leur refus d'envisager pour le métal jaune un changement de prix, lequel provoquerait, sans inflation, la déthésaurisation de l'or, une baisse profonde et durable de tous les taux d'intérêt, une immense augmentation des possibilités d'investissement et, par tous ces moyens, fournirait la certitude d'une vague de prospérité de grande ampleur et de longue durée.

Ainsi pour ceux qui veulent donner au monde prospérité et bien-être, l'alternative est simple : ou l'aventure par la mise en oeuvre d'un système d'or-papier qui connaîtra le sort de toutes les monnaies inconvertibles, ou l'expansion dans la stabilité par le retour, consciemment organisé, à un régime

de convertibilité métallique, épuré de toutes les déviations qui en ont compromis la durée.

Espérons que l'institution des « droits de tirage spéciaux », si jamais les conditions auxquelles elle est subordonnée se trouvent réalisées, ne retardera pas trop le retour — qui en tout cas s'accomplira — à l'ordre, à la stabilité... et au bon sens.

CHAPITRE XIV

UNE HERESIE ECONOMIQUE : LE PROJET DE « RECYCLAGE » DES CAPITAUX EXPORTES

Les pages qui précèdent ont marqué l'indifférence des comités d'experts et des conférences de ministres ou gouverneurs aux fondements doctrinaux de leur action.

Certes, il est bon et sain, dans l'action, d'être pragmatique, à condition cependant que les actes accomplis ne conduisent pas à des résultats inverses de ceux que l'on souhaite obtenir. Or telle eût été, incontestablement, la conséquence d'un singulier projet, qui a été sérieusement discuté à la fin de l'année 1968 et qui est toujours envisagé par certains experts, plus soucieux d'action que d'efficacité.

Le projet est tellement marqué de déraison que, bien qu'il soit jusqu'à présent resté lettre morte, il vaut la peine d'être examiné, car il montre à quelles aberrations peuvent conduire des exercices intellectuels qui ne s'appuient pas sur des théories économiques dûment vérifiées.

J'ai marqué ma position à l'égard de l'hérésie économique que constitue le « projet de recyclage des

capitaux exportés » dans un article publié par le *Figaro* le 12 décembre 1968 et reproduit dans le *Financial Times*, le *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, la *Libre Belgique*, le journal espagnol *Madrid*, le *Mainichi Shimbun* de Tokyo, *l'Elephtheros Kosmos* d'Athènes, le *Globe* et *Mail* de Toronto :

Certains témoignages de presse affirment que lors de leur réunion de Bâle, les 8 et 9 décembre, les gouverneurs des Banques centrales auraient discuté un projet tendant à « recycler » — c'est-à-dire à renvoyer sur leur place d'origine, par prêts ou souscriptions de bons du Trésor — les capitaux exportés.

J'ai peine à croire que la nouvelle soit vraie. J'ai trop confiance dans la haute conscience des hommes auxquels ce projet est prêté pour imaginer qu'ils aient pu consciemment s'engager dans une voie aussi dangereuse.

Mais l'information fait suite à des faits — ceux-là indiscutables — qui lui donnent une base solide.

Le communiqué officiel de la conférence des Dix, qui a siégé à Bonn le 23 novembre 1968, contient en effet le paragraphe 8, ci-après :

« La décision relative aux facilités de crédit souligne la détermination des autorités monétaires... de compenser l'effet sur les réserves des afflux déstabilisants de capitaux à court terme. Dans le même dessein les gouverneurs, de concert avec la Banque des Règlements Internationaux, examinent de nouveaux arrangements avec les banques centrales pour

atténuer l'impact sur les réserves des mouvements spéculatifs. »

Ces déclarations sont corroborées par une information annonçant que « le Secrétaire de la Trésorerie des Etats-Unis avait lancé l'idée, dans sa conférence de presse du mardi 26 novembre 1968, d'un plan international visant à neutraliser les mouvements de capitaux ».

Ainsi, le moins que l'on puisse dire, c'est que l'idée du « recyclage » est dans l'air et qu'elle est même caressée, avec sympathie, par certaines personnalités responsables, qui y verraient un moyen de parer aux migrations spéculatives de capitaux.

Mais prenons garde. Le « recyclage » des capitaux, c'est l'art de remettre dans leur cycle économique d'origine les capitaux exportés, donc d'effacer la raréfaction de crédit que tend à entraîner l'exportation des capitaux sur le marché des pays dont elle émane. C'est donc l'art de rendre possible la prolongation indéfinie des migrations spéculatives par l'annulation systématique de l'épuisement de disponibilités qui en est inévitablement la conséquence et eût tendu à y mettre un terme, si on l'avait laissé se produire.

C'est ainsi l'art d' « institutionnaliser », donc de rendre générale et permanente, la politique qu'a pratiquée la Banque de France — non certes par malignité, mais du fait des pratiques et traditions du marché monétaire français — en remplaçant, entre le 2 mai et le 21 novembre 1968, les 17,7 milliards de capitaux exportés par 23,3 milliards de crédits nouvellement créés, faisant ainsi disparaître l'in-

fluence qui aurait pu et dû stopper l'exode de capitaux par tarissement des sources auxquelles il s'approvisionnait.

C'est l'art enfin de provoquer dans le pays créancier l'accumulation indéfinie de créances à court terme, analogue aux « balances-dollar » et aux « balances-sterling », créances qui ne peuvent manquer de compromettre irrémédiablement la solvabilité du pays débiteur et d'y provoquer les troubles qu'elles ont infligés, par leur volatilité, aux monnaies des Etats-Unis et de l'Angleterre.

Le « recyclage » n'est en somme qu'un moyen d'effacer les effets en laissant subsister les causes. N'était-il pas certain, d'ailleurs, que sous un mot aussi insolite ne pouvait se cacher qu'un projet insolite, propre à figurer, tout au plus, dans une panoplie de jeux d'enfants.

J'espère que non seulement le projet de recyclage sera repoussé, mais qu'il sera définitivement écarté, ainsi que tous les systèmes qui tendent à soustraire le pays exportateur de capitaux à la raréfaction de crédit qui doit en être la conséquence et qui en est le seul remède.

J'espère que les gouverneurs de banques d'émission s'attacheront à épargner à la collectivité de l'Occident le renouvellement du péché qu'a commis la France en compensant, par des créations de crédit, l'effet restrictif des sorties de capitaux.

J'espère qu'ils conseilleront aux victimes futures des exportations de capitaux, non seulement de laisser se produire, mais dans toute la mesure du possible de renforcer la raréfaction de crédit et les

tensions de taux qui seules peuvent mettre un terme à leurs épreuves.

La question est grave. L'Occident est au bord d'une catastrophe monétaire. Tâchons au moins d'éviter que de nouveaux expédients n'en hâtent la venue et n'augmentent l'ampleur des désordres et des souffrances qui en seront, hélas, l'inévitable conséquence.

QUATRIEME PARTIE

«ON AURA LES CONSEQUENCES »

La formule placée en tête de cette quatrième partie est extraite de l'épigraphie d'un ouvrage de Jacques Bainville sur « les conséquences économiques de la paix »¹. Il attribue la formule à l'Ecclésiaste (X, 8.) qui la complète par une phrase ayant le même sens: «Celui qui creuse une fosse y tombe.»

Je place sous ces deux citations les chapitres qui suivent, car ils sont voués à l'étude des « conséquences » et en montrent, hélas, l'implacable rigueur.

Cependant, ce n'est pas tout à fait « on aura les conséquences » qu'il eût fallu dire, car on les a déjà. On va voir avec quelle ampleur.

1. Nouvelle librairie nationale, Paris, 1920.

CHAPITRE XV

UNE EVOLUTION IRREVERSIBLE

L'institution des droits de tirage spéciaux marquait pour la politique monétaire internationale une orientation irréversible : celle du courant inflationniste auquel on décidait de se livrer, comme le chien mort au fil de l'eau.

La période qui suivit l'assemblée du Fonds Monétaire International, siégeant à Rio en septembre 1967, mit en évidence les premiers signes d'éclatement du système monétaire international : dévaluation de la livre sterling en novembre 1967 ; évaluation à quatre milliards de dollars du déficit de la balance américaine des paiements pour 1967, restrictions à la convertibilité du dollar, essentiellement par le plan de San Antonio du 1^{er} janvier 1968¹ ; dissolution du pool de l'or et institution d'un double marché de l'or le 17 mars 1968, modification à la même date, par une conférence des gouverneurs, hâtivement convoquée à Washington, des règles et pratiques de la convertibilité du dollar

1. Voir ci-après p. 208.

en or, persistance du déficit de la balance des paiements de la Grande-Bretagne.

On était incontestablement en pleine tempête monétaire. Désormais, il ne pouvait plus être question de prévenir. Tout ce que l'on pouvait espérer était qu'enfin un examen sérieux du problème mît en lumière les vraies causes du mal et permît de préparer des mesures propres à y parer.

A la fin d'avril 1968, j'entrepris, à la demande d'une grande revue d'outre-Atlantique, une « lettre à des amis américains », où je tentais de montrer la vanité et la certitude de l'échec du « programme de San Antonio », par lequel le président Johnson avait institué, le 1^{er} janvier, une série de mesures tendant à rétablir par voie autoritaire l'équilibre de la balance des paiements.

Les graves événements qui affectèrent la France en mai 1968 détournèrent mon attention de ce projet et m'empêchèrent de le mener à bien. Le texte, tel qu'il était au moment où sa rédaction fut interrompue, resta donc inédit. Je le reproduis cependant ci-après parce qu'en donnant un aperçu des mesures qui constituaient le programme de San Antonio il permet, au vu de l'évolution ultérieure de la balance des paiements des Etats-Unis, d'affirmer une fois de plus l'impossibilité du rétablissement de l'équilibre d'une balance des paiements par manipulation administrative. Il était important que cet enseignement ne fût pas perdu pour l'histoire.

LETTRE A DES AMIS AMERICAINS

Chers amis,

Beaucoup d'entre vous voient dans mon projet de réforme monétaire une entreprise antiaméricaine. Croyez-vous vraiment que je puisse oublier les circonstances où j'ai, deux fois dans ma vie, rencontré l'armée américaine : en mars 1918 sur le front de Château-Thierry, en août 1944 dans la vallée du Rhône. J'ai été témoin ensuite des efforts et des sacrifices consentis par votre grand pays pour panser en Europe les plaies ouvertes par la guerre. Ce sont des souvenirs qui excluent, de ma part, toute possibilité d'une pensée hostile ou même seulement inamicale à l'égard des Etats-Unis.

Je connais l'origine et les fins des idées que j'exprime en matière monétaire. Je sais que, bien loin de servir des intérêts nationaux, elles tendent au rétablissement de l'ordre économique dans tout l'Occident et spécialement aux Etats-Unis et en Angleterre, principales victimes du système monétaire existant.

De cela je voudrais, une fois pour toutes, vous convaincre.

Votre balance des paiements est en déficit depuis 1950. Mais vous aviez des réserves métalliques si

élevées que les sorties d'or vous laissaient indifférents. C'est seulement à l'arrivée au pouvoir du président Kennedy que votre gouvernement a commencé à s'émouvoir, ainsi qu'en témoigne le message présidentiel du 6 février 1961.

Depuis, vous avez constamment affirmé votre ferme dessein de rétablir l'équilibre de vos engagements extérieurs. « Non seulement nous avons un programme, mais nous avons aussi un calendrier », me disait en 1962 une de vos hautes autorités financières. « Le déficit sera réduit de moitié à la fin de 1962 et aura entièrement disparu à la fin de 1963. » Vous savez ce qu'il en est advenu.

Pour rétablir l'équilibre de votre balance des paiements, vous comptiez sur la réduction de vos dépenses à l'étranger. C'est ainsi qu'en 1965 vous avez inventé le « self restraint », demandant à vos nationaux de supprimer ou de restreindre volontairement leurs engagements extérieurs.

Cette politique a trouvé son épanouissement dans le programme formulé à San Antonio le 1^{er} janvier 1968 par le président Johnson. Il comprend une série de dispositions réglementaires et des projets de législation tendant à limiter, par voie autoritaire, vos investissements directs à l'étranger, fixant des contingents différents, donc discriminatoires, pour les pays de l'Europe occidentale, les autres pays développés et les pays en voie de développement ; il impose aux entreprises américaines le rapatriement des profits réalisés ou accumulés à l'étranger ; il frappe d'une pénalisation de 15 % les achats de valeurs étrangères par des Américains ; il restreint les prêts à l'étranger ; il demande aux Américains,

avant de le leur imposer, de renoncer pendant deux ans à tous voyages non essentiels à l'étranger ; il tend à réduire les dépenses en monnaies étrangères des personnes qui composent les forces américaines stationnées hors des Etats-Unis ainsi que de leurs familles ; il demande aux alliés des Etats-Unis d'augmenter leurs achats d'armes et leurs investissements à long terme aux Etats-Unis ; il projette de subventionner les exportations américaines, les investissements et le tourisme étranger aux Etats-Unis.

Nous connaissons bien en Europe toutes ces mesures pour les avoir subies et appliquées pendant de nombreuses années. Elles sont incontestablement des mesures de contrôle des changes.

Nous savons que si on veut les rendre efficaces on devra créer dans les domaines les plus divers des contrôles administratifs rigoureux et augmenter grandement les pouvoirs et le nombre des agents chargés de les appliquer. Est-il vraiment possible que le pays de la libre entreprise accepte de se laisser engager en pareilles voies ?

Mais si le présent est inquiétant, l'avenir l'est plus encore. Les contrôles du docteur Schacht, eux aussi, étaient modérés à l'origine. La logique du système, s'il veut exclure l'inégalité et le désordre, impose inéluctablement une intervention chaque jour plus accentuée dans la vie économique. Comme le dit mon éminent ami Robert Roosa, ancien secrétaire d'Etat adjoint au Trésor des Etats-Unis : « Essayer d'imposer des contrôles sur certaines exportations de capitaux, par exemple les prêts bancaires, entraînera des fuites dans beaucoup d'autres secteurs. La

recherche d'une solution d'ensemble mettra la main de fer du contrôle des émissions et du rationnement du crédit sur tous les marchés et congèlera la circulation du capitalisme américain. »¹

Les conséquences sur les relations internationales des Etats-Unis seront graves. Déjà, sous prétexte de protection de la balance des paiements, ils ont mis en cause certaines dépenses militaires à l'étranger et notamment celles qui résultent du stationnement de leurs troupes en Allemagne. Les conséquences politiques d'une réduction sensible des effectifs ne seront pas moindres que celles de l'évacuation anticipée, par l'Angleterre, pour raisons de balance des paiements, de la base de Singapour.

Mais ce n'est pas seulement les Etats-Unis qui seront affectés. L'accroissement, chez eux, dans tous les domaines, de la protection contre l'étranger, les subsides donnés aux exportations susciteront, comme en 1931, des mesures de rétorsion et probablement le retour aux contingents ou aux prohibitions d'importation.

Si le dollar devait être unilatéralement dévalué — ce qu'aucun gouvernement ne peut souhaiter et, moins que tout autre, le gouvernement français l'accroissement de compétitivité des marchandises américaines provoquerait une véritable dislocation des courants d'échange internationaux. Les bénéfices tirés de la « libéralisation des échanges » tenacement poursuivie depuis 20 ans seraient perdus et, avec

1. *Presidential measures on balance of payments controls*, par Gottfried Haberler et Thomas Wills - American Institute for public policy research, 1968, p. 12.

eux, les grands progrès qu'elle a entraînés dans le niveau de vie des populations.

En même temps les mesures prises aux Etats-Unis pour contrôler les exportations de capitaux obligeront les entreprises américaines en Europe à s'approvisionner sur les marchés locaux. Les taux d'intérêt, déjà si élevés, risqueront d'atteindre des niveaux prohibitifs. Croit-on que le maintien de la prospérité et a fortiori de l'expansion soient compatibles avec de l'argent à long terme à 7 1/2 %¹. Nul ne peut douter que la situation présente du crédit entraînera, si elle dure, récession et chômage.

Ainsi la lutte contre le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis par des contrôles directs menace la civilisation économique qui a donné à l'Occident prospérité et bien-être. Ecoutez M. Brejnev qui, le 29 mars 1968, a déclaré : « Après la dévaluation de la livre sterling, on assiste maintenant à l'amorce de celle du dollar américain et, dans ces conditions, la possibilité d'une profonde crise du système capitaliste n'est pas exclue. »

Est-ce vraiment la vocation du pays qui a le mieux sauvé, au grand profit de ses populations et de tout l'Occident, les mécanismes de marché, de porter au tombeau la civilisation à laquelle il doit sa prospérité et son incomparable grandeur ?

Pendant les mesures qui forment le programme du 1^{er} janvier 1968 seraient excusables si elles étaient de nature à parer au mal qui affecte le dollar, c'est-

1. Depuis le moment où ces lignes ont été écrites, on a vu des taux bien plus élevés.

à-dire à rétablir l'équilibre de la balance des paiements des Etats-Unis.

Or nul ne peut penser qu'il puisse en être ainsi. La médication qu'elles mettent en oeuvre repose tout entière sur l'idée qu'une balance des paiements est une somme d'éléments indépendants et qu'il suffit de réduire un poste du passif pour diminuer, à due concurrence, le solde déficitaire des échanges internationaux.

Cette conception s'apparente à celle qui voyait dans la « rareté du dollar » (le dollar-gap) de la période 1945-58 un phénomène « structurel », dû à l'impossibilité pour l'Europe de trouver dans ses structures économiques, supposées données une fois pour toutes par une nature ingrate, le moyen d'équilibrer ses échanges extérieurs.

Or, dès qu'il fut mis un terme, dans les grands pays de l'Occident, aux gestions inflationnistes d'après-guerre, leur déficit, supposé congénital, s'est transformé en excédent et l'insuffisance de dollars en excès.

Cette transformation est la preuve décisive que les éléments d'une balance des paiements ne sont pas donnés par la nature, mais fixés par des phénomènes de demande globale, qui les rendent solidaires et en commandent les variations avec une extrême sensibilité.

D'ailleurs la théorie économique et de nombreux précédents montrent que, toutes conditions égales, la suppression d'un élément de passif réduit généralement, non le déficit de la balance des paiements, mais l'excédent, quand il en est un, — ce qui est le

cas des Etats-Unis — de la balance commerciale t.

S'il avait été possible de rétablir par contrôle administratif l'équilibre d'une balance des paiements, les Etats-Unis, avec l'efficacité de leur administration et la loyauté de leur population, l'eussent fait. Or malgré tous leurs efforts, ils n'ont pas réussi à le faire.

Ne dites pas que le déficit est l'effet de l'effort de guerre au Vietnam. Il a existé avant, et si le régime monétaire n'est pas réformé, il continuera après. La France pendant la guerre d'Algérie a connu un large déficit de ses paiements extérieurs jusqu'en décembre 1958 et un très grand excédent après, lorsque, nonobstant la poursuite de la guerre, elle a rétabli chez elle une gestion monétaire efficace.

A contrario, la réapparition de situations inflationnistes dans les grands pays non-américains de l'Occident tendrait à mettre leur balance des paiements en déficit, donc à rétablir l'équilibre de celle des Etats-Unis².

Au vu de ces enseignements on peut être assuré que les constituants d'une balance des paiements ne sont pas indépendants les uns des autres et que la suppression d'éléments de passif se traduit plus souvent, toutes conditions égales, par une détérioration de la balance commerciale que par une amélioration de la balance des paiements.

1. J'ai donné dans un livre récent (*De lancinant problème de la balance des paiements*, Payot, 1967) une série d'exemples qui prouvent indiscutablement la vanité des efforts tendant à dessiner, par action administrative, les balances de paiements.

2. Cette situation a été effectivement observée dans les quelques semaines qui ont suivi les désordres intervenus en France en mai 1968.

En tout cas, rien ne permet de penser que les manipulations administratives instituées par le programme du 1^{er} janvier 1968 rétabliront l'équilibre de la balance des paiements des Etats-Unis. Les dommages que ces manipulations leur infligeront et, par leur intermédiaire, à toute l'économie occidentale, ne rétabliront pas l'équilibre des échanges internationaux ; ils seront inefficaces et superflus.

.....

CHAPITRE XVI

CE QUI DOIT ARRIVER ARRIVE

Le 17 mars 1968, le système monétaire international a explosé. Mais l'opinion n'a pas été convaincue que la mutation intervenue était l'inéluctable conséquence des péchés commis contre le bon sens dans le choix des règles de la convertibilité monétaire. Cet aveuglement était grave, car il faisait obstacle à tout effort de reconstruction efficace.

Dès que la tempête monétaire qui a marqué toute l'année 1968 s'est apaisée, j'ai pensé qu'il était important d'explicitier les liens qui rattachaient les effets aux causes et de montrer une fois de plus, à cette occasion, que le pire n'est jamais sûr et que l'inévitable n'est généralement que ce que l'on n'a pas su ou voulu éviter.

J'ai donc donné au *Monde* les 4, 5 et 6 juin 1969, sous le titre qui figure en tête de ce chapitre, trois articles, qui sont reproduits ci-après ².

1. *Und wie es gehn kann, so wird's gehn.* Goethe, premier Faust.

2. Publiés aux mêmes dates par *la Frankfurter Allgemeine Zeitung*, *la Libre Belgique*, *le Wall Street Journal*, *l'Asahi Shimbun*, *le Naftemporiky* (Athènes), *le Daily News d'Afrique du Sud* et divers autres journaux.

I. LES DERNIERS SOUBRESAUTS

On me dit souvent : « Depuis 1961 vous ne cessez de dénoncer les menaces qui pèsent sur le système monétaire international. Or rien n'est arrivé. »

Si ce jugement n'affectait que la pertinence de mon jugement, je ne le relèverais pas. Mais ce qu'il met en cause, c'est la validité des prémisses d'où mes prévisions avaient été déduites, donc celle des remèdes dont je recommandais l'adoption.

C'est dans ces conditions que je me sens tenu de montrer que, depuis huit ans, le déroulement des événements a été tristement conforme au schéma que j'en avais par avance tracé. Presque tout ce qui avait été prévu est arrivé. Seul le dernier acte, mais le plus redoutable, est encore en suspens.

En constatant la vérification par les faits des conséquences que mon analyse permettait de prévoir, j'espère donner crédibilité aux prévisions non encore accomplies et, surtout, favoriser la mise en oeuvre d'une politique propre à éviter les troubles graves qui surviendront si rien n'est fait pour interrompre le déroulement fatal des événements.

Tout déficit d'une balance des paiements entraîne versement de monnaie du pays débiteur au pays créancier.

En régime d'étalon-or — qui est celui où le monde a vécu jusqu'en 1922, puis de 1933 à 1940 — la banque d'émission ne peut créer de monnaie que contre or ou créances — telles qu'effets de commerce ou bons du Trésor — libellées en monnaie nationale. De ce fait, dès que la banque d'émission détient des quantités de monnaies étrangères qui dépassent ses besoins immédiats de règlement, elle demande au pays débiteur le paiement en or sur ses réserves des encaisses indésirées. Celles-ci sont résorbées et avec elles disparaît la dette dont elles étaient, pour le créancier, la représentation.

Au contraire, en régime de *Gold-Exchange Standard* — tel qu'il a existé dans nombre de pays d'Europe entre 1922 et 1930, puis de nouveau à partir de 1945 — les banques d'émission peuvent émettre de la monnaie nationale non seulement contre or et créances libellées en monnaie nationale, mais aussi contre devises payables en or, c'est-à-dire contre dollars¹. De ce fait, lorsqu'une banque d'émission reçoit des dollars en paiement d'un excédent de sa balance des paiements, au lieu d'en demander le paiement en or, elle les garde dans son bilan.

Mais des dollars ne sont pas utilisables — si l'on néglige pour un instant l'existence de l'euro-dollar — à Bonn, à Milan ou à Bruxelles. En conséquence, la banque qui les a reçus les place, le jour même où elle les reçoit, sur le marché monétaire de New York, en dépôts en banque ou en bons du Trésor. Non seulement ils ne sont pas résorbés, mais ils

1. La livre sterling joue le même rôle que le dollar à l'intérieur de la zone sterling. Mais, pour simplifier cet exposé, je mettrai surtout l'accent ici sur les problèmes de la zone dollar.

valent à la banque du pays prêteur une créance sur le stock d'or des Etats-Unis.

En 1961, j'annonçais que ce système entraînerait inévitablement trois séries de conséquences :

a) Maintien du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, au moins tant que ceux-ci ne réaliseraient pas, systématiquement et volontairement, dans le volume global du crédit, la contraction qu'eût entraînée, automatiquement et au jour le jour, donc insensiblement, le régime d'étalon-or ;

b) Inflation dans les pays créanciers, sans contrepartie de déflation dans le pays débiteur, donc glissement constant vers le haut du niveau des prix dans toute la zone de convertibilité monétaire ;

c) Finalement dislocation du système monétaire international, par l'insolvabilité progressive résultant pour le dollar de l'accumulation indéfinie des créances extérieures que constituent les « balances-dollar », ainsi que par l'inflation généralisée qui en est la conséquence.

Je constatais en outre que « si les détenteurs d'avoirs étrangers en dollars demandaient le paiement en or d'une fraction appréciable de leurs créances ils pourraient provoquer un véritable effondrement de l'édifice du crédit des Etats-Unis. Assurément, ajoutai-je, ils ne le feront pas, mais le simple fait qu'ils soient en droit de le faire oblige à rappeler que c'est l'effondrement du château de cartes construit sur le *Gold-Exchange Standard* qui a fait de la dépression de 1929 une grande dépression.

Je terminais en affirmant « qu'en 1960, toutes proportions gardées, les mêmes circonstances taient rassemblées et que, s'il n'y était pris gaule, les mêmes causes pourraient produire les mêmes effets ». Pour ces raisons, je déclarais « indispensable qu'avant qu'il ne soit trop tard la situation issue du doublement de la pyramide de crédit fondée sur le stock d'or mondial soit corrigée ».

Or, depuis le moment où ces prévisions étaient formulées, non seulement rien n'a été fait pour corriger les accumulations de balances-dollar, mais, bien au contraire, les divers comités convoqués pour guérir le mal n'ont cessé de recommander des expédients propres à l'aggraver.

C'est ainsi que les accords généraux d'emprunt, les accords de swaps, les bons Roosa, l'augmentation des quotas du Fonds Monétaire International ont provoqué l'augmentation, entre mains non américaines, des liquidités américaines que l'on peut désigner sous le nom général de « balances-dollar ». Finalement, le système a connu son épanouissement spontané dans le foisonnement aveugle, absurde et monstrueux de l'euro-dollar, qui fait peser sur la stabilité de tout l'Occident les plus graves dangers.

Les faits accomplis et les conséquences prévues

Tel est le système dont on dit qu'il n'aurait jusqu'à présent entraîné aucune conséquence. C'est la confrontation entre les faits accomplis et les consé-

quences antérieurement prévues qui seule peut répondre.

Pérennité du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis : nonobstant les déclarations indéfiniment renouvelées du gouvernement américain, la balance globale des paiements extérieurs des Etats-Unis est restée depuis 1958 presque constamment déficitaire.

Cette évolution semble avoir marqué un temps d'arrêt en 1968. Mais l'amélioration procède de facteurs temporaires : contrôle des exportations de capitaux aux Etats-Unis, et surtout contribution des étudiants de France — par les troubles de mai-juin — et de M. Brejnev — par l'occupation de la Tchécoslovaquie — aux transferts de capitaux vers les Etats-Unis. Au début de 1969, ces influences semblent atténuées, et le volume des ponctions opérées par les banques américaines sur le marché de l'euro-dollar suffit à montrer que la balance des paiements des Etats-Unis reste largement déficitaire.

Inflation dans les pays créanciers : l'évolution des prix et notamment les mouvements de salaires horaires relativement aux variations de productivité suffisent à marquer, sans qu'il soit besoin de présenter des chiffres, le caractère inflationniste de la conjoncture dans la plupart des pays de l'Occident.

Ce phénomène se développa sans que les Etats-Unis éprouvassent la raréfaction de crédit qu'eût entraînée, en régime d'étalon-or, le déficit de leur balance des paiements et aussi sans que le Federal Reserve System se fût employé à créer, par sa politique de crédit, les tendances déflationnistes que,

sans le régime de *Gold-Exchange Standard*, ce déficit eût engendrées.

Par un processus d'entraînement prévisible, les tendances à la hausse dans l'univers non américain sans tendances à la baisse aux Etats-Unis ont progressivement gagné le marché américain. Tout le niveau des prix de l'Occident s'est ainsi trouvé soulevé par une puissante vague inflationniste, accompagnée, comme il est habituel, d'une expansion sans précédent.

Dislocation du système : elle apparaît dans tous les aspects de la situation monétaire du monde libre comme conséquence de l'augmentation cumulative — caractéristique du *Gold-Exchange Standard* — des créances non américaines sur le stock d'or des Etats-Unis, du développement de mouvements inflationnistes dans la plupart des pays de l'Occident et enfin des mesures que les Etats-Unis ont récemment mises en oeuvre pour tenter de maîtriser, par raréfaction du crédit, les conséquences de ces mouvements.

La preuve la plus nette de cette dislocation est dans la récurrence de grandes crises monétaires, issues de migrations de capitaux. Elles ont bouleversé les relations économiques internationales au cours des dernières années. Les plus spectaculaires sont probablement celles qu'ont déclenchées les rumeurs de réévaluation du mark en novembre 1968 et mai 1969. On affirme que, pendant la seule journée du 9 mai 1969, c'est une somme de 1,3 milliard de dollars qui est entrée en Allemagne.

En régime d'étalon-or, l'Allemagne, ne pouvant garder ces devises dans les actifs de sa banque

d'émission, eût été obligée de demander aux Etats-Unis leur remboursement en or. Les dollars ainsi remboursés eussent été purement et simplement résorbés. La raréfaction de crédit qu'eût entraînée pareille résorption n'eût pu manquer d'épuiser, faute de matière pour l'entretenir, la vague de capitaux qui inondait l'Allemagne.

Mais étant autorisée par les règles du *Gold-Exchange Standard* à garder ces dollars dans le bilan de la Bundesbank et se trouvant forcée de le faire par les pressions politiques des Etats-Unis — dont dépend sa défense militaire, — l'Allemagne n'a pas exercé son droit à obtenir de l'or. De ce fait, le crédit ne s'est pas trouvé raréfié aux Etats-Unis et le transfert de capitaux a pu se poursuivre tant que subsistaient les espoirs qui l'avaient fait naître.

Dans le cas qui vient d'être évoqué, le processus s'est trouvé compliqué et aggravé par l'existence de la nappe de capitaux très instables que constitue le marché de l'euro-dollar. Voulant se débarrasser discrètement, et sans provoquer de protestation des Etats-Unis, de leurs surplus de dollars, les autorités monétaires allemandes en ont mis une partie à la disposition de banques allemandes, qui les ont placés sur le marché de l'euro-dollar. « Mais cette méthode, dit Paul Fabra dans *le Monde* des 11-12 mai 1969, s'est depuis trois semaines révélée fort dangereuse, car les capitaux ainsi renvoyés étaient immédiatement utilisés pour racheter des deutschmarks et relancer du même coup la spéculation. » Il est évident que celle-ci n'eût pu se poursuivre si l'Allemagne avait exercé son droit de prélever de l'or aux

Etats-Unis et, en l'exerçant, résorbé purement et simplement les dollars émigrés.

L'accumulation de créances en dollars a fait croître le montant des balances-dollar, passées de 15 milliards de dollars en 1958 à environ 35 à la fin de 1968. Il est vrai que, durant la même période, certains détenteurs de balances-dollars avaient exercé, malgré la désapprobation du gouvernement des Etats-Unis et souvent par des procédures indirectes, leur droit à obtenir de l'or, faisant ainsi baisser le stock d'or des Etats-Unis de 23 à 11 milliards de dollars.

Le simple rapprochement de ces chiffres marque avec évidence que, nonobstant l'incontestable et immense puissance de l'économie américaine, le remboursement des créances qui pèsent sur le dollar est devenu non seulement impossible mais inconcevable.

Je sais que pareil jugement surprendra ceux qui observent la richesse du continent américain. Qu'ils n'oublient pas cependant que des dettes à vue se paient avec des devises, non avec des investissements, et que c'est presque toujours par défaut de liquidités plutôt que par défaut d'actifs que les catastrophes bancaires sont suscitées.

La soif de biens réels

Dans les conditions présentes, nul homme de bon sens ne peut penser que les titulaires de balances-dollar attendront impavides l'évanouissement de

l'actif liquide qui seul constitue la contrepartie de leur créance. Par une réaction naturelle, conforme à tous les précédents et entièrement prévisible, ils ont cherché à encaisser leur créance, donc demandé de l'or ou des biens réels, avant que leur soit opposée la suspension de convertibilité en or — réalisée en fait depuis le 18 mars 1968 — que la situation du débiteur rendait inévitable.

La soif de biens réels ou d'or, c'est-à-dire le refus de créances libellées en monnaie, s'est trouvée amplifiée par la généralisation des mouvements inflationnistes issus soit du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, soit de situations particulières, telle celle qu'ont provoquée en France les événements de mai-juin 1968 et leurs suites.

Certes, en leurs débuts, les périodes inflationnistes suscitent, par l'abondance monétaire qui en est la conséquence, une tendance à la baisse des taux d'intérêt. Mais lorsque le sentiment se généralise que les créances en monnaie ne sont remboursables qu'en une monnaie vouée à une inévitable dépréciation, les souscriptions de pareilles créances s'amenuisent, cependant qu'augmentent les demandes de remboursement de créances antérieurement souscrites.

Ce sont les demandes d'or et de biens réels formulées par les détenteurs de ressources en monnaie qui ont provoqué les premiers changements caractéristiques de la dislocation du système monétaire international.

Celle-ci apparaît notamment par l'établissement, depuis mars 1968, d'un double marché de l'or, l'un

officiel, où l'or se vend au prix de 35 dollars l'once, l'autre libre, où il se négocie actuellement au cours de 43,5 dollars l'once ¹, par l'institution de contrôles des changes rigoureux en Angleterre et en France, par une sévère restriction des exportations de capitaux aux Etats-Unis, par la cotation de taux d'intérêt exorbitants — 8 ou 9 %, souvent davantage — sur les principaux marchés monétaires ou financiers, par l'inversion très significative du rapport entre le taux de rendement des actions et celui des obligations sur les grandes places financières.

On observera que les demandes d'or, principalement responsables de ces mesures de défense, émanent des « gnomes de Zürich » inspirés de motifs sordides. A cela, le bulletin de la First National City Bank de New York, de janvier 1969, répond en soulignant que d'avril à septembre 1968 les réserves d'or officielles d'Allemagne, d'Italie, de Belgique, des Pays-Bas, de la Suisse, du Portugal et de divers autres pays ont augmenté au total de 2 027 millions de dollars. « Le fait que d'aussi nombreux gouvernements et banques centrales n'aient pas laissé échapper l'occasion d'accroître leurs réserves d'or monétaire montre bien, une fois de plus, conclut le même bulletin, le profond désir des autorités monétaires de posséder de telles réserves. »

D'ailleurs, la plupart des grands pays confirment ce désir « en conservant sous forme d'or 60 à 90 % de leurs réserves internationales ».

Ces chiffres prennent tout leur sens si l'on observe qu'ils s'accompagnent d'une diminution globale des

1. Ecrit en mai 1969.

réserves monétaires d'or dans le monde. Selon une note du professeur Triffin, elles seraient passées de 40,8 milliards de dollars à la fin de 1964 à 38,7 milliards de dollars en septembre 1968. Ainsi, la thésaurisation du métal aurait absorbé en cette période non seulement la production nouvelle des mines, mais prélevé environ 2 milliards de dollars sur les réserves monétaires mondiales. Pareille résorption apparaît particulièrement grave lorsqu'on la rapproche de l'expansion des échanges qui a marqué la période considérée.

La recherche de biens réels, or, immeubles, oeuvres d'art, contrepartie inévitable de la réduction au minimum des encaisses ou des avoirs libellés en monnaie, explique tous les traits de la dislocation monétaire qui se développe sous nos yeux.

Qui oserait dire, au vu de ces perturbations profondes, que rien n'est advenu des événements graves annoncés en 1961 ? Hélas ! les quatre premiers actes du drame sont joués. Seul le cinquième reste en suspens. Mais sa venue est certaine et il sera tragique si rien n'est fait pour l'éviter.

On ne peut, en effet, mettre en doute que des taux d'intérêt de 8 ou 9 % soient totalement incompatibles avec la politique d'investissement généreuse, enthousiaste, qui est la condition d'une poursuite durable de l'expansion économique. Il est certain que pareils taux ne dureront pas, certain que, dans les conditions monétaires présentes, ils finiront par entraîner d'abord un plafonnement, puis une baisse profonde de la conjoncture économique.

On ne peut pas ne pas souligner en tremblant que le taux d'escompte aux Etats-Unis est, à 6 %, au

niveau auquel il avait été porté et pendant quelques mois seulement, à la fin de 1929, qu'il est en Angleterre de 8 %. Serait-il possible qu'en pareil domaine les mêmes causes ne finissent pas, si elles devaient durer, par produire les mêmes effets ?

D'aucuns trouveront impie l'évocation des dangers qui nous menacent. Elle le serait effectivement si nous étions condamnés à en attendre passivement la venue. Mais, heureusement, tel n'est pas le cas. Ils ne seront l'effet, s'ils se réalisent, que de l'ignorance et de la passivité. C'est un devoir impérieux pour tous ceux qui observent la montée imperturbable des périls que de les dénoncer sans relâche et de demander, inlassablement, la mise en oeuvre des remèdes propres à écarter de notre horizon la certitude d'une nouvelle grande dépression.

Ces remèdes existent. Ils sont simples et éprouvés. Leur mise en oeuvre exige seulement clairvoyance, courage et détermination.

Dans les deux prochains articles j'exposerai l'alternative qui nous est offerte. J'essayerai de peser les chances de succès des deux solutions qui la constituent, dans l'espoir de rallier, avant qu'il ne soit trop tard, les autorités monétaires de la collectivité occidentale au projet de réforme propre à rétablir, sans dommage d'aucune sorte, sûrement et rapidement, les conditions de la stabilité économique et du progrès social.

II LES DROITS DE TIRAGE SPECIAUX

Si l'on veut parer aux dangers graves qu'implique pour la prospérité de l'Occident la hausse exorbitante des taux d'intérêt, il n'est d'autre solution que de parer à la cause qui la provoque.

L'article précédent a montré que cette cause se trouvait tout entière dans la désaffection des détenteurs de capitaux à l'égard des investissements libellés en monnaie, tels que prêts à court, moyen ou long terme, tels encore que prêts obligataires.

A ces formes d'investissements en monnaie, ils préfèrent l'acquisition de biens réels, or, terres, maisons, actions, tableaux ou oeuvres d'art, ayant, du fait de leur rareté et de la demande dont ils sont l'objet, une valeur intrinsèque.

La préférence donnée aux biens réels relativement aux avoir définis en monnaie procède du sentiment que la dépréciation des unités monétaires, rattachées toutes, en fait ou en droit, au dollar, est rendue probable, sinon certaine, par la dégradation progressive de la solvabilité des deux monnaies de réserve, le dollar et la livre sterling, ainsi que par l'inflation qui règne dans nombre de pays de la collectivité occidentale.

Si l'on veut écarter les sombres nuages qui bouchent notre horizon économique, il n'est d'autre solution que de rendre rapidement une solvabilité

internationale non discutable à ces deux monnaies de réserve, et en outre d'éliminer les foyers d'inflation résultant de politiques de crédit trop libérales ou de circonstances particulières, telles celles qui ont régné en France après les événements de mai-juin 1968. Rétablir la solvabilité internationale du dollar et de la livre sterling, c'est créer la certitude que les Etats-Unis et l'Angleterre pourront faire face sans limite à toute demande de remboursement de balances-dollar et sterling ou d'autres créances exigibles libellées en ces monnaies.

A cette fin, deux familles de méthodes ont été proposées : celles qui sont fondées sur la création *ex nihilo* de ressources monétaires nouvelles et celles qui impliquent une hausse du prix de l'or.

Ce sont les solutions du premier type qui seront examinées dans le présent article. Elles ont été formulées dans divers « plans », dont le plan Triffin est le plus ancien, mais dont le plan de droits de tirage spéciaux, actuellement soumis à la ratification des pays membres de la collectivité monétaire occidentale, est la forme la plus élaborée.

Ces projets ont un trait commun : ils prévoient la création, par des méthodes diverses, d'une monnaie internationale nouvelle, qui est définie en or mais qui n'est pas remboursable en or.

Cette monnaie sera émise dans des limites définies et pourra être utilisée par les débiteurs en paiement des déficits de leur balance des paiements. Il y aura ainsi substitution d'un nouvel instrument monétaire, définitivement inconvertible en or, aux créances dont les titulaires demandaient la conversion.

Une monnaie qui n'est pas « gagnée »

Les modalités de l'émission diffèrent d'un plan à l'autre. J'examinerai ici plus spécialement celles que prévoit le plan de droits de tirage spéciaux.

Aux termes de ce projet, chacun des Etats participants recevra chaque année une allocation de droits de tirage spéciaux. A concurrence de cette allocation, il pourra demander au Fonds Monétaire International la délivrance des monnaies dont il aura besoin pour le règlement de ses déficits de balance des paiements ou des monnaies propres à les procurer.

L'Etat qui aura demandé au Fonds monétaire international des monnaies de règlement verra réduire, à due concurrence, le montant des droits de tirage inscrits à son crédit dans cette institution. Inversement, l'Etat qui aura fourni les contingents de monnaie ainsi utilisés bénéficiera d'une augmentation, à due concurrence, de sa provision de droits de tirage spéciaux au Fonds monétaire international.

Du fait de cette transaction, il y aura réduction de la réserve de moyens de paiement internationaux du débiteur et augmentation de celle du créancier. En apparence, tout se passera comme si le règlement avait été accompli par transfert d'or. Les droits de tirage spéciaux sembleront véritablement de l' « or-papier ».

Mais il n'y a là que pure apparence. En réalité, les différences sont profondes entre le paiement en or et le paiement en droits de tirage spéciaux.

a) L'or est produit par extraction du sol ou obtenu par excédent de la balance des paiements. Dans les deux cas, il est la contre-valeur d'un effort de production de la collectivité qui en bénéficie.

Au contraire, les droits de tirage spéciaux sont créés de toutes pièces par une décision discrétionnaire du Fonds monétaire international.

b) On dira que cette distribution ne sera pas inéquitable, car elle profitera également à tous les Etats bénéficiaires, au prorata de leur quote-part au Fonds monétaire international.

Mais l'égalité ici ne sera que formelle. La faculté d'utiliser des droits de tirage spéciaux à des achats à l'étranger sera réservée aux Etats dont la balance des paiements sera en déficit. Pour les autres, tant qu'ils n'auront pas atteint le bienheureux état de pays déficitaire, les droits de tirage spéciaux seront sans objet, même si leurs détenteurs prétendaient acheter de l'or destiné à leurs industries ou modifier la composition de leurs réserves.

Ainsi se révèle la principale différence entre l'or et les droits de tirage spéciaux. Le premier est un pouvoir d'achat inconditionnel, soumis à la seule souveraineté de son détenteur. Le second est une faculté conditionnelle d'achat à l'étranger, soumise à l'appréciation discrétionnaire, donc politique, de l'organisation émettrice.

Selon le plan en cours de ratification, le montant des droits de tirage spéciaux créés annuellement doit être fixé en une seule fois, pour une période de cinq ans, chaque Etat recevant une allocation proportionnelle au montant de sa quote-part au Fonds monétaire international.

Ainsi, l'or est « gagné », alors que les droits de tirage spéciaux sont « alloués »,

On mesure la portée de cette différence en observant les conséquences qu'elle entraîne pour un pays dont la réserve d'or et de devises est tombée au niveau au-dessous duquel il estime impossible de la laisser descendre.

En régime d'étalon-or, il est devant une alternative simple : cesser ses paiements à l'étranger ou acquérir les moyens de paiement internationaux qui lui font défaut. S'il choisit cette dernière solution, il lui faut ou produire de l'or ou mettre en excédent sa balance des paiements. Dans les deux cas, c'est contre des biens réels, c'est-à-dire par renonciation à la consommation interne de vraies richesses, qu'il obtient les moyens de paiement étrangers qui lui font défaut. Le « pouvoir d'achat étranger » qu'il obtient est strictement limité au montant du sacrifice de consommation interne qu'il consent. Aucune habileté, aucune pression politique ne permettent de dépasser ce montant.

Au contraire, en régime de droits de tirage spéciaux, la restauration de la faculté d'achat à l'étranger n'est due qu'à un cadeau gratuit résultant, sans sacrifice d'aucune sorte de la part du pays qui le reçoit, d'une décision discrétionnaire de la collectivité qui contrôle la création des droits de tirage spéciaux, c'est-à-dire, suivant le projet discuté, du Fonds monétaire international.

Le critère qui fait dépendre l'ouverture du droit à attribution de la constatation d'un déficit des paiements extérieurs apparaît comme particulièrement dangereux lorsque sont observées la diffi-

cuité et l'incertitude de la détermination du solde d'une balance des paiements, qui varie dans de larges proportions, ainsi que le montrent les statistiques officielles des Etats-Unis, avec la méthode choisie pour le calculer.

c) Pour le pays créditeur, la différence entre or et droits de tirage spéciaux n'est pas moindre.

Lorsqu'il reçoit de l'or, il opère un échange entre les biens qu'il a cédés au pays créancier et l'or remis par celui-ci.

Lorsqu'il reçoit des droits de tirage spéciaux, il remet de la monnaie nationale, c'est-à-dire des moyens d'acheter à l'intérieur de ses propres frontières, en échange d'un actif créé de toutes pièces, qui ne lui vaudra pouvoir d'achat que lorsque sa balance des paiements sera devenue déficitaire. Autrement dit, il donne à l'Etat débiteur faculté d'opérer un prélèvement sur sa production nationale en échange d'un simple espoir de pouvoir un jour, si le Fonds monétaire international le lui permet et s'il a su se mettre en déficit, acheter des biens à l'étranger.

La monnaie créée en faveur du débiteur viendra majorer de son montant la circulation monétaire du pays créancier et pourra, un jour, lui imposer l'aventure néfaste de mesures de restriction monétaire ou même d'un « plan de stabilisation ».

Le privilège des Etats Unis

d) L'observation qui précède prend tout son sens si l'on observe que le projet de traité prévoit qu'un

Etat « pourra utiliser des droits de tirage spéciaux pour éviter une variation de ses réserves brutes ».

Cette phrase sibylline a un sens très précis. Elle signifie que les Etats-Unis auront la possibilité d'utiliser leurs droits de tirage spéciaux pour faire face à une demande de conversion de balances-dollar, même si leur balance des paiements, au sens usuel du mot, n'est pas en déficit.

En acceptant cette clause, les pays créditeurs ont pris à leur charge le remboursement en leur propre monnaie des balances-dollar quand ce remboursement sera demandé.

Lorsque l'on sait les précautions qui interviennent dans chaque pays pour le contrôle, notamment par voie parlementaire, des engagements de paiement, on demeure confondu de la légèreté avec laquelle ce transfert de charge réelle du débiteur au créancier a été consenti.

e) L'attribution de droits de tirage spéciaux ne se fera évidemment, chaque année, que dans le cadre du maximum autorisé par les autorités du Fonds monétaire international. Ce montant doit être fixé pour une période de cinq ans.

En 1967, le gouvernement des Etats-Unis estimait qu'il faudrait créer l'équivalent de 5 à 10 milliards de dollars en cinq ans. Aujourd'hui, on ne parle plus que de 10 milliards, et certains demandent 15 milliards de dollars.

Les droits de tirage spéciaux seront distribués au prorata de la quote-part des pays membres au Fonds monétaire international. Celle des Etats-Unis étant de 20 %, ils recevront, dans l'hypothèse d'une décision portant sur une émission globale de 10 mil-

liards de dollars en cinq ans, 20 % de 2 milliards de dollars, soit 400 millions de dollars par an. Ce chiffre paraît dérisoirement faible au regard du déficit américain qui, en moyenne sur les dix-sept dernières années, s'est établi à 2 300 millions de dollars par an.

Il est vrai que la limitation pourra être tournée par de nombreuses procédures subsidiaires. Mais, quelles qu'elles soient, on ne peut pas ne pas être frappé de l'absence de tout critère objectif propre à fixer l'émission annuelle de droits de tirage spéciaux. On imagine aisément, compte tenu de l'importance que le choix du montant entraînera pour les pays débiteurs, et notamment pour les grands débiteurs de monnaies de réserve que sont les Etats-Unis et l'Angleterre, compte tenu aussi de son caractère discrétionnaire, les pressions politiques qui s'exerceront pour que ce montant soit aussi élevé possible.

Toute crise monétaire internationale, toute grande migration de capitaux, si elles affectent des pays puissants, seront l'occasion d'une inflation de droits de tirage spéciaux qui se traduira, d'abord dans les pays créanciers, puis dans le reste du monde, par de puissantes vagues inflationnistes.

Ainsi la création de droits de tirage spéciaux, bien loin de faire disparaître les craintes d'inflation qui exaspèrent actuellement le refus d'avoirs libellés en monnaie et la demande corrélative de biens réels, ne pourra que les renforcer.

Certes, elle pourra, par l'aisance monétaire qu'elle suscitera, provoquer, lorsqu'elle entrera en vigueur, une détente des taux à intérêt. Mais pareille détente

ne sera, comme dans toutes les périodes d'inflation naissante, que de courte durée. Très vite, l'opinion comprendra que la solution des droits de tirage spéciaux est par nature inflationniste. Très vite, elle cherchera à se défendre contre la hausse des prix qu'elle ne pourra manquer d'entraîner. Le refus de monnaie et la préférence pour les biens réels se trouveront accentués, suscitant, comme dans la période actuelle, les taux d'intérêt exorbitants auxquels la réforme prétendait parer.

Compte tenu de tous ces caractères et des dangers qu'ils impliquent, je ne crois pas que le projet de droits de tirage spéciaux puisse fournir une solution durable et d'une ampleur suffisante aux troubles monétaires qui affectent la collectivité des pays à monnaie convertible.

Le projet sera probablement ratifié. On « jouera aux droits de tirage spéciaux » pendant quelques mois ou quelques années, comme on a joué aux accords généraux d'emprunt, aux swaps, aux bons Roosa et à l'augmentation des quotas du Fonds monétaire international. Mais il n'est pas possible que les Etats qui en seront affectés ne mesurent pas rapidement les injustices et les dangers de ce nouvel expédient. J'espère que, d'abord, ils s'attacheront à en réduire l'application au minimum et que, très vite, ils se convaincront qu'une autre solution doit être proposée à leurs maux.

III. L'OR

Le précédent article a montré que la faculté d'obtenir le remboursement en droits de tirage spéciaux des balances-dollar et sterling, entendues dans le sens large du terme, c'est-à-dire flanquées de leur cortège empoisonné de swaps, de bons Roosa, de quotas du Fonds monétaire international et surtout d'euro-dollars, n'aurait sûrement pas pour effet, sinon pendant une courte période initiale, d'inciter ceux qui détiennent ces avoirs à vouloir librement les conserver ou en augmenter le montant.

Autrement dit, la convertibilité des avoirs monétaires en droits de tirage spéciaux laissera subsister, si elle ne l'exaspère pas, la recherche de biens réels, avec, pour contrepartie, la fuite devant les avoirs libellés en monnaie.

Tant que cette préférence pour la réalité s'exercera, la dégradation du système économique mondial et notamment la hausse des taux d'intérêt s'accentueront.

Si l'on veut y parer, il n'est qu'une solution : donner aux détenteurs de créances en monnaie la certitude que, s'ils le désirent, ils pourront obtenir l'échange de leurs créances contre un avoir réel, dont le pouvoir d'achat moyen soit assez stable pour qu'il permette d'acquérir tous autres biens du marché à des prix ne variant que dans d'étroites limites.

Cet avoir réel, propre à être accepté, donc désiré, comme intermédiaire des échanges, c'est et, dans les conditions présentes, ce ne peut être que l'or, essentiellement parce que, à la différence des étalons purement fiduciaires, il a un coût de production très réel, qu'il ne peut donc être créé par décision discrétionnaire de l'autorité émettrice.

Qu'on ne me fasse pas dire, cependant, que le rétablissement de l'étalon-or implique suppression de toutes les formes de monnaie non métallique, telles que billets de banque ou crédits en banque, fondés sur la monétisation de créances. Pas davantage n'exige-t-il la circulation effective de pièces d'or. Pour qu'il y ait étalon-or, il faut et il suffit que toutes les formes de monnaie soient, directement ou indirectement, convertibles en métal, fût-ce, si le métal est servi en lingots, à partir d'un minimum déterminé, mais à un taux d'équivalence fixé une fois pour toutes au niveau qui définit la parité légale de la monnaie.

En pareil régime, le prix de l'or est immuable. Au contraire, lorsque la convertibilité en or de l'étalon monétaire n'est pas assurée — comme c'est le cas actuellement pour le dollar — le prix de l'or peut varier et, notamment, augmenter lorsque le pouvoir d'achat de la monnaie diminue.

Il va de soi que dès que les titulaires de créances en monnaie seront assurés qu'ils pourront de nouveau obtenir, sur demande et à vue, non seulement en droit, mais aussi en fait, l'échange contre un poids fixe de métal des avoirs monétaires qu'ils détiennent, ils cesseront de le désirer, donc de le demander. Alors, mais alors seulement, la chasse

aux biens réels et la hausse des taux d'intérêt prendront fin.

On dira qu'il est peu rationnel de poursuivre une faculté d'échange que l'on renoncera à exercer dès qu'on l'aura obtenue. Certes, dans un univers où la raison et l'autorité régneraient en maîtres, la détention de créances fiduciaires, productives d'intérêt, pourrait apparaître comme plus rationnelle que la conservation d'encaisses en métal ou convertibles à taux fixe en métal. Mais le moins qu'on puisse dire est qu'actuellement, au vu de la gestion des banques d'émission et de la politique pratiquée ou recommandée par les instances monétaires internationales, les utilisateurs de monnaie sont fondés à ne pas considérer comme assuré le pouvoir d'achat des unités monétaires en lesquelles les valeurs fiduciaires qu'ils détiennent sont exprimées.

Au surplus, en matière de psychologie monétaire, les choses sont ce qu'elles sont et ne se modifient pas aisément.

Si, dans les conditions présentes, on veut mettre un terme de façon décisive à la dislocation progressive du système monétaire international, il n'est qu'une solution d'application immédiate et d'efficacité certaine : donner aux détenteurs d'encaisses monétaires la certitude qu'ils pourront les échanger, si un jour ils le désirent, contre un poids d'or fixé une fois pour toutes.

Tout le problème est donc de recréer la possibilité pratique de rembourser en or les créances en monnaie qui ont été et sont encore accumulées sous des formes et des noms divers.

La seule solution

Malheureusement, la valeur nominale des stocks d'or existants ne permet pas d'envisager pareille possibilité. La situation créée dans le monde monétaire par l'accumulation de l'endettement est une situation de faillite. Lorsque pareille situation existe, il est vain d'épiloguer sur le passé et de s'épuiser à poursuivre une solvabilité qui est désormais irréalisable.

Seule est réaliste la répartition aux créanciers des avoirs existants, proportionnellement au montant des créances qui n'ont pas été consolidées et dont le remboursement peut pratiquement être demandé.

Cette solution, c'est la hausse du prix de l'or.

Elle apparaît comme d'autant plus naturelle et justifiée que le prix de l'or a été fixé à son présent niveau en 1934 par le président Roosevelt et que, depuis cette époque, tous les prix ont plus que doublé aux Etats-Unis.

A la lumière de cette constatation, on peut estimer que les balances-dollar et tous leurs avatars ont purement et simplement remplacé l'augmentation de valeur nominale qu'eussent connue les stocks métalliques et la production annuelle de métal si leur valeur avait été calculée à un prix en rapport avec les autres prix du marché.

Les défenseurs de l'étalon-or observeront que la stabilité de la parité métallique est la caractéristique du système et que, si elle est modifiée, comme elle l'a été en 1934, l'opinion se répandra qu'elle

pourra l'être encore à l'avenir, ce qui maintiendra l'incertitude monétaire présente, avec toutes ses conséquences dommageables, notamment quant aux taux d'intérêt.

Mais pareille crainte serait entièrement injustifiée. Ce n'est pas au moment où s'effectue un changement de parité monétaire qu'il est décidé, mais au moment où se sont accomplis les événements qui l'ont rendu indispensable. Celui qui est envisagé ici tend seulement à corriger, comme l'a fait celui de 1934, et une fois pour toutes, l'effet d'une guerre mondiale et d'une longue période de *Gold-exchange standard*. Tant que l'étalon-or fonctionne au jour le jour, avec la croissance régulière des réserves monétaires issue des phénomènes de régulation auxquels il donne lieu, la parité est maintenue entre les besoins et les disponibilités de monnaie. Aucune nécessité de révision des parités n'est à redouter.

D'aucuns trouvent insolite la remise en place du prix de l'or dans la hiérarchie des prix. Peut-on tenir pour telle la révision d'une cotation qui donne aujourd'hui, du fait de la hausse de tous les prix, sauf du prix de l'or, à tout producteur d'une tonne d'acier ou de charbon un poids d'or plus que double de celui qu'il eût obtenu en 1934 ?

Peut-on s'étonner que la production annuelle d'or — réduite tant en valeur nominale qu'en poids par le maintien de son prix à un niveau sans rapport avec les autres prix du marché — apparaisse comme insuffisante relativement aux besoins résultant de l'expansion économique et du développement des échanges ?

Que l'on songe seulement à ce que serait la production du blé si on le vendait au prix de 1934.

D'aucuns s'indignent que l'on envisage d'augmenter la valeur d'une richesse que produit l'U.R.S.S. Mais la Russie n'exporte pas seulement de l'or, elle exporte aussi du charbon, du pétrole et du coton. Veut-on, pour réduire son pouvoir d'échange, maintenir aussi le prix de ces produits à leur niveau de 1934 ?

D'autres ne veulent pas valoriser la production de l'Afrique du Sud. Mais ce sont généralement ceux qui redoutent l'insuffisance du métal. Est-il réaliste de vouloir obtenir plus et payer moins ?

Certains enfin feignent d'être indignés par les profits indus que réaliseraient les détenteurs de métal jaune. Qu'ils comparent seulement l'augmentation de valeur qu'entraînerait un doublement du prix de l'or, accompagnée souvent d'une perte prolongée d'intérêt, avec la hausse qu'ont enregistrée depuis vingt ans les terres, les immeubles et certaines valeurs mobilières. Ils seront aisément convaincus qu'il y a hypocrisie à refuser l'une en acceptant les autres.

Pour toutes ces raisons, je demeure convaincu que lorsque la futilité et en tout cas l'inefficacité de la solution des droits de tirage spéciaux aura été reconnue, on en viendra à la seule solution simple, concrète, éprouvée : la hausse du prix de l'or.

Pour une convention internationale

Pour sa mise en oeuvre, une convention internationale est indispensable. Elle devra comprendre les engagements suivants :

a) Hausse à partir d'une certaine date du prix auquel les Etats participants achètent et vendent — soit directement, soit par l'intermédiaire du dollar — le métal jaune.

b) Confirmation solennelle à tous porteurs de balances en monnaie — balances-dollar, balances-sterling et éventuellement balances-franc — qu'ils pourront, s'ils le désirent, obtenir remboursement à vue, en métal jaune ou en devises au cours de la nouvelle parité, de la créance qu'ils détiennent.

c) Offre aux pays dont, même après réévaluation, la réserve métallique serait insuffisante pour faire face à d'éventuelles demandes de remboursement, de prêts en métal consentis, dans des limites à fixer, par les pays ayant de l'or et pas de balances à rembourser, le montant de ces prêts étant prélevé sur l'augmentation de valeur nominale résultant pour leur encaisse du changement de parité.

d) Engagement des pays participants — pour éviter la reconstitution de nouvelles balances monétaires — de n'émettre à l'avenir de monnaie que contre avoirs en or ou en monnaie nationale et non contre devises. Pareil engagement marquerait simplement le retour au système antérieur à l'institution du *gold-exchange-standard*.

Je suis convaincu que la négociation d'une telle convention est possible. Elle s'insère très directe-

ment dans la procédure consacrée de la coopération entre banques d'émission.

Je suis sûr, en outre, qu'elle serait immédiatement efficace et provoquerait une baisse durable et de grande ampleur des taux d'intérêt, donc augmentation massive des investissements et croissance prononcée de l'emploi. Nul ne peut douter que, par ces conséquences, non seulement elle ferait disparaître les noirs nuages qui bouchent notre horizon, mais qu'elle susciterait pour une longue période, dans le monde tout entier, une vague de prospérité d'une immense ampleur.

Si l'on avait des doutes à cet égard, il suffirait d'invoquer l'autorité de John Maynard Keynes — il n'était pas encore Lord Keynes — qui écrivait dans le *Manchester Guardian Commercial (reconstruction supplement)* du 20 avril 1922 : « Si l'étalon-or pouvait être réintroduit dans toute l'Europe, nous pensons tous que la réforme produirait une promotion que rien d'autre ne peut procurer, non seulement des échanges et de la production, mais du crédit international et, en même temps, des déplacements de capitaux propres à les porter là où ils ont l'utilité maximum. L'un des plus grands éléments d'incertitude serait supprimé. »

Seuls font obstacle, actuellement, à l'adoption de la solution que souhaitait à l'époque Lord Keynes, des arguments sentimentaux et irraisonnés. De toute façon, ces arguments seront balayés par les troubles, les désordres et les souffrances qui éprouveront la civilisation occidentale si rien n'est fait pour la sauver.

J'espère ardemment que les gouvernements des pays de l'Occident n'attendront pas l'ultime réaction des faits pour étudier et adopter, à froid, avant que la tempête n'ait de nouveau éclaté, non des palliatifs, tels ceux qui ont été discutés jusqu'à ce jour, mais la solution de bon sens, simple, concrète, éprouvée, qui rendra aux peuples, pour une longue durée, la confiance dans leur avenir, la sécurité et tout le bien-être que peuvent et doivent leur procurer le progrès technique et le développement de l'investissement.

Puissions-nous agir avant qu'il ne soit trop tard.

CHAPITRE XVII

ET MAINTENANT : LA PRECAIRE HEGEMONIE DU DOLLAR ¹

I. — LA GRANDE MUTATION DU 17 MARS 1968

On me demande souvent si, au vu de la baisse du prix de l'or, j'ai changé d'opinion. Je tiens à déclarer ici que je n'ai aucune raison de mettre en doute la validité de mon diagnostic antérieur, ainsi que celle des remèdes que j'en avais déduits.

Le mal que j'avais dénoncé en 1961 a produit toutes les conséquences prévues : pérennité du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, inflation dans les pays créanciers et, finalement, dislocation du système par l'effet des demandes de remboursement des balances-dollar, si imprudemment accumulées.

C'est précisément l'évidence de cette dislocation qui a provoqué, en mars 1968, la modification profonde du régime monétaire international par un ensemble de mesures dont il sera montré qu'elles seront d'efficacité incertaine et, dans la meilleure hypothèse, temporaire.

1. Texte publié dans *le Monde* des 13, 14 et 15 février 1970.

Les lignes qui suivent exposeront la nécessité et présenteront les moyens d'une réforme propre à rendre à l'Occident un système monétaire efficace et durable.

Cependant, avant d'aborder cet exposé, je voudrais que l'on sût qu'il ne constitue en aucune façon un pamphlet anti-américain. Plus que tout autre, j'aime et j'admire les Etats-Unis. Mais je les vois avec tristesse imposer au monde un régime monétaire qui a déjà profondément dégradé l'ordre occidental et qui, s'il dure, détruira la civilisation que ses initiateurs prétendent protéger.

Une question de civilisation

Une monnaie convertible est une monnaie échangeable, à égalité de valeur, librement et sans contrôle d'aucune sorte, contre toute autre monnaie convertible.

Les profanes voient souvent dans la convertibilité une disposition de simple technique financière. En réalité, c'est une question de civilisation, car elle commande le statut de la personne humaine.

Un exemple sera à cet égard instructif. Jusqu'en 1958, le franc, avec plusieurs des monnaies du continent européen, était très largement inconvertible. On ne pouvait acheter à l'étranger qu'au vu d'une autorisation conférant faculté de paiement. Toutes les importations étaient quantitativement contingentées. Les voyages à l'étranger, l'achat de livres ou de journaux étrangers étaient soumis à autorisation.

La réforme de fin décembre 1958 et celles qui l'ont suivie, en rendant la monnaie française convertible, d'abord au profit des non-résidents, ensuite en faveur de toute la population, ont permis de donner aux Français le libre choix des domaines monétaires où ils dépenseraient leurs ressources, donc de leurs déplacements et de l'emploi de leurs épargnes.

Ce n'est donc pas pour des raisons d'orthodoxie économique ou d'esthétique financière que la convertibilité monétaire est recherchée, mais pour les libertés de choix qu'elle confère. Elle est l'indispensable condition de la liberté économique.

La monnaie est une institution contingente et arbitraire. Elle est toujours émise ou retirée par une ou plusieurs banques contre achat ou vente d'un ou de plusieurs actifs d'égale valeur. Il suffit que ce ou ces substrats soient communs à plusieurs domaines monétaires pour qu'entre eux la monnaie circule librement.

Avant le 17 mars 1968, la monnaie était émise dans tous les pays de l'Occident contre or, contre créances libellées en monnaie nationale ou contre créances libellées en monnaies étrangères payables en or, c'est-à-dire, en fait, contre dollars. On était en régime d'étalon de change-or ou *Gold-exchange standard*.

Assurément, les citoyens américains n'étaient pas autorisés à demander le remboursement en or des dollars qu'ils détenaient. Mais tout dollar cédé à une banque d'émission étrangère et présenté par elle à une autorité américaine était échangé contre le poids d'or équivalent.

En outre, tout dollar pouvait être librement vendu sur le marché londonien de l'or, où l'ensemble des banques d'émission, associées dans le « pool de l'or » (50 % à la charge des Etats-Unis, 50 % à celle des autres participants), fournissaient les quantités de métal demandées au cours de la parité légale, soit une once d'or pour 35 dollars.

Grâce à ce double exutoire, tout détenteur de dollars était assuré de pouvoir obtenir à tout moment, sans contrôle ou justification d'aucune sorte, la quantité d'or représentative des espèces qu'il détenait. En transportant cet or dans tout pays de son choix, il obtenait librement les disponibilités qu'il souhaitait.

Le régime monétaire était ainsi celui d'une convertibilité à deux niveaux : convertibilité-dollar, assise pour le dollar ou par son intermédiaire sur une convertibilité-or. Assurément, ce mécanisme n'apparaissait pas aux usagers de la monnaie, mais il fonctionnait silencieusement, avec une extrême précision, par le soin des courtiers de change et des arbitragistes.

Par ce système complexe, la convertibilité monétaire était assurée et, en toutes circonstances, garantie.

L'explosion de mars 1968

On a souvent dit qu'il fallait remplacer le système de l'étalon de change-or, car il avait cessé de fonctionner. En réalité, il fonctionnait trop bien et c'est pour cela que, le 17 mars 1968, il a explosé.

On a, en effet, pu vérifier à cette date que le dollar était véritablement et sans limite convertible.

Le système de l'étalon de change-or rendait possible, hors de toute prudence, l'accumulation de dollars dans les pays créanciers. Ceux-ci, comme je l'avais prévu et annoncé dès 1961, se sont lassés d'avalier indéfiniment des quantités croissantes de monnaie américaine dont — la balance des paiements des Etats-Unis étant en déficit — ils n'avaient que faire.

Comme ils en avaient le droit — et comme ils en auraient eu au jour le jour l'obligation si l'on avait été en régime d'étalon-or — ils ont fini par demander le remboursement en or de fractions importantes des balances-dollar qu'ils détenaient, pour obtenir en échange des marks, des francs suisses, des francs français ou même des lingots d'or.

C'est ainsi qu'en novembre et décembre 1967 les Etats-Unis à eux seuls avaient perdu 771 millions de dollars. Le 12 mars 1968, 450 millions de dollars étaient sortis de Fort-Knox pour l'alimentation du pool de l'or. Le 14 mars, la ruée vers l'or prenait, à Londres et à Paris, des proportions qu'un commentateur qualifiait de « phénoménales ». Dans la soirée, le gouvernement américain demandait aux autorités britanniques la fermeture du marché de Londres. Le dimanche 17 mars 1968, les membres du pool de l'or décidaient de mettre fin à ses opérations, devenues trop onéreuses.

Alors se présentait une alternative : parer aux causes qui provoquaient la fièvre de l'or, en utili-

sant les remèdes dont je n'avais cessé de recommander l'adoption, ou briser le thermomètre, en créant une situation qui limite étroitement, en la contrôlant, la faculté pour les détenteurs non-américains de dollars d'en obtenir la conversion en or ou en devises de leur choix.

C'est la deuxième solution qui fut choisie. Elle fut mise en oeuvre par l'ensemble des décisions prises hâtivement à Washington le 17 mars 1968.

Les décisions du 17 mars 1968

Aux termes du communiqué publié à l'issue de la conférence, les gouverneurs des banques centrales de Belgique, d'Italie, des Pays-Bas, de Suisse, du Royaume-Uni, des Etats-Unis... notaient que le gouvernement américain continuerait à acheter et à vendre de l'or au prix existant de 35 dollars l'once, mais seulement *dans les transactions avec les autorités monétaires*, donc qu'il refuserait la même opération lorsqu'elle serait proposée par des personnes publiques ou privées n'ayant pas ce caractère.

Les mêmes gouverneurs décidaient que, désormais, l'or détenu officiellement devrait être utilisé uniquement pour des transferts entre autorités monétaires et que, en conséquence, ils s'abstiendraient de fournir de l'or au marché de Londres ou à tout autre marché, ce qui impliquait la fermeture du pool de l'or.

Finalement, tenant le stock d'or monétaire pour suffisant, en raison de la prochaine création de

droits de tirage spéciaux, ils décidaient de ne plus acheter de l'or sur quelque marché que ce fût et de n'en pas vendre aux autorités monétaires pour le remplacement du métal qu'elles auraient elles-mêmes vendu sur des marchés privés.

Cependant, depuis le 1^{er} janvier 1970, comme suite au retour du prix libre de l'or aux alentours de sa parité officielle de 35 dollars l'once, un accord américano-sud africain, entériné par le Conseil du Fonds monétaire international, a permis au F.M.I., nonobstant les dispositions de la décision sus-indiquée, d'acheter à l'Afrique du Sud des quantités d'or limitées, dans des conditions très étroitement définies. L'accord n'a pas été intégralement publié, mais il semble qu'il autorise l'Afrique du Sud à vendre de l'or au F.M.I. chaque fois que le prix du métal sera à Londres inférieur à 35 dollars l'once « à condition que la vente journalière ne représente que le cinquième de la quantité des ventes hebdomadaires requises pour assurer l'équilibre de la balance des paiements » (de l'Afrique du Sud).

A partir du 1^{er} janvier 1970, le stock des liquidités internationales a été complété par la création de « droits de tirage spéciaux », monnaie supplétive créée et attribuée annuellement aux Etats membres du F.M.I. en proportion de leurs quotas audit Fonds. Le montant de l'émission permise a été fixé à 9,5 milliards de dollars pour trois ans, dont 3,5 pour la première année. Cette règle donnera aux Etats-Unis, pour l'année 1970, 867 millions de dollars.

Attention, on te voit...

Les décisions du 17 mars 1968 ne sont apparues, au premier abord, que comme un ensemble d'expédients destinés à parer aux difficultés du moment.

En réalité, elles constituent un mécanisme très subtil et très ordonné, tendant à fermer aux demandes de conversion de dollars en monnaies étrangères ou en or toute autre voie que celle qui passe par les autorités américaines, donc à permettre à celles-ci de contrôler celles-là.

Ces décisions ont pour effet de clore tous les canaux par lesquels le marché de l'or pourrait s'alimenter à des sources officielles.

Le montant du stock d'or monétaire existant à la date du 17 mars 1968 est irrévocablement fixé, sauf l'effet très limité des achats à l'Afrique du Sud autorisés, comme il a été dit ci-dessus, à partir du 1^{er} janvier 1970.

Assurément, l'or monétaire peut circuler entre les banques d'émission. Il devient équivalent à un paquet de jetons que des joueurs échangent entre eux, mais dont le total ne peut augmenter.

En revanche, la production d'or provenant de nouvelles extractions ne peut être vendue, sauf l'exception minime prévue en faveur de l'Afrique du Sud, qu'à des parties prenantes n'ayant pas le caractère d'autorités monétaires. Ainsi les décisions du 17 mars 1968 impliquent l'apparition d'un marché libre de l'or, d'où toute offre ou demande des autorités monétaires sera exclue. Normalement, faute de demande émanant des autorités moné-

taires, il y devra baisser jusqu'au moment où interviendront soit des demandes privées importantes, soit, lorsque le prix sera égal ou inférieur à 35 dollars l'once, les achats directs et très limités du F.M.I.

Dorénavant, faute de pouvoir acheter de l'or sur le marché de Londres ou sur tout autre marché, les banques centrales ne pourront obtenir la conversion en métal, au cours officiel, des dollars détenus par elles, ou de ceux qui leur auraient été cédés par des détenteurs privés, qu'en la demandant expressément aux autorités monétaires américaines, et à elles seules.

Ainsi apparaissent le but ultime et la raison profonde des réformes du 17 mars 1968. Elles ont pour objet de faire passer obligatoirement toute demande de conversion de dollars en or par l'étroit canal d'une autorité monétaire américaine, donc de la rendre patente et notoire. Elles permettent l'exercice, par les autorités américaines, d'un contrôle vigilant et de pressions « amicales » tendant à obtenir des autorités monétaires non-américaines qu'elles renoncent à demander les conversions qu'elles souhaiteraient obtenir, donc qu'elles acceptent de garder les dollars dont elles étaient tentées de se défaire et, en les gardant, de les replacer sur des marchés américains.

C'est pareil contrôle que l'existence du marché londonien de l'or, et de tous les marchés de métal qui en étaient les satellites, rendait impossible. Dorénavant, dans la mesure où la pression des autorités américaines sur les autorités monétaires non-américaines détentrices de dollars sera efficace —

mais seulement autant qu'elle le restera — la fuite devant le dollar des premiers mois de 1968 sera impossible. Pour tous les pays soumis à l'influence des Etats-Unis, soit parce que — telle l'Allemagne — ils ont besoin de sa protection militaire, soit parce que, pour des raisons politiques, ils en désirent l'amitié, soit parce qu'économiquement ils dépendent d'eux, le dollar sera devenu, en fait, une monnaie inconvertible.

La convertibilité-dollar

Dans la mesure où les balances-dollar détenues hors des Etats-Unis ne sont plus convertibles en or, le substrat commun de toutes monnaies convertibles n'est plus l'or mais le dollar.

Dans le nouveau régime, tout détenteur de dollars qui désire une monnaie non-américaine s'abstiendra, en fait, de demander de l'or aux Etats-Unis, comme théoriquement, aux termes des décisions du 17 mars 1968, il en aurait eu le droit. Il demandera sur le marché des changes contre dollars la monnaie qu'il souhaite obtenir. En exécution des dispositions de l'article 8, section 4, de l'accord de Bretton-Woods, les autorités monétaires du pays dont dépend cette monnaie devront, pour empêcher toute appréciation du cours de leur monnaie au-dessus de la parité légale, acheter les dollars offerts et remettre en échange, à égalité de valeur, la monnaie demandée.

Mais, du fait des pressions morales exercées par le gouvernement américain, l'échange de ces dol-

lars contre or ne pourra pratiquement pas être obtenu. Le pays dont la monnaie aura été acquise devra les garder. Tout au plus pourra-t-il, s'il désire ne pas les rendre trop apparents, les placer à court ou à moyen terme sur le marché de l'euro-dollar.

On a pu vérifier, à l'occasion des vagues de spéculation sur le mark de l'automne 1968 et du printemps 1969, la validité de cette analyse. Les dollars contre lesquels les marks étaient achetés n'ont pas été échangés contre or, mais ont majoré de leur montant — bien que temporairement — le stock de monnaie américaine détenu par l'Allemagne.

En droit, la différence entre les deux systèmes — celui qui précédait le 17 mars 1968 et celui qui l'a suivi — paraît faible. En fait, elle a d'immenses conséquences. Dans le premier système, les balances-dollar n'étaient conservées que par les autorités monétaires qui entendaient les conserver. Dans le second, leur conversion en or est, pour les pays amis des Etats-Unis, et pour ceux qui recherchent leur amitié, pratiquement impossible.

En pareil régime, le support de convertibilité n'est plus l'or, mais le dollar.

Les conséquences de cette modification sont apparues immédiatement dans les variations du stock d'or des Etats-Unis. Antérieurement au 17 mars 1968, il diminuait rapidement, alors que les balances-dollar n'augmenteraient plus que très lentement. Après le 17 mars, le stock d'or des Etats-Unis non seulement ne diminue plus, mais a tendance à augmenter, cependant qu'augmentent à un rythme accé-

léré les balances-dollar appartenant à des étrangers et les placements sur le marché de l'euro-dollar.

Ainsi, les accords du 17 mars 1968 ont provoqué, en fait, une mutation d'une grande ampleur dans la structure du système monétaire international : restant en droit un étalon de change-or, il est devenu pratiquement un étalon-dollar. La situation de fait est très proche de celle qui eût existé en droit si un embargo sur l'or avait été promulgué aux Etats-Unis.

II. - UNE CONVERTIBILITÉ PRÉCAIRE

Aux termes de l'analyse qui précède, le dollar reste, après les décisions du 17 mars 1968 qui ont institué le double marché de l'or, une monnaie théoriquement convertible en or ou en devises étrangères, mais son régime est celui de la « convertibilité surveillée ».

Que, après les compensations intervenues sur le marché des changes, le solde des demandes de conversion de dollars en devises ou en or vienne à dépasser les moyens dont les Etats-Unis disposent pour y satisfaire, le seul guichet de conversion qui reste ouvert — celui des autorités monétaires américaines — devra être clos. Ce sera, aux Etats-Unis, l'embargo sur l'or, avec apparition d'un marché libre où le dollar se vendra, contre monnaies étrangères, à des cours inférieurs aux parités légales.

Pareille situation serait si grave pour tout l'Occident qu'il convient d'en mesurer le risque.

*Convertible, tant qu'on n'en demandera pas
la conversion*

Pour faire face à d'éventuelles demandes de conversion de dollars en devises non-américaines ou en or, les Etats-Unis disposent :

— D'un contingent de droits de tirage spéciaux de 867 millions de dollars pour l'année en cours ;

— De leurs droits de tirage sur le F.M.I. On peut les estimer à 1 033 millions de dollars pour la « super-tranche-or », inconditionnellement utilisable, et à 6 450 millions de dollars pour les tranches utilisables sous diverses conditions ;

— D'un stock d'or d'environ 11 milliards de dollars. Mais il est peu vraisemblable que — notamment pour des raisons de défense nationale — le gouvernement américain accepte de laisser descendre cette ultime réserve de pouvoir d'achat étranger au-dessous d'un certain minimum, probablement proche du niveau actuel.

En contrepartie, les exigibilités payables à vue, en or ou en devises, sont de montant fort élevé. Elles comprennent essentiellement les balances-dollar détenues par des étrangers : banques d'émission, organisations internationales ou régionales, banques ou établissements bancaires et sociétés ayant leur siège hors des Etats-Unis, enfin individus, y compris les citoyens américains résidant à l'étranger.

Le montant de ces balances est évalué dans le bulletin du Federal Reserve Board de novembre 1969 à environ 42 milliards de dollars.

Mais l'existence d'engagements en euro-dollars majore ce passif éventuel dans une large mesure. Le total des créances en euro-dollars est évalué par Milton Friedman à 30 milliards de dollars. Cependant, l'existence de ces engagements en euro-dollars n'augmente pas d'un même montant les dettes des Etats-Unis à l'étranger. Une fraction importante de ce montant, peut-être un quart ou un tiers, est couverte par des liquidités détenues aux Etats-Unis par les banques étrangères débitrices. Si les titulaires des créances en euro-dollars les cédaient à la banque centrale dont ils dépendent, les obligations des Etats-Unis à l'étranger seraient majorées de toute la fraction de leur montant qui n'a pas pour contrepartie des balances-dollar déjà comprises dans le total sus-indiqué.

Il serait donc vain de vouloir fixer avec précision le montant global des créances à vue qui pèsent sur les liquidités américaines. On peut être sûr, cependant, qu'il est très grandement supérieur à celui des ressources propres à en assurer le paiement.

On dira que cette situation est celle de tous les établissements bancaires, dont les liquidités ne représentent jamais qu'une faible fraction de leur passif exigible.

Mais l'assimilation n'est pas fondée. Les établissements bancaires disposent à leur banque d'émission de la possibilité de mobiliser tout ou partie

des créances à court ou moyen terme qu'ils détiennent. Au contraire, les Etats-Unis ne pourraient, en cas de besoin, acquérir les suppléments d'encaisse que requerraient des demandes massives de conversion de dollars en devises ou en or, que si leur balance des paiements était en excédent, ce qui n'est pas le cas actuellement et ne paraît pas — toutes conditions égales — devoir l'être dans un proche avenir.

On peut donc admettre que, dans les conditions existantes, des demandes massives de conversion de dollars en or — telles celles qui ont été formulées en mars 1968 — ne pourraient être honorées par prélèvement sur les liquidités étrangères dont disposent les autorités monétaires américaines.

Cette constatation conduit à la conclusion que la convertibilité du dollar ne sera maintenue et l'embargo sur l'or évité qu'autant que des Etats non-américains accepteront de majorer leurs balances-dollar et de ne pas demander la conversion en devises non-américaines ou en or des balances qu'ils détiennent ou auront acquises en vertu de l'acceptation sus-indiquée.

Ainsi s'expliquent les efforts déployés par le gouvernement des Etats-Unis pour obtenir, par tous les puissants moyens de pression dont il dispose, que les détenteurs de balance-dollar renoncent à en demander la conversion.

La suppression de tout marché de l'or au cours officiel était évidemment la condition de l'efficacité de ces pressions, puisque, en obligeant les détenteurs étrangers de dollars à passer par le canal des autorités monétaires américaines, elle permet-

tait de dire à ceux qui voudraient échapper à la contrainte : « Soyez sages ; on vous voit. »

Seront-ils toujours des moutons ?

Assurément, tant que les détenteurs non-américains de balances-dollar seront « sages », la convertibilité en or et devises du dollar sera maintenue et le système de Bretton-Woods, complété par les décisions du 17 mars 1968, survivra. Mais le seront-ils toujours ?

Un banquier belge, sortant il y a environ quarante ans d'une assemblée d'actionnaires houleuse, avait exprimé sa hargne en un adage lapidaire : « Quand ça va bien, ce sont des moutons, quand ça va mal, ce sont des lions... Mais, ajoutait-il insolemment, ce sont toujours des animaux. »

Je ne retiendrai pas la dernière assimilation, indûment insultante. Je noterai pourtant que tant que « ça ira bien » les détenteurs publics ou privés de balances-dollar ou d'euro-dollars céderont aux pressions américaines et accepteront de garder les dollars qu'ils détiennent, ainsi que ceux que le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis y aura ajoutés.

Il peut en être ainsi longtemps. Mais il me paraît impossible qu'au cours du temps des événements imprévisibles : la continuation du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, une éventuelle dégradation de la conjoncture ou même des incidents bancaires ou financiers, la modification des rapports de force, un éventuel renversement de certaines alliances ou simplement l'évolution des

sentiments et des idées, ne viennent pas affecter la soumission des détenteurs de dollars et les inciter à demander, fût-ce au risque de déplaire à Washington, le remboursement de tout ou partie de leurs créances en dollars.

a) La première source de tensions croissantes serait la continuation de l'augmentation des balances-dollar du fait du maintien du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis. Leur accumulation ne pourrait pas ne pas rendre ces tensions, au bout d'un certain temps, intolérables.

Or, j'ai souvent montré que l'accumulation des balances-dollar, qu'elles soient placées aux Etats-Unis en dépôts bancaires ou en bons du Trésor, ou placées sur les marchés européens en euro-dollars offerts par voie de prêts à des emprunteurs américains, permettait à l'économie américaine, considérée globalement, de récupérer immédiatement le montant des versements opérés à l'étranger pour règlement de ses déficits de balance des paiements.

Par là le mécanisme d'accumulation des balances-dollar rend possible et tend à provoquer la continuation du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis. Jusqu'à présent, l'expérience a toujours confirmé, nonobstant les prévisions contraires des plus hautes autorités américaines, l'exactitude de cette affirmation.

b) Il n'est pas possible que les Etats créanciers ne finissent pas par se rendre compte, un jour, que par l'accumulation des balances-dollar ce sont eux qui paient, au moins tant que le rapatriement des sommes placées aux Etats-Unis n'aura pas été obtenu, les biens réels acquis sur leur propre ter-

ritoire par des Américains. Ainsi est-ce à leurs frais que les Etats-Unis achètent usines, entreprises, sociétés ou même financent certaines de leurs dépenses d'aide ou de prestige.

Je ne peux pas croire que les Etats-Unis, fiers et généreux, ne soient pas révoltés, à la longue, par des pratiques qui leur permettent de vivre ainsi aux dépens de leurs fournisseurs ou des destinataires de leurs bienfaits. Mais je suis convaincu que, si la situation devait durer, les yeux de l'Occident finiraient par s'ouvrir et que, devenu conscient des effets d'un système de spoliation sans précédent dans l'histoire, il exigerait qu'il y fût mis un terme.

c) L'accumulation prolongée des balances-dollar dans certains Etats créanciers, en majorant leurs réserves de change, renforce la solidité de leur monnaie. Par là elle tend à provoquer l'achat spéculatif de ces monnaies mais, en même temps, fait disparaître toute influence tendant à inhiber ou à limiter l'ampleur de la spéculation.

Les événements récents qui ont affecté le mark — en liaison, évidemment, avec les perspectives de dévaluation de la monnaie française et de réévaluation de la monnaie allemande — offrent un exemple décisif de cette influence perverse. Le 15 novembre 1968, par exemple, l'Allemagne a reçu 800 millions de dollars. Entre le 22 avril et le 9 mai 1969, c'est une somme de 4,5 milliards de dollars qui est entrée dans ses caisses et, du 1^{er} au 29 septembre 1969, une somme de 1,9 milliard de dollars. Si elle n'avait été moralement engagée à conserver ces suppléments de balances-dollar, elle

eût demandé aux Etats-Unis — comme elle en avait le droit aux termes mêmes des engagements du 17 mars 1968 et le devoir vis-à-vis de ses propres ressortissants — le paiement en or des marks acquis par elle. Ce remboursement eût réduit à due concurrence les réserves d'or des Etats-Unis et provoqué sur leurs marchés une contraction de crédit qui eût immédiatement stoppé, faute d'aliments, la spéculation à la hausse du mark.

d) En outre, la réduction de la réserve d'or des Etats-Unis eût obligé les autorités américaines à mettre l'embargo sur l'or, c'est-à-dire, finalement, à dévaluer leur monnaie. Au lieu de cela, faute de pouvoir limiter la spéculation en donnant un contenu réel aux transferts de capitaux qui en étaient la conséquence, l'Allemagne a dû se résigner, pour mettre un terme à l'afflux de liquidités étrangères, à réévaluer sa propre monnaie. Ainsi, elle prenait à sa charge les conséquences économiques de mouvements spéculatifs dont elle n'était en aucune façon responsable.

Tant que le dogme de la conservation des balances-dollar subsistera, les Etats-Unis seront à l'abri de tout danger de dévaluation. Lorsque leur balance des paiements sera en déficit, ce sera l'Etat ou les Etats créanciers qui devront réévaluer.

Peut-on imaginer que les peuples acceptent indéfiniment une situation dans laquelle les Etats-Unis, seuls dans le monde, sont délivrés, et pour toujours, de tout problème de balance des paiements ?

J'ai écrit en 1961 que la conservation par les Etats créanciers des balances-dollar fournissait aux Etats-Unis le secret du déficit sans pleurs. Ils en

ont éprouvé, lors de la crise du mark, l'indiscutable efficacité.

e) Assurément, les autorités américaines peuvent tenter de réaliser systématiquement les contractions de crédit qu'eût accomplies le remboursement des balances-dollar issues du déficit.

C'est ce qu'elles font actuellement.¹

Mais, alors que le mécanisme de l'étalon-or eût provoqué au jour le jour, donc insensiblement, les ajustements nécessaires, l'obligation de corriger brutalement les effets cumulatifs d'une longue période de passivité conduit à une déflation véritablement sauvage.

Les dangers de récession et de chômage qu'elle implique, non seulement pour les Etats-Unis mais pour tous les peuples de la zone dollar, seront de plus en plus apparents.

Peut-on imaginer que des Etats souverains acceptent indéfiniment de voir l'évolution de leur économie déterminée par une politique sur laquelle ils n'ont aucune action et dont ils ne tirent aucun profit, sinon l'inflation à l'intérieur de leurs propres frontières ?

Un jour, lorsqu'ils comprendront, ils finiront par se révolter et exigeront que soit mis un terme aux accumulations de balances-dollar, causes de tout le mal.

f) L'état de dépendance que crée la conservation obligée des balances-dollar n'est pas seulement économique : il est aussi politique. Quelle liberté de décision peut être celle d'un pays dont les réserves

1. Ecrit en février 1970.

monétaires — instruments et condition de la convertibilité de sa monnaie — sont en dépôt à l'étranger ? Dans certains cas, tel celui de l'Allemagne ou du Japon, cette dépendance peut être volontairement acceptée en échange de garanties militaires ou de débouchés économiques tenus par les intéressés pour indispensables. Mais croit-on que pareilles situations se prolongeront indéfiniment ? Le jour où elles prendront fin, les résistances contre le système ne pourront pas ne pas s'amplifier et, finalement, en provoquer l'explosion.

g) Mais chacun sait que, nonobstant les bonnes paroles, l'explosion du système entraînera une hausse du prix de l'or. Les pays dont la réserve de convertibilité est faite de dollars plutôt que de métal seront frustrés, à due concurrence, de la plus-value qu'une détention d'or leur eût procurée.

Croit-on que les autorités monétaires de ces pays ne finiront pas un jour par découvrir qu'il leur appartient de sauvegarder les intérêts du pays qui leur a confié leur mandat autant et plus que ceux des Etats-Unis. Ce jour-là, elles chercheront à réduire leurs balances-dollar — comme le fait déjà l'un des pays les plus engagés de l'Extrême-Orient — et refuseront en tout cas de les augmenter.

Pour toutes les raisons qui viennent d'être énumérées, le principe de la conservation indéfinie des balances-dollar cessera un jour d'être respecté. Alors, la convertibilité du dollar ne pourra plus être assurée et le système monétaire de l'Occident cessera d'exister.

On ose à peine imaginer les troubles et les dom-

mages que pareille situation provoquera. Le moins qu'on puisse craindre est qu'elle n'impose à la plupart des Etats qui en seront affectés, la défense de leur balance des paiements par toutes les pratiques d'isolationnisme économique dont on a vu, dans les années 1931-1935, le néfaste foisonnement. La récession économique et le chômage en seront les inévitables prolongements. Les dangers qui en résulteront seront encore accrus par la faiblesse des structures politiques, qui sont loin d'avoir la solidité dont elles ont fait preuve pendant la grande dépression.

Il n'est pas possible que pour maintenir un mythe — celui d'une convertibilité qui, d'ores et déjà, n'est assurée que par l'expédient temporaire de la conservation imposée des balances-dollar — les Etats de l'Occident assument pareils risques. Il n'est pas possible que les Etats-Unis, conscients de leurs responsabilités, prétendent, par l'influence que leur donne leur puissance, continuer à l'imposer au monde.

Si la civilisation occidentale doit être sauvée, il est indispensable qu'avant l'explosion, à froid et consciemment, le risque soit écarté.

Les remèdes existent. Ils sont simples et éprouvés.

III. - LES VOIES DU RETOUR A UNE CONVERTIBILITÉ DURABLE

Si le système de l'étalon-dollar est vulnérable, c'est qu'il entraîne l'amoncellement de balances-

dollar. Celles-ci, du fait de leur croissance cumulative en fonction du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, ne peuvent pas ne pas rencontrer, un jour, des circonstances qui incitent leurs détenteurs à souhaiter ne pas les conserver.

Ce jour-là, la survivance de la convertibilité ne dépendra que de l'efficacité des pressions « amicales » qui contraignent les pays auxquels les balances-dollar appartiennent à les garder. Certes, il n'est pas illégitime que les systèmes bancaires, et les banques d'émission en particulier, détiennent pour leurs besoins de règlement des réserves importantes de dollars ou d'autres monnaies. Mais pour que leur conservation soit durable, il faut que ces encaisses soient tenues pour nécessaires par ceux qui les possèdent, en raison de leurs besoins prévisibles de trésorerie ou des commodités qu'elles leur apportent. Sinon, il faudra leur offrir, pour les déterminer à les garder, des taux d'intérêt qui — tels ceux qui existent actuellement — ne pourront manquer à la longue de faire obstacle aux larges investissements dont dépendent l'expansion économique et le progrès social.

Encore n'est-il pas sûr qu'en raison de la solidarité des marchés l'égalisation progressive des taux n'ait pas pour conséquence d'atténuer ou d'annuler l'effet protecteur, pour le pays débiteur, de taux élevés.

Aussi, pour préserver la convertibilité des monnaies de l'Occident, fondée trop largement sur l'affirmation de la convertibilité des balances-dollar, [il](#) n'est d'autre méthode que de ramener le

montant de ces balances, dans les pays qui les détiennent, à un niveau tel que jamais elles ne puissent être tenues pour indésirées.

A cette fin, deux conditions, et deux seulement : consolider ou rembourser toute la partie d'entre elles qui, dépassant manifestement les besoins prévisibles, n'est maintenue que par soumission aux pressions des Etats-Unis ; empêcher la reconstitution de balances nouvelles.

*Consolider ou rembourser
la partie volatile des balances-dollar*

La consolidation contractuelle de tout ou partie des balances-dollar risquant de devenir indésirées ferait disparaître, à due concurrence, le danger de demandes massives de remboursement.

La méthode a été appliquée avec succès par l'Angleterre à une part non négligeable des balances-sterling qui menaçaient la convertibilité de la livre.

Cependant, cette solution ne peut être utilisée que dans d'étroites limites, car les balances-dollar, contrepartie dans les pays qui les détiennent d'une fraction souvent importante de l'émission monétaire, sont considérées comme des liquidités indispensables à l'accomplissement des règlements en monnaies étrangères qui pourraient être demandés.

Pour toute la partie qui ne pourra être consolidée, il ne restera d'autre solution que le remboursement en or ou en liquidités internationales, solution d'autant plus légitime que les accords du

17 mars 1968 en ont expressément prévu et confirmé la possibilité.

Cependant, il n'est pas douteux que le remboursement, par les autorités monétaires américaines, d'une partie importante des balances-dollar existantes réduirait à néant leur réserve d'or ou de disponibilités internationales. Pareille solution est proprement inimaginable. Aussi faut-il obtenir d'autres ressources pour l'accomplissement des remboursements qui seront tenus pour indispensables.

Ces ressources ne peuvent pratiquement être trouvées, sans déflation mortelle pour l'activité économique, que dans l'augmentation du prix de l'or.

Je regrette de devoir formuler ici cette constatation, car je sais qu'elle irritera nombre de lecteurs et éloignera de moi certains d'entre eux qui la tiennent pour insolite et de mauvais aloi.

Mais le problème est de trouver brusquement des ressources qui dépassent très grandement les facultés d'épargne annuelles.

Au surplus, la hausse du prix de l'or ne peut être tenue pour illégitime si l'on observe que les balances-dollar sont venues simplement remplacer, dans les encaisses des banques d'émission, les suppléments de valeur nominale qu'eussent trouvés leurs stocks d'or, et notamment celui des Etats-Unis, si le prix de l'or avait été maintenu à sa place dans la hiérarchie des prix. Utiliser ces suppléments de valeur nominale au remboursement de balances-dollar, c'est simplement remplacer un avoir précaire par les actifs implicites dont il était l'imparfaite représentation.

Quant aux critiques d'ordre moral dont une éven-

tuelle revalorisation des stocks d'or est l'objet, je les ai discutées et, je crois bien, en grande partie réfutées, dans plusieurs chapitres antérieurs¹. Je n'y reviendrai pas ici, me bornant à rappeler que la plus-value donnée aux stocks de métal par un éventuel doublement de son prix serait très inférieure à celle qu'ont trouvée nombre de terres, d'immeubles ou de valeurs mobilières, du fait des hausses de prix auxquelles seuls les stocks d'or monétaire ont été soustraits.

Quant au quantum d'une éventuelle augmentation du prix de l'or, il ne pourra être fixé que dans le cadre d'une étude approfondie, tenant compte de tous les faits de la cause et notamment du montant des balances qui n'auront pu être amiablement consolidées et de la baisse, en raison des progrès techniques, du coût moyen d'extraction des mines d'or. La hausse pourra être d'autant plus faible que la fraction des balances amiablement consolidées aura été plus forte.

Quoi qu'il en soit, l'augmentation du prix de l'or permettra de remplacer par des encaisses métalliques, à égalité de valeur, une fraction importante des balances non consolidées.

A cette occasion, je tiens à marquer — une fois de plus et pour éviter un malentendu fréquent — que je considérerais comme un crime contre la stabilité économique une hausse du prix de l'or sans remboursement, à due concurrence, des balances-dollar.

Cependant, quelques cas particuliers devront être

1. Et notamment dans *Ce qui doit arriver arrive*, page 242.

traités. D'abord celui de l'Angleterre, qui a peu d'or et reste débitrice d'importantes balances-sterling. Il semble, sans cependant qu'on puisse l'affirmer, qu'une partie appréciable de ces balances n'a pas encore été consolidée.

Les ressources nécessaires au remboursement de celles que l'Angleterre tiendra pour expédient de rembourser — s'il en est, et de celles-là seulement — devront lui être fournies, sous forme de prêt à bas taux d'intérêt, par prélèvement sur l'augmentation de valeur nominale des stocks d'or appartenant à des pays n'ayant pas de balances à rembourser.

Une fraction de l'augmentation de valeur des stocks d'or des mêmes pays pourra être également utilisée à renforcer, par voie de prêt à long terme, l'encaisse métallique des pays qui ne seraient pas en mesure, compte tenu du niveau de leurs avoirs en or, de participer à un régime de convertibilité rénovée.

Que pareille convertibilité doive être rendue durable par le rétablissement d'équilibre des balances de paiement résultant de la reprise des règlements en or à l'étranger est garanti par trop de précédents pour qu'une démonstration soit nécessaire. A ceux qui douteraient, je demande seulement de se reporter à mes exposés antérieurs ¹. Certaines critiques formulées à leur égard m'ont paru, par un défaut marqué de pertinence, de nature à confirmer leurs conclusions plutôt qu'à faire douter de leur validité.

1. Et notamment au *Lancinant problème de la balance des paiements*, Payot 1965.

Quoi qu'il en soit, la reconstitution d'une convertibilité durable exige des engagements internationaux, simultanément contractés et rigoureusement appliqués.

J'ai plusieurs fois exposé le contenu de la convention internationale qui devrait les stipuler ¹. Qu'il me soit seulement permis de rappeler qu'elle devra comporter engagement de ne pas augmenter, à partir d'une certaine date, les balances-dollar et sterling existantes, d'augmenter dans une même proportion à la même date le prix de l'or exprimé dans les diverses monnaies nationales, d'utiliser le supplément de valeur nominale trouvé, pour leurs stocks d'or respectifs, par les Etats-Unis et l'Angleterre, dans la hausse du prix du métal, au remboursement de leurs balances-dollar et sterling et enfin, pour les pays ayant de l'or et pas de balances à rembourser, de prêter à taux d'intérêt peu élevé une partie de la valorisation de leurs encaisses respectives, aux pays qui ne pourraient rétablir la convertibilité métallique de leur monnaie sans supplément d'encaisse-or.

Que pareille convention soit possible, le précédent des accords du 17 mars 1968 le prouve avec évidence.

Toutefois, ces derniers accords ont été adoptés dans la fièvre d'une véritable ruée sur l'or.

Il est peu probable que les gouvernements des principaux pays de l'Occident soient dotés d'une liberté d'action et d'une clarté de vue suffisantes pour qu'ils adoptent à froid une solution qui, aux Etats-Unis, est violemment repoussée par l'opinion

1. Notamment dans le chapitre **xvi** précité.

publique et qui en d'autres pays est impopulaire.

Mais les réflexions présentées dans la section de ce chapitre intitulée « Une convertibilité précaire » ne permettent pas de douter qu'un jour, dont la date peut être éloignée et reste, en tout cas, imprévisible, des événements surviendront qui mettront en cause la convertibilité du dollar.

Ce jour-là, une solution sera nécessaire, et j'ai la certitude, hélas ! qu'il n'en est pas d'autre que celle qui vient d'être exposée.

Elle provoquera dans le monde un immense renouveau de confiance, de stabilité financière, d'expansion économique et de progrès social.

Puisse-t-elle être adoptée avant qu'il ne soit trop tard.

EPILOGUE

Ce livre est terminé, mais nullement l'aventure dont il décrit les premières étapes.

Au point où elle est arrivée, un résultat est acquis : l'Occident, non en droit mais en fait, est livré à un régime de monnaie inconvertible. La presse à billets a des formes nouvelles, qui s'appellent « droits de tirage spéciaux », « accords de Swaps », « augmentation des quotas du Fonds monétaire international », mais à l'abri de l'inconvertibilité monétaire, elle peut répondre, presque sans limite, à toutes les sollicitations du marché.

Certes, l'étalon de change-or n'est pas la seule source possible d'inflation. Même en régime de convertibilité métallique, tout pays peut pratiquer une politique fiscale ou monétaire génératrice d'un excès de la demande globale sur la valeur globale des offres et, par là, mettre sa balance des paiements en déficit. De ce fait, la perversion issue du régime de monétisation de certaines devises étrangères n'est pas la condition nécessaire du déséquilibre économique, mais elle suffit à le provoquer.

Inversement, par une politique de crédit adéquate, les autorités monétaires des pays à monnaie de réserve — en l'espèce les Etats-Unis — pourraient, théoriquement, résorber les surplus de disponibilités issus du retour dans leur pays d'origine des versements accomplis à l'étranger.

Mais l'expérience oblige à constater que pareille éventualité est purement théorique. Dans un régime qui ne serait pas entièrement totalitaire, il est inconcevable que les autorités monétaires d'un pays à monnaie de réserve puissent créer, par résorption de pouvoir d'achat, une contraction monétaire équivalente à celle qu'eût entraînée, en régime d'étalon-or, un même déficit de balance des paiements.

Si l'on avait des doutes à cet égard, l'expérience des Etats-Unis suffirait à les écarter. Voilà un pays puissant, doté des institutions bancaires les plus savantes et les plus efficaces, qui s'assigne ostensiblement, aux yeux de l'univers, la tâche de rétablir l'équilibre de sa balance des paiements, mais en excluant les méthodes, tenues pour barbares et périmées, de la régulation monétaire. Son ministre des Finances, l'éminent Secrétaire au Trésor Fowler, annonce solennellement, en juillet 1965, un programme de redressement assorti d'un calendrier : « le déficit sera réduit de moitié à la fin de 1965 dit-il, et entièrement éliminé à la fin de 1966. » Le Secrétaire au Trésor avait même une telle certitude de l'efficacité de sa politique qu'il tenait pour indispensable « la création délibérée d'un instrument de réserve nouveau (les droits de tirage spéciaux) propre à remplacer les suppléments de liquidités issus du déficit de la balance des paiements des Etats-

Unis, déficit sur lequel il ne fallait plus compter. »

On sait ce qu'il en advint par la suite.

L'entreprise de lutte contre le déficit extérieur sans utilisation de l'instrument monétaire fut poussée jusqu'à ses limites extrêmes par le grandiose programme de San Antonio, du 1^{er} janvier 1968¹. Le président Johnson tentait de rétablir, par voie de manipulation administrative dans les domaines les plus divers, l'équilibre des engagements extérieurs.

Le résultat fut insignifiant. L'insolente indifférence de la balance des paiements des Etats-Unis aux prévisions du chef tout-puissant de la Trésorerie américaine et aux sollicitations du président des Etats-Unis, mais son humble et constante soumission aux influences perverses de l'étalon de change-or devraient ouvrir les yeux des aveugles, en leur montrant la dominance de l'influence monétaire sur celle de toutes les autres interventions, si puissantes fussent-elles.

Cet enseignement négatif est confirmé, a contrario, par les événements qui ont affecté la balance des paiements de la France pendant l'année 1968. Devant les sorties massives de capitaux l'institut d'émission s'interdit de réagir, renonçant même à relever son taux d'escompte, qui resta imperturbablement fixé à 3,5 % jusqu'au 3 juillet 1968. Du 2 mai au 21 novembre 1968, 17,7 milliards de francs sortirent de France, cependant que la banque d'émission, bien loin de tenter de les retenir par raréfaction du crédit, créa 23,3 milliards de francs de crédits supplémentaires.

1. Voir ci-dessus, pages 208 et 209.

Indifférence d'une balance des paiements — celle des Etats-Unis — à des mesures qui ne touchent pas le crédit, soumission rigoureuse d'une autre — celle de la France — à des procédures monétaires, tel est le diptyque qui met en pleine lumière à la fois la futilité de toute action non monétaire sur l'équilibre des engagements internationaux, et, a contrario, l'efficacité des procédures fondées sur le contrôle du volume global du crédit.

Au vu de pareils enseignements, qui peut penser que le Fonds monétaire international, le Comité des Dix ou d'autres autorités plurinationales seront en mesure de réaliser, par décisions autoritaires, les variations de demande globale que des transferts d'or, si on les avait laissés se produire, eussent suscitées ? Qui peut imaginer qu'il soit au pouvoir de pareilles autorités de contracter le crédit jusqu'au moment où l'équilibre rompu aura été rétabli ? Qui peut croire que l'opinion et les gouvernements accepteront les dangers de récession que pareilles mesures risquent d'entraîner ?

Il y a une immense différence entre l'effet lent et progressif, exercé au jour le jour, donc insensiblement, par les variations de pouvoir d'achat résultant des règlements internationaux et les conséquences soudaines, massives et généralement dramatiques des contractions décidées par des autorités monétaires.

On a dit que l'opinion n'accepterait plus la tutelle aveugle de la monnaie. Mais faute de l'accepter, elle a eu l'inflation généralisée, la renaissance de l'isolationnisme américain, l'abandon de la libéralisation des échanges, les premières mesures de restric-

tion aux transactions financières internationales et, par-dessus tout, des taux d'intérêt exclusifs de tout développement économique durable.

Désormais, du fait de l'inconvertibilité qui marque le système monétaire international, l'équilibre mondial ne dépend plus que de la science, de la sagesse et de l'indépendance des autorités monétaires.

La connaissance des résultats auxquels ces qualités, poussées cependant à l'extrême, ont conduit au cours de la dernière décennie, fait mal augurer des effets qu'elles produiront à l'avenir.

Tant que n'aura pas été rétabli un régime de monnaies convertibles, corrigé de la perversion que l'étalon de change-or a infligée au système construit à Bretton Woods, le monde restera voué au déséquilibre des balances des paiements, à l'insécurité monétaire, aux migrations erratiques de capitaux, à l'instabilité des cours de change et à tous les désordres qu'entraînent l'ignorance des hommes et la faiblesse des institutions.

On croirait, en observant l'évolution du système monétaire international, que l'Occident s'applique à mettre en oeuvre le conseil de Lénine, suivant lequel : « Pour détruire le régime bourgeois, il suffit de corrompre sa monnaie.' » Comment admettre que pareille faute soit commise principalement par le pays qui a voué tant d'efforts et tant de soins à préserver, pour lui et pour les autres, le régime de la libre entreprise et qui a consacré tant de sang à sauvegarder dans le monde la liberté.

1. Rapporté par Joseph Schumpeter dans *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*, p. 351, Payot 1951.

Puissions-nous, avant qu'il soit trop tard, rendre aux mécanismes monétaires les tâches que les faibles mains et l'esprit vacillant des hommes ne sont pas, dans l'état actuel des choses, en mesure d'assumer.

TABLE DES MATIERES

PROLOGUE	9
PREMIERE PARTIE. — INTRODUCTION DE L'ETALON DE CHANGE-OR	11
CHAPITRE PREMIER.	
Le diagnostic de juin 1961	13
Un danger pour l'Occident : le gold-exchange standard	20
I. — <i>Le mal</i>	20
II. — <i>Deux pyramides de crédit sur le stock d'or des Etats-Unis</i>	25
III. — <i>Comment sortir du système ?</i>	31
ANNEXE AU CHAPITRE PREMIER.	
Précisions sur l'étalon de change-or	38
CHAPITRE II.	
Le système monétaire de l'Occident peut-il durer ?)	43
I. — <i>L'étalon de change-or et la politique monétaire</i>	45
II. — <i>L'étalon de change-or et le courant de l'histoire</i>	60

DEUXIEME PARTIE. — ESSAIS DE PERSUA- SION	75
CHAPITRE III.	
Prudence et discrétion	77
CHAPITRE IV.	
La conférence de Presse du général de Gaulle ..	89
CHAPITRE V.	
Mon interview à l' « Economist »	97
Le rôle et la règle de l'or	98
CHAPITRE	
Le Temps de l'action	133
I. — <i>Les actes indispensables</i>	137
II. — <i>Une vague durable de prospérité</i>	140
III. — <i>Exorciser le problème de l'or</i>	142
CHAPITRE VII.	
Triffin et moi	145
TROISIEME PARTIE. — L'ENTREE EN SCENE DES EXPERTS	157
CHAPITRE VIII.	
L'environnement	159
CHAPITRE IX.	
Une médication purement symptomatique	167
CHAPITRE X.	
L'erreur de diagnostic décisive : l'insuffisance des liquidités internationales	173
CHAPITRE XI.	
Des plans d'irrigation pendant le déluge	177

CHAPITRE XII.

La mise en oeuvre des directives de Washington. 183

CHAPITRE XIII.

Nathanaël ou l'or-papier 187

CHAPITRE XIV.

Une hérésie économique : le projet de « recyclage » des capitaux exportés 197

QUATRIÈME PARTIE. — « ON AURA LES CONSEQUENCES » 203

CHAPITRE XV.

Une évolution irréversible 205

Lettre à des amis Américains 207

CHAPITRE XVI.

Ce qui doit arriver arrive 215

I. — *Les derniers soubresauts* 216

II. — *Les droits de tirage spéciaux* 228

III. — *L'or* 237

CHAPITRE XVII.

Et maintenant : la précaire hégémonie du dollar 247

I. — *La grande mutation du 17 mars 1968* .. 247

II. — *Une convertibilité précaire* 258

III. — *Les voies du retour à une convertibilité durable* 268

EPILOGUE 277

ACHEVÉ D'IMPRIMER LE
17 MARS 1971 SUR LES
PRESSES DE L'IMPRIMERIE
MOURRAL POUR PLON,
ÉDITEUR A PARIS.

Numéro d'éditeur : 9770.
Numéro d'impression : 4411.
Dépôt légal : 1^{er} trimestre 1971.

« Il semblerait, dit M. Jacques Rueff, que l'Occident s'applique à mettre en oeuvre ce précepte de Lénine : "Pour détruire le régime bourgeois, il suffit de corrompre sa monnaie". »

Comment admettre ce comportement de pays qui — tels les Etats-Unis — ont toujours lutté pour la libre entreprise et la liberté ?

Aussi ce livre s'attache-t-il avec passion à récuser une politique monétaire basée sur l' « étalon de change-or », « les droits de tirages spéciaux » et « le recyclage des capitaux exportés ».

Ce sont pour M. Rueff, qui demeure l'une de nos plus hautes autorités financières, des médications destinées à parer aux manifestations du mal sans s'attaquer à ses causes, et dont la dépréciation du dollar et du sterling, et l'explosion du système monétaire, le 17 mars 1968, ont amplement démontré qu'elles étaient illusoires.

M. Rueff dénonce ici le grand péril d'une monnaie non convertible, véritable néant habillé en monnaie.

Il voit dans la politique qui y a conduit le péché monétaire de l'Occident, un péché contre le bon sens et contre l'esprit.