

KENNETH MOURÉ<sup>1</sup>

# VU DU PONT : L'ÉTALON-OR DE L'ENTRE-DEUX-GUERRES ÉTAIT-IL UN 'RÉGIME' ?

**RÉSUMÉ.** Cet article met en garde contre l'utilisation rigide de la théorie des régimes de change pour expliquer le rôle international de l'étalon-or dans les origines, la transmission et l'ampleur de la Grande Dépression. Contrairement à l'idée selon laquelle les 'principes sous-jacents' au fonctionnement d'un régime international d'étalon-or auraient été déterminants dans les choix politiques et auraient inévitablement entraîné un effondrement des prix mondiaux et la Dépression, l'étude des archives prouve que les intérêts politiques et institutionnels ont eu une influence décisive sur les choix politiques, et que des marges de manœuvre significatives existaient à travers « les chaînes d'or » du régime de l'étalon-or en vigueur dans l'entre-deux-guerres. Porter une plus grande attention aux acteurs de l'histoire évite d'analyser les choix politiques qui ont entraîné la Grande Dépression à travers une lecture déterministe et a-historique. Les erreurs politiques à l'origine de la Dépression étaient le fruit d'un jeu

d'influences politiques, institutionnelles et idéologiques.

Un réexamen des décisions clefs prises pour le fonctionnement de l'étalon-or de 1925 à 1931, qui s'attache particulièrement aux relations importantes qui prévalaient entre la France et la Grande-Bretagne en matière de politique monétaire et de l'or, montre que n'existait pas réellement un consensus sur des règles auxquelles aurait obéi « le jeu de l'étalon-or » ; la Grande-Bretagne viola les conceptions françaises et américaines de ces règles, tout comme la France viola celles des Anglais et des Américains, et la politique menée ne fut déterminée ni par des règles, ni par des principes sous-jacents à un régime d'étalon-or. Interpréter les dérives par rapport aux règles supposées, comme un simple « bruit », fait apparaître les changements de régime plus brutaux et plus inexplicables. De nouvelles politiques se développèrent dans le contexte institutionnel et conceptuel de l'ancien régime, souvent en réaction à

1. KENNETH MOURÉ. Professeur associé, département d'histoire, Université de Californie, Santa Barbara (e-mail : [moure@humanitas.ucsb.edu](mailto:moure@humanitas.ucsb.edu)).

L'auteur souhaite remercier Jean-Charles Asselain, Marc Flandreau et John Majewski pour leurs commentaires sur une précédente version de cet article. Il tient à remercier également The Academic Senate de l'Université de Californie, Santa Barbara, pour le soutien qu'il a accordé à cette recherche, ainsi que le German Marshall Fund of the United States dont la bourse de recherche qu'il lui a octroyé a permis la rédaction de cet article.

La traduction de ce texte a été assurée par la société Architexte.

un sentiment de frustration engendré par les résultats issus de recommandations politiques traditionnelles. Bien plus, la suspension de la convertibilité or pour éviter la dépression fut requise car l'étalon-or était un moyen pour parvenir à une fin, mais non une fin en soi. L'objectif était d'éviter l'inflation qui restait un souci majeur même après que les « chaînes d'or » eurent été rompues. Les économistes qui mettaient en garde contre le risque de déflation généralisée qu'entraînerait la restauration de l'étalon-or, furent déjugés et considérés comme

des « monomaniaques de la monnaie », jusqu'à ce que la question d'une déflation généralisée ne puisse plus être ignorée. L'expérience, dans l'entre-deux-guerres, de l'étalon-or et de régimes de taux de change flottants qui a suivi, est une période importante qui s'est émancipée des conceptions simplistes de l'étalon-or, et qui a expérimenté le recours à une politique monétaire plus active pour assurer une plus grande stabilité des prix, la croissance et l'emploi.

Classification *JEL* : N20 ; N24 ; E42.

L'interprétation de la Grande Dépression de l'entre-deux-guerres a été récemment renouvelée. Rompant avec les thèses anciennes qui voyaient dans l'étalon-or un simple facteur aggravant de la récession mondiale, un nouveau point de vue affirme que l'étalon-or et les politiques qui en découlaient, jouèrent un rôle essentiel dans la contraction de l'activité mondiale. Seul l'abandon de l'étalon-or pouvait ouvrir la voie à la reprise économique (Eichengreen, 1992)<sup>2</sup>. Un système monétaire international qui avait paru fonctionner sans à-coups entre 1880 et 1914, devenait ainsi le facteur clé du mécanisme de transmission de la déflation mondiale. Qu'est-ce qui, précisément, a déclenché cette déflation ? Est-ce la contraction des prêts de la Réserve fédérale en 1928, la politique de restriction du crédit en Allemagne ou bien l'accumulation de réserves d'or en France ? Pour la nouvelle orthodoxie, cette question doit rester en suspens, car tous ces éléments se sont renforcés mutuellement. De manière plus profonde, si ce sont bien les politiques nationales qui ont entraîné une déflation continue (par des actions monétaires et budgétaires), c'est en réalité l'étalon-or qui aurait constitué le régime sous-jacent déterminant ces orientations. L'étalon-or porterait donc la responsabilité de la gravité, de la durée et de l'ampleur mondiale de la crise économique. Pour que la reprise ait lieu, il fallait d'abord se libérer, non seulement de la contrainte extérieure liée aux sorties d'or en suspendant la convertibilité, mais également de l'« ethos » ou du « régime » de l'étalon-or, qui continuaient de peser sur les politiques économiques, même après que les « chaînes d'or » (*golden fetters*) de la convertibilité eurent été rompues.

Il y a quelques années, le concept de régime était en vogue en science politique chez les chercheurs qui s'intéressaient aux systèmes internationaux en tant que variable expliquant la plus ou moins grande tendance à la coopération entre Etats. Ces chercheurs définissaient les régimes comme « des réseaux de règles, de normes et de procédures qui régulent le comportement et en contrôlent les effets » (Krasner, 1982). Vers la même époque, des économistes ont utilisé la termino-

2. Cet ouvrage, dont l'argumentation est synthétisée pp. 12-16, est la référence de cette école de pensée ; voir également Temin (1989 & 1993, pp. 87-102).

logie de régime pour analyser les modifications des anticipations constatées à la fin des périodes d'inflation rapide. En ce sens, le concept de « régime monétaire » s'est trouvé associé aux tenants des anticipations rationnelles par l'importance qu'il donne à la crédibilité de la politique monétaire. Cette approche était de surcroît plus nationale qu'internationale, et souvent étroitement dépendante de la politique budgétaire<sup>3</sup>. Une plus grande attention était accordée à l'anticipation, par les marchés, des résultats de la politique menée qu'à la politique elle-même et à sa formulation, dont la nature aléatoire compliquait l'hypothèse selon laquelle, à l'intérieur d'un régime donné, il existe « des principes sous-jacents déterminant la plupart des actions ». On déduisait alors les changements du régime à partir des tendances des prix, puis on expliquait ces dernières en revenant sur les évolutions de la politique. Or, comme le régime était précisément défini de manière à mettre en évidence son propre changement, le changement lui-même ne pouvait pas être démontré par une lecture rétrospective du processus d'élaboration de la politique. Cette méthode revient à bricoler les résultats souhaités et non à analyser avec soin la politique et les anticipations en tant que processus historiques, afin de déterminer pourquoi tel effet particulier a été produit dans des circonstances susceptibles *a priori* d'en produire plusieurs autres.

Le concept de régime et le rôle qu'il assigne à l'autorité publique sont liés à l'idée que le comportement à l'intérieur d'un régime donné doit être régi, au moins implicitement, par des règles. Il est à noter que l'expression « les règles du jeu » s'imposa à un moment où l'étalon-or de l'entre-deux-guerres semblait menacé et où les dissensions sur la politique à suivre suscitaient un débat autour des « règles » susceptibles de faciliter le fonctionnement du système. Keynes a utilisé cette expression dans *The Economic Consequences of Mr. Churchill* pour souligner qu'en retournant à l'or, en 1925, la Banque d'Angleterre serait « contrainte de réduire le crédit selon toutes les règles du jeu de l'étalon-or », ce qui accentuerait le chômage au Royaume-Uni<sup>4</sup>. Or, dans les faits, la politique n'a été déterminée, ni par des principes sous-jacents, ni par des règles implicites : la Banque d'Angleterre n'a pas été contrainte de restreindre suffisamment le crédit pour faire diminuer les prix au Royaume-Uni. Selon certains observateurs, elle est même allée à l'encontre de la logique de l'étalon-or, provoquant ainsi la chute de la livre, en 1931, et par suite, l'effondrement de ce système. L'expression « les règles du jeu » a toujours enflammé l'imagination des auteurs lorsqu'il s'est agi de ramener de l'ordre dans un jeu qui semblait mal tourner.

On sait depuis longtemps que l'étalon-or n'a pas fonctionné comme un système strict fondé sur des règles, y compris à son apogée. Cherchant à déterminer si les banques centrales avaient appliqué une règle de base, c'est-à-dire si leurs avoirs en monnaie nationale et en devises évoluaient dans la même direction (afin d'accroître l'effet des sorties ou des entrées d'or sur le crédit domestique, et de rétablir ainsi l'équilibre monétaire), Nurkse a constaté que cette règle particulière

3. Voir Sargent (1986), en particulier les chapitres 3 et 4. Pour les définitions données par les économistes qui considèrent les régimes comme des systèmes dans lesquels les règles et procédures applicables aux politiques publiques suscitent des attentes stables, voir « Introduction » dans Eichengreen (sous la direction de, 1992), ainsi que « Introduction » dans Bordo & Capie (sous la direction de, 1994).

4. Voir Keynes (1931), p. 259 de l'original ; c'est Keynes qui souligne.

*n'avait pas*, la plupart du temps, été suivie dans l'entre-deux-guerres<sup>5</sup>. Bloomfield a réitéré cet examen pour la période classique de l'étalon-or et est parvenu à la même conclusion<sup>6</sup>. À l'évidence, les « règles du jeu » doivent être considérées comme des outils conceptuels et non comme des éléments déterminant la pratique réelle, à une époque qui se caractérisait par les réticences des autorités monétaires nationales à se retrouver liées par des accords internationaux. À propos de la période 1880-1914, Eichengreen a estimé « qu'à aucun moment, les banques centrales n'ont respecté mécaniquement les règles du jeu »<sup>7</sup>, ce qui suggère que les règles posent problème en tant que métaphore du fonctionnement de l'étalon-or. Les responsables des banques centrales disposaient d'une marge de manœuvre considérable dans l'élaboration de la politique monétaire, tant avant 1914 qu'entre les deux guerres.

Dans son étude des « règles du jeu » à l'intérieur du système monétaire international, Kenneth Dam décrit les années qui séparent les deux guerres mondiales comme « une passerelle entre la période de l'étalon-or auto-régulé d'avant 1914 et la période du système de Bretton Woods, après 1945 ». Cette formulation indique l'existence de deux périodes stables, séparées par une zone de turbulences, plutôt qu'une cohérence dans l'évolution entre ces deux périodes<sup>8</sup>. De son côté, « l'angle historique » adopté plus récemment par McKinnon ne cherche même pas à identifier les règles de l'entre-deux-guerres et saute allègrement de 1913 à 1945<sup>9</sup>. Néanmoins, l'entre-deux-guerres peut être considéré moins comme un hiatus entre deux périodes de stabilité, que comme une importante période de transition. En raison de la portée historique des stratégies réputées inadaptées qui furent mises en œuvre dans cette période – stratégies qui ont entraîné la Grande Dépression et les bouleversements politiques qui conduisirent à la guerre en 1939 – l'évolution des politiques sur cette période devrait constituer un pan incontournable de l'histoire du xx<sup>e</sup> siècle.

Règles et régimes fournissent des cadres conceptuels à l'intérieur desquels on peut évaluer les stratégies et les anticipations. Ils mettent en lumière les types de comportement qui ont engendré la cohérence systémique au lieu de l'anarchie. Mais ils peuvent toutefois brouiller la compréhension historique si on prend pour hypothèse que ce sont eux-mêmes, plutôt que les individus, qui ont déterminé les choix, que les acteurs ont été entraînés dans un jeu joué selon des règles communément acceptées et comprises, et que les actions sortant du cadre de ce régime étaient simplement du *bruit*. Ecarter certaines stratégies historiques comme contraires à ce que le « régime » (ou l'argumentation de tel auteur) prescrit, rend les changements plus soudains et plus difficiles à expliquer. De nouvelles stratégies ont eu tendance à voir le jour à l'intérieur du cadre institutionnel et conceptuel ancien, souvent par déception envers ce qui était, jusque là, communément accepté. Prêter davantage attention aux acteurs peut éviter d'envisager les

5. Société des Nations (1944), pp. 66-88.

6. Bloomfield (1959), pp. 47-51 ; ces études, qui s'appuient sur des données annuelles, sont approximatives mais néanmoins révélatrices.

7. Eichengreen (1992), p. 65 ; après Bloomfield, de nombreux observateurs ont fait des commentaires analogues ; voir, par exemple, Scammell (1965).

8. Voir Dam (1982), p. 41.

9. McKinnon (1993 & 1996 pp. 39-40).

décisions à travers un déterminisme anachronique qui rend l'évolution des politiques plus difficile à cerner (voire non pertinente) et les changements de ces politiques plus difficiles à expliquer. Une telle attention peut également rétablir les responsabilités des acteurs concernés, qu'il s'agisse d'individus ou d'institutions. Pour un historien qui cherche à appréhender la relation entre l'étalon-or et les décisions qui ont débouché sur la Grande Dépression, une bonne partie de l'intérêt réside dans la diversité des possibilités offertes par les défis économiques auxquels les décideurs étaient confrontés, et dans la difficulté qu'il y a à déterminer les raisons pour lesquelles certaines stratégies plutôt que d'autres ont été choisies. Si l'on abandonne les règles et les régimes abstraits pour la réalité des faits, du langage, des perceptions et des motivations des parties prenantes, obtient-on un tableau différent de l'étalon-or dans l'entre-deux-guerres ?

Pour pouvoir se convaincre que c'est l'« orthodoxie de l'étalon-or » qui a historiquement déterminé la politique, il est nécessaire de rechercher les preuves de cette assertion dans les archives et les documents relatifs aux actions des autorités publiques. Dans cette optique, un examen approfondi de plusieurs décisions-clés concernant la formulation de la politique de l'étalon-or au Royaume-Uni et en France de 1925 à 1931, s'attachant notamment à cerner l'influence américaine, peut permettre d'examiner les règles et régimes qui ont guidé les autorités. En effet, les relations franco-britanniques ont joué un rôle crucial dans le destin de l'étalon-or entre les deux guerres. En Grande-Bretagne, la surévaluation de la monnaie, en 1925, a accru la nécessité d'une adaptation structurelle de l'économie et d'une baisse du niveau des prix générant alors des pressions spéculatives croissantes sur la livre sterling. De plus, les capitaux qui avaient quitté la France avant la stabilisation du franc, avaient, pour l'essentiel, gagné Londres et leur retour, accompagné de fonds étrangers à la recherche de plus hauts rendements, fit augmenter les balances sterling détenues en France au point de menacer la convertibilité au Royaume-Uni. La politique française devenait ainsi essentielle pour la stabilité de l'ensemble du système.

L'exploration des archives suggère deux restrictions de taille aux tentatives d'interpréter l'étalon-or de l'entre-deux-guerres comme un « régime ». Premièrement, il n'existe pas de preuve de l'existence de règles claires au sein de l'étalon-or sur cette période, au-delà de la contrainte extérieure par laquelle les sorties d'or nécessitaient un certain changement de politique afin d'éviter l'épuisement des réserves. L'expression « les règles du jeu » s'est répandue, nous l'avons vu, à un moment où des règles paraissaient indispensables pour réorganiser les choix. Les politiques n'étaient pas déterminées par des régimes. Les grands pays mettaient en œuvre des stratégies compatibles avec leurs intérêts propres, en n'accordant qu'une attention marginale à l'incidence de ces mesures sur le système international. La confiance dans l'étalon-or en tant que mécanisme d'ajustement tenait une place majeure dans ces stratégies, mais ce sont les décisions prises à l'échelon national, et non le « régime » international, qui ont provoqué la Grande Dépression. Deuxièmement, il semblerait que, pour échapper à la crise, il fallait faire plus que briser les « chaînes » de la convertibilité, non parce qu'un *ethos* de l'étalon-or continuait de déterminer la politique, mais parce que ces chaînes étaient considérées comme une limitation nécessaire, indépendamment de la confiance

dans l'étalon-or. Celui-ci était un moyen de parvenir à une fin, et non une fin en soi. L'un des objectifs-clés de la politique monétaire et budgétaire, y compris au plus fort de la Grande Dépression, resta toujours d'empêcher l'inflation.

## Le retour à l'or

À la veille de la première guerre mondiale, un étudiant demanda à Edwin Cannan, professeur d'économie politique à la *London School of Economics*, à quoi servait le métal jaune dans le système de l'étalon-or. Il obtint la réponse suivante : « Jeune homme, cela sert à compenser la stupidité des banquiers. »<sup>10</sup> Du fait de la convertibilité de l'or, les banques centrales étaient contraintes, dans l'élaboration de la politique monétaire, d'accorder la priorité au solde extérieur par rapport à l'activité intérieure. La contrainte extérieure (sorties d'or) imposait automatiquement une discipline, en vertu de laquelle les banques centrales pouvaient décider d'une certaine stratégie en fonction de la constellation des pressions monétaires, financières et politiques, et des intérêts en jeu à l'intérieur de leur cadre national et institutionnel<sup>11</sup>. Quant à la « stupidité » dont parlait Edwin Cannan, il s'agissait des politiques de crédit inflationniste. De fait, en 1914, c'est bien pour libérer la politique monétaire afin de financer la guerre qu'on avait suspendu la convertibilité or. L'inflation qui en résulta convainquit les décideurs, en particulier les responsables des banques centrales, qu'on ne pouvait pas faire confiance à l'Etat pour orienter la politique monétaire. Aux yeux de ces responsables, il fallait donc rétablir l'étalon-or pour redonner le pouvoir monétaire à des banques centrales indépendantes du politique, réinstaurer des taux de change stables et empêcher la montée de l'inflation. Une certaine dose de pouvoir discrétionnaire était souhaitable pour trouver un équilibre entre les objectifs intérieurs et extérieurs lorsque ceux-ci entraînent en conflit.

L'inflation induite par la guerre et la nouvelle répartition des réserves d'or mondiales, dorénavant concentrées aux Etats-Unis<sup>12</sup>, faisaient redouter qu'un retour général à l'or ne crée des pressions déflationnistes. Les résolutions de la conférence de Gênes proposèrent alors que les instituts d'émission gèrent le crédit afin d'empêcher « des fluctuations injustifiées du pouvoir d'achat de l'or ». Cependant, elles précisaient également : « Il n'est pas envisagé [...] que le pouvoir discrétionnaire des banques centrales soit entravé par des règles précises, quelles qu'elles soient, conçues à cette fin ». La collaboration entre banques était présentée comme le meilleur moyen de gérer les problèmes au fur et à mesure qu'ils se présenteraient<sup>13</sup>. L'étalon-or fut déclaré « la seule référence commune

10. Cet étudiant était William Adams Brown Jr., voir Brown (1949).

11. Voir Eichengreen (1998), pp. 28-30.

12. Les mesures des réserves mondiales d'or monétaire sont imprécises, mais l'évolution des réserves des Etats-Unis apparaît clairement dans les statistiques de la Réserve fédérale. Ainsi, les Etats-Unis détenaient 26,5 % des réserves d'or mondiales en décembre 1913. En décembre 1918, cette proportion était passée à 39 % sur un total beaucoup plus important (augmentation des réserves suite au retrait des pièces d'or de la circulation pendant la guerre) et à 45,6 % en décembre 1924 ; voir Board of Governors of the Federal Reserve System (1943), p. 536.

13. Les résolutions de la conférence de Gênes ont été rédigées par les délégués britanniques, principalement par R.G. Hawtrey ; voir Howson (1985), pp. 153-155.

que tous les pays européens pouvaient dorénavant accepter d'adopter ». Il établissait un lien-clé entre la nécessité d'équilibrer les budgets et celle de maintenir la stabilité des monnaies, dans les deux cas, *via* la discipline instaurée par les sorties d'or. L'étalon-or gagnait en importance dans la mesure où, après la guerre, il apparaissait comme « la seule prophylaxie contre le fléau des monnaies fiduciaires. »<sup>14</sup>

Les critiques qui proposaient des systèmes de monnaie dirigée pour empêcher la déflation étaient qualifiés « de monomaniaques de la monnaie ». Montagu Norman, gouverneur de la Banque d'Angleterre, affirma qu'il ne lirait pas *A Tract on Monetary Reform* de John Maynard Keynes car il savait que l'objet de cet ouvrage était « globalement inflationniste »<sup>15</sup>. De l'avis de M. Norman, l'étalon-or était « le meilleur 'gouverneur' possible pour un monde encore humain et non divin »<sup>16</sup>. Benjamin Strong, gouverneur de la Réserve fédérale, avait, lui, lu Keynes et approuvé une grande partie de ce qui figurait dans *A Tract on Monetary Reform*. La « monnaie dirigée » évoquée dans cet ouvrage ne lui semblait pas très différente de l'étalon de change-or. « Je pense qu'un commentaire juste de l'attitude de Keynes consiste à dire que celui-ci croit à une 'monnaie dirigée' ; il aimerait bien diriger notre monnaie [...] mais, jusqu'ici, nous avons réussi à le faire avec assez de succès, et notre réponse à M. Keynes sera la suivante : dirigez votre propre monnaie et nous dirigerons la nôtre »<sup>17</sup>. Cette déclaration ne traduisait pas une foi servile en l'étalon-or en tant que mécanisme d'ajustement automatique, mais plutôt la croyance que des taux de change stables et la maîtrise de l'inflation étaient les fondements essentiels des échanges et des paiements internationaux. À cette fin, l'étalon-or apparaissait comme le moyen le plus fiable et le plus communément accepté<sup>18</sup>.

Au Royaume-Uni, le retour à l'or, en avril 1925, constitua l'étape majeure de la reconstitution de l'étalon-or, puisqu'il s'agissait là du retour à la convertibilité sur la place financière la plus importante au monde. Dans le même temps, se posait le problème le plus manifeste de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres : la surévaluation de la livre. Cette décision fut bien plus que « l'écume sur la surface des vagues économiques mondiales »<sup>19</sup> : elle affaiblissait le système de l'étalon-or en son cœur même. Les discussions qui débouchèrent sur cette décision sont révélatrices de la façon dont ce système était censé opérer. Le débat ne porta point sur

14. C'est la description que donne Keynes (1930), pp. 290-291.

15. Shepard Morgan à Benjamin Strong, 23 janvier 1924, voir Central Records Office, Federal Reserve Bank of New York [désigné ci-après par FRBNY], Strong Papers, 320.24.1.

16. Réponse du gouverneur Norman au « Churchill Exercise », dans Moggridge (1972), p. 272.

17. Strong à Shepard Morgan, 16 février 1924 ; FRBNY, Strong Papers, 320.24.1. Strong n'appréciait pas l'argument de Keynes relatif à l'aggravation de l'inflation aux États-Unis. Voir également les commentaires de Benjamin Strong concernant Keynes et son exaspération face aux « divagations de ces inflationnistes », Benjamin Strong à Carl Snyder, 4 février 1924 ; FRBNY, Strong Papers, 329.45.4.

18. La monnaie dirigée était considérée comme « synonyme d'inflation », alors que l'étalon-or, « quelles que soient ses imperfections, imposait confiance « dans l'ensemble du monde civilisé ». « Si l'étalon-or ne réussit pas à permettre une stabilité totale », expliquait le mémorandum du Trésor britannique accompagnant le projet de loi sur l'étalon-or (*Gold Standard Bill*), « son adoption est néanmoins le moyen le plus simple et le plus direct d'obtenir un haut degré de stabilité. Il n'est pas prouvé qu'aucun autre étalon donnerait d'aussi bons résultats. Tous les pays qui ont réussi à ramener la stabilité et la confiance dans leur monnaie après les perturbations de ces dix dernières années l'ont fait en recourant à l'or ».

Cité dans Moggridge (1972), p. 85.

19. Temin (1989), p. 16.

des règles puisqu'on présumait que l'étalon-or fonctionnerait efficacement par lui-même. Le *mode* de fonctionnement n'était pas un problème<sup>20</sup>, ce qui rendait donc inutile l'adoption de règles. Keynes affirma alors que les conseillers du chancelier de l'Echiquier, Winston Churchill, avaient fait une erreur en recommandant à celui-ci de rétablir la parité or de la livre à son niveau d'avant-guerre, et que les « règles du jeu » nécessiteraient une déflation au Royaume-Uni, qui ne pourrait être obtenue qu'au prix d'une aggravation du chômage<sup>21</sup>. Churchill avait mis ses conseillers en demeure de s'expliquer précisément sur ce point, en leur demandant sans ambages si une telle décision sacrifierait les intérêts de l'industrie par rapport à ceux de la finance, et si les politiques financières et monétaires mises en œuvre au Royaume-Uni depuis la guerre en vue d'un retour à l'or étaient responsables du chômage chronique qui touchait 1,25 million de Britanniques en 1925<sup>22</sup>.

Le gouverneur Norman répondit que les avantages du crédit à bon marché étaient nettement surestimés. Bien évidemment, rétablir la convertibilité nécessiterait l'adoption d'un taux directeur élevé, mais il n'y avait pas d'alternative à l'or « de l'avis des personnes raisonnables et cultivées »<sup>23</sup>. D'autres conseillers avaient plus de foi dans la politique du crédit à bon marché et plus d'inquiétude face aux ravages du chômage, mais ils pensaient qu'à plus long terme, la stabilisation du change et des finances britanniques, une fois qu'on serait revenu à l'or, réduirait le nombre des sans-emploi. Ils redoutaient particulièrement les conséquences négatives d'un échec du retour à l'or, au moment même où le taux de change se trouvait si proche de sa parité d'avant-guerre (le cours de la livre était remonté à moins de 2 % du pair, par anticipation du retour à l'or). Et puis, ces conseillers comptaient sur la hausse des prix aux Etats-Unis qui serait venue combler l'écart avec les prix britanniques, parant ainsi à la nécessité d'une déflation supplémentaire au Royaume-Uni<sup>24</sup>. Certains administrateurs, y compris au sein de la Banque d'Angleterre, s'opposaient à un retour définitif de l'or au pair avant que l'expérience eût démontré qu'un tel niveau fût tenable<sup>25</sup>. Mais ces objections furent balayées et le Royaume-Uni renoua avec l'or en espérant que le système fonctionnerait de manière à atténuer les pressions et à rétablir l'équilibre.

Le retour de la livre à un niveau proche du pair d'avant-guerre résultait d'une coordination des stratégies de Montagu Norman et du gouverneur Strong, qui désiraient tous deux affermir le change de la livre. En 1924-25, les Etats-Unis avaient mené une politique monétaire expansionniste afin de faciliter la sortie d'une récession modérée, mais aussi pour aider la livre à renouer avec l'or. Au

20. Le processus d'ajustement a été traité de manière superficielle dans le rapport intermédiaire Cunliffe, en 1918.

21. Keynes, « The Economic Consequences of Mr. Churchill ».

22. Ces questions ont été posées à plusieurs conseillers dans un document connu sous le titre « Mr. Churchill's Exercise », 29 janvier 1925 ; voir également « Churchill to Niemeyer », du 22 février 1925. Ces deux documents se trouvent aux archives publiques de Londres (*Public Record Office*) [désignées ci-après par PRO], T 172/1499B, et ont été étudiés en détail dans Moggridge (1972), pp. 64-79.

23. Réponse de Montagu Norman à Winston Churchill, 2 février 1925 ; reproduite dans Moggridge (1972), pp. 270-272.

24. Moggridge (1972), pp. 90-91. Dans son étude des discours des présidents des banques de compensation londoniennes, en février 1925, Keynes met en garde contre le fait de présumer que la politique américaine répondrait aux attentes britanniques ; voir « The Speeches of the Bank Chairmen (1924-1927) », dans *Essays in Persuasion*, p. 235. Pour un exposé précis de l'évolution des idées de Keynes concernant le retour à l'or, voir Moggridge (1992), ch. 17.

25. Voir Sayers (1976), pp. 141-152 ainsi que Boyce (1987), pp. 71-72.



début de l'été 1927, Benjamin Strong expliquait à Charles Rist qu'il avait, pendant cette époque, engagé « une véritable politique d'inflation en maintenant à un niveau très bas le taux de son escompte précisément en vue de forcer l'Angleterre à revenir le plus tôt possible à l'étalon d'or »<sup>26</sup>. Une fois que la livre était retournée à l'étalon-or, la politique des Etats-Unis avait été déterminée par les seuls besoins intérieurs, même si Strong allait assouplir les taux d'intérêt pour réduire les pressions qui pesaient encore sur la livre. Mais en présumant que les prix augmenteraient aux Etats-Unis, les conseillers britanniques sous-estimaient le problème d'ajustement auquel leur économie allait être confrontée. Lorsque la livre fut revenue à l'or, les pressions intérieures empêchèrent le relèvement du taux directeur en vue de faire baisser les prix. En pratique, les critiques formulées par le Trésor et la presse britanniques à l'égard d'un relèvement des taux paralysèrent le taux directeur. Ainsi, Montagu Norman s'opposa aux réductions des taux, afin d'échapper aux reproches qui lui seraient adressés lors de hausses subséquentes, et évita les hausses, à moins d'y être acculé<sup>27</sup>. Au lieu d'utiliser son taux directeur de manière souple, caractéristique de sa gestion avant-guerre, la Banque d'Angleterre élaborera d'autres instruments pour favoriser l'ajustement de la balance des paiements<sup>28</sup>.

La France et la Belgique ne suivirent pas l'exemple du Royaume-Uni et sous-évaluèrent leur monnaie en vue d'assurer le succès de la stabilisation. Une tentative infructueuse de stabilisation du franc belge à 107 francs pour une livre, au début de 1926, convainquit les autorités que la sous-évaluation faciliterait les choses. Ce fut chose faite en octobre 1926, à 175 francs par livre. Montagu Norman et Benjamin Strong étaient tous deux en faveur de cette sous-évaluation<sup>29</sup>. En France, la monnaie fit un plongeon spectaculaire en juillet 1926, puis se rétablit à mesure que le gouvernement d'union nationale de Raymond Poincaré ramenait l'ordre et la confiance sur les marchés financiers. En décembre 1926, le franc fut de fait stabilisé à 122 francs pour une livre, évitant ainsi une débâcle économique, avant que le nouveau franc soit inscrit dans le loi quelques 18 mois plus tard, à 124 francs. En 1928, des déclarations publiques soigneusement calibrées indiquaient que les prix français étaient au même niveau que les prix mondiaux. Cependant, des notes internes montrent que les économistes de la Banque de France préconisaient une sous-évaluation du franc depuis 1926, en vue de minimiser l'ajustement de l'économie à la stabilisation monétaire. En juin 1928, ces notes admettaient qu'en France, les prix étaient inférieurs à ceux en vigueur au Royaume-Uni, et estimaient que ce niveau de prix pourrait être maintenu, peut-être indéfiniment, citant à l'appui le cas belge<sup>30</sup>. Le problème-

26. Rist, « Aide-mémoire des conversations du 29 et 30 juin entre M. Rist, M. Strong et M. Harrison », 1er juillet 1927 ; une copie de ce document se trouve également dans Archives de la Banque de France [désignées ci-après par BdF], BdF, 1397199403/181 ; voir également Clarke (1967), pp. 85-96.

27. Voir Sayers (1976), pp. 217-219, et Balderston (1995), pp. 172-174.

28. A propos de la politique monétaire britannique pendant cette période, voir Sayers (1976), chapitre 9 ; Howson (1975), chapitre 3 ; Moggridge (1972), chapitres 7-9.

29. Voir Van der Wee & Tavernier (1975) et Meyer (1970), notamment pp. 37-38.

30. Voir Mouré (1996), pp. 137-153. Pour une opinion contraire, voir Sicsic (1992). Pour une étude plus étendue des stratégies politiques et économiques menées par Poincaré dans le cadre de sa politique de stabilisation, voir Mouré (1998), pp. 58-92.

clé, aux yeux de la Banque de France, n'était pas d'assurer la parité des prix, mais d'éviter l'inflation. Les *revalorisateurs* arguaient qu'une appréciation supplémentaire du franc était nécessaire pour empêcher que l'inflation porte les prix en France aux niveaux mondiaux. De leur côté, les *stabilisateurs* affirmaient officiellement que les prix en France étaient au même niveau que les prix mondiaux, tout en indiquant en privé que ces prix légèrement inférieurs ne devaient pas augmenter. À l'étranger certains observateurs faisaient l'éloge de cette stabilisation, considérant qu'un ajustement s'ensuivrait automatiquement et que celui-ci passerait plus facilement par une hausse que par une baisse des prix<sup>31</sup>. Ces déclarations montraient que l'on croyait fermement à la capacité de l'étalon-or à ajuster sans douleur monnaies et balance des paiements. Cette confiance se révéla cependant injustifiée, le rythme du retour à l'or accentuant les pressions pesant sur un système international qui ne parvenait plus guère à remédier à ses propres déséquilibres.

En renouant avec l'or, la Banque de France rejetait l'étalon de change-or, pourtant recommandé dans les résolutions de Gênes comme moyen d'économiser des réserves peu abondantes, prolongement de la pratique d'avant-guerre des banques centrales de second rang, qui consistait à détenir des devises-or comme réserves, en lieu et place du métal jaune<sup>32</sup>. Au vu de l'accroissement massifs des avoirs en livre que la Banque de France accumula au lendemain de 1926, certains, au sein de l'institut d'émission français, étaient convaincus que ces balances sterling n'étaient pas réellement convertibles en or, mais représentaient un crédit accordé à la place de Londres. Et les banques centrales qui détenaient des réserves en sterling ne s'appuyaient nullement sur l'étalon-or, ni même sur l'étalon de change-or<sup>33</sup>. En faisant revenir le franc à l'or, la Banque de France déclara qu'il « ne saurait être question d'adopter un système monétaire condamné par l'expérience des dernières années, la politique de stabilité de fait de la Banque de France n'étant pas autre chose que l'application intégrale du *gold exchange standard* »<sup>34</sup>. Longtemps méfiant à l'égard des « principes de Gênes », Benjamin Strong avait, lui aussi, rejeté l'étalon de change-or qu'il considérait à présent comme « exclu pour tout grand pays »<sup>35</sup>. Sur les trois principaux instituts d'émission qui géraient l'étalon-or entre les deux guerres, seule la Banque d'Angleterre croyait encore à l'étalon de change-or et, même au sein de cet organisme, H.A. Siepmann, directeur du service des banques centrales et principal correspondant des instituts européens, s'inquiétait de l'incapacité du système à traiter « le risque de catastrophe »<sup>36</sup>. Ses craintes se révélèrent fondées.

Avec un franc sous-évalué et de vastes réserves d'or et de change, la Banque de France aurait dû être bien placée pour jouer selon les règles si celles-ci avaient été claires. Après que la stabilisation du franc fut entrée dans la loi, en 1928, elle

31. Mouré (1996), pp. 149-151.

32. Lindert (1969).

33. Voir la correspondance échangée par Pierre Quesnay et H.A. Siepmann ; Archives of the Bank of England [désigné ci-après par BoE], Londres, OV48/1 et Paris, Archives Nationales [désignées ci-après par AN], 374 AP 9.

34. « Méthodes propres à assurer le maintien de la stabilité du franc », juin 1928 ; AN 374 AP 8.

35. FRBNY, Strong Papers, discussions de mai à juillet 1928, 1000.9 ; Strong à Norman, 30 août 1927, dans FRBNY, Strong Papers, 1116.7/1, et S.V.O. Clarke, 1967, pp. 36-40, 135-136.

36. Siepmann à Strakosch, 9 novembre 1927 ; BoE, OV48/1.

continua d'importer de l'or afin de porter son taux de couverture à plus de 40 % des exigibilités, reconstituant ainsi son stock d'avant-guerre (le taux de couverture obligatoire de la Banque de France était alors de 35 % ; si les avoirs de change sont pris en compte, ce taux était de 62,8 % en juin 1928)<sup>37</sup>. Par la suite, la Banque de France continua d'accumuler l'or, un peu moins délibérément mais avec tout autant de succès, en 1929 et 1930, et son taux de couverture atteignit 53 % à la fin de 1930. Comme l'entrée ne s'accompagnait pas d'une augmentation des contreparties (effets ou exigibilités à vue), on accusa la France de « stériliser » le métal qu'elle importait. La Banque de France répondit que cet or était entré (en 1930) dans le pays, suite au libre jeu de l'étalon-or et d'un excédent de la balance des paiements, et qu'il pourrait en sortir librement, sans qu'elle-même ait à intervenir pour faciliter ou empêcher ce mouvement<sup>38</sup>. La principale préoccupation étant d'éviter une hausse des prix, la Banque se trouva à deux doigts de recourir à des opérations d'*open market* en janvier 1930 (pour resserrer le marché du crédit par des achats)<sup>39</sup>.

Au cours des deux années suivantes, la Banque de France ajouta 30 milliards d'or à son encaisse, portant ainsi son taux de couverture à 77 % fin 1932. Au Royaume-Uni, où la fuite de l'or était durement ressentie, on en rejetait la responsabilité sur la politique française. Par la suite, les analystes se sont accordés pour affirmer que la France avait fait peu pour empêcher un assèchement des réserves mondiales, accentuant le phénomène de contraction, responsable de la crise<sup>40</sup>. Il est clair qu'en accumulant de l'or, la France absorbait une grande partie du stock mondial, de 11,6 % à 27,3 % de l'ensemble des réserves officielles totales (GRAPHIQUES 1 et 2). Or, du point de vue systémique, il n'y avait pas plus d'obligation forçant la France à importer de l'or, que de règle l'empêchant de le faire. Au départ, la Banque de France avait effectivement souhaité acheter de l'or, puis, lorsque cet afflux commença à poser problème (susitant à la fois les critiques de l'étranger et une hausse des prix en France), elle affirma qu'elle n'avait pas les moyens de le contrer. Après que la livre eut décroché de l'or, la Banque de France continua d'acheter du métal jaune, cette fois pour réduire ses avoirs en devises.

La stratégie française consistait donc à se prémunir de l'inflation, considérée comme la menace la plus grave pour la stabilité monétaire, tout en reconstituant les réserves d'avant-guerre. Les autorités françaises restaient de marbre face au danger, souligné par les Américains et les Britanniques, de voir la reconstitution des réserves d'or européennes faire baisser les prix mondiaux et provoquer une récession prolongée<sup>41</sup>. Pour la France, l'étalon-or était nécessaire à la fois pour

37. Albert Aftalion, « Les causes et les effets des mouvements d'or vers la France », 9 octobre 1930 ; Service des Archives économiques et financières [designé ci-après par SAEF], Paris, B 32316 ; voir également l'explication donnée par Rist à Strong à propos de la politique des taux d'intérêt élevés, « Aide-mémoire des conversations du 29 et 30 juin entre M. Rist, M. Strong et M. Harrison », 1er juillet 1927 ; AN 374 AP 6.

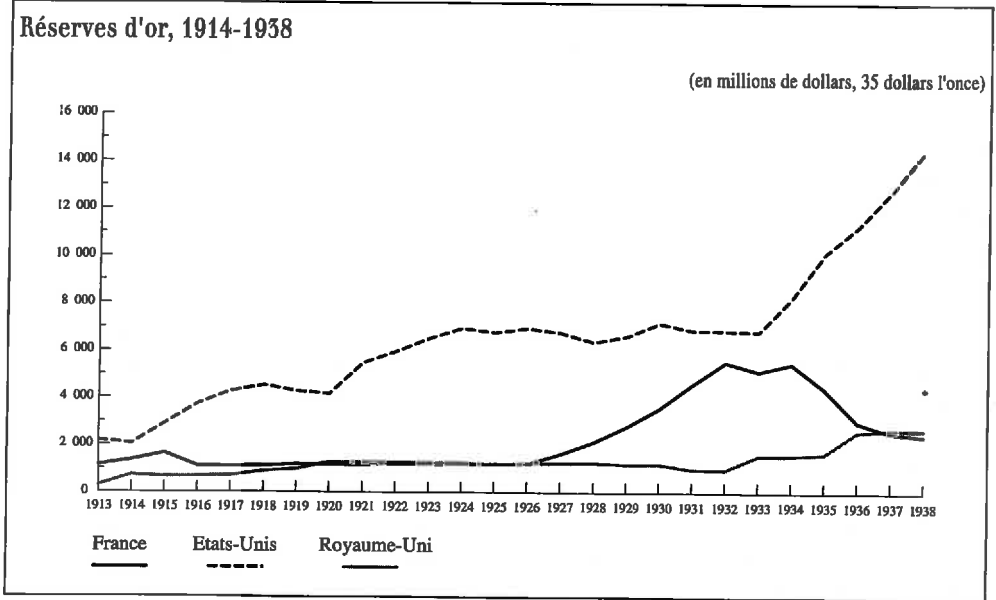
38. Mouré (1998), pp. 137-140, pp. 175-176.

39. Mouré (1998), pp. 227-228.

40. L'argument le plus extrême selon lequel c'est la politique française relative à l'or qui provoqua la crise est présenté par Johnson (1997).

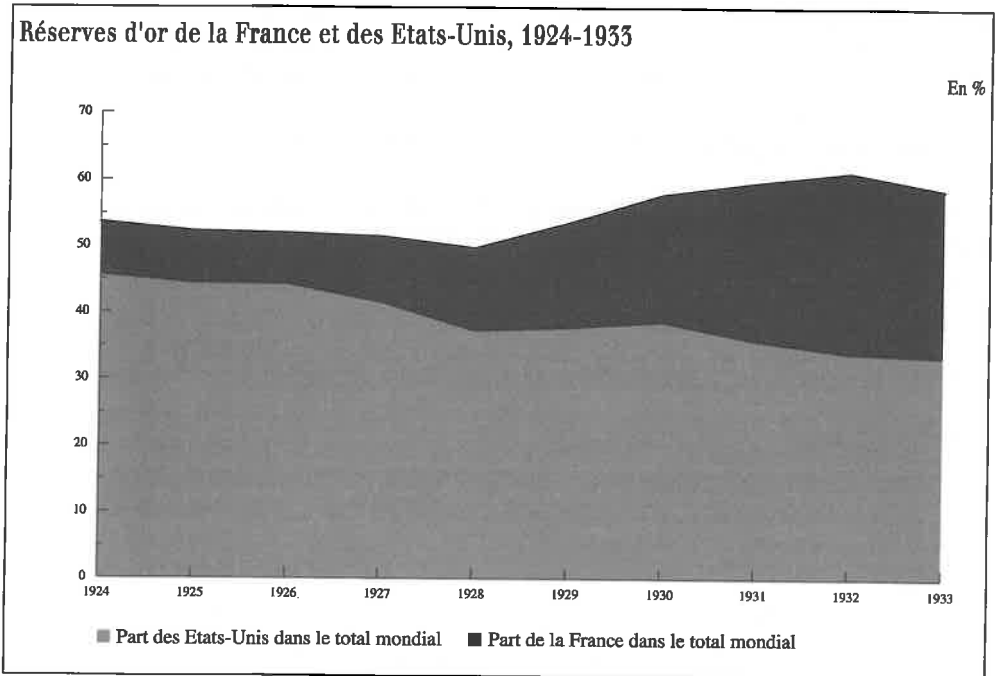
41. En 1927, le banquier américain Russell Leffingwell prenait note de l'opposition de Rist à l'idée de monnaie dirigée, sans prendre conscience que « le franc français est aujourd'hui une monnaie dirigée et que c'est la gestion du franc par la Banque de France qui est à l'origine des difficultés récentes sur les marchés monétaires... Il ne voit aucune solution de remplacement à l'étalon-or classique, même à titre de mesure transitoire. Fasse le ciel qu'il change d'avis ! » Leffingwell à Lamont, 12 juillet 1927 ; Russell C. Leffingwell Papers [RCL], Sterling Library, Yale University, New Haven, carton 4, dossier n° 83.

GRAPHIQUE 1



Source : *Banking and Monetary Statistics* (Washington, D.C. : Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943), tableau 160, pp. 544-555.

GRAPHIQUE 2



Source : *Banking and Monetary Statistics* (Washington, D.C. : Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943), tableau 160, pp. 544-555.

fixer les taux de change *et* pour pénaliser (par des sorties d'or) les politiques monétaire et budgétaire risquant à la longue d'être inflationnistes. La « règle » pour lutter contre ces sorties d'or était de relever les taux d'intérêt et de limiter l'accès au crédit. Les entrées d'or n'imposaient, quant à elles, aucun changement de politique, puisqu'elles étaient le signe d'une politique erronée dans le pays d'où provenait le métal. En cherchant à faciliter l'accès au crédit et à favoriser l'activité par le maintien d'un taux d'escompte artificiellement bas, comme en s'engageant dans des opérations d'*open market* expansionnistes, la politique britannique et américaine, aux yeux des Français, allait délibérément à l'encontre de la logique d'ajustement de l'étalon-or et se traduisait par un « abus de crédit » systématique responsable *in fine* de la dépression.

L'or importé par la France provenait principalement de Londres et posait des problèmes qui furent à l'origine d'entretiens bilatéraux en 1930 et 1931. Pour le Trésor britannique, il s'agissait davantage d'une question technique que d'une affaire de respect des règles. En l'absence d'opérations d'*open market*, le seul moyen de lutter contre la pénurie chronique de monnaie qui sévissait en France depuis la stabilisation de 1926 consistait, aux yeux des Britanniques, à importer de l'or. L'immobilisation par le Trésor français d'importantes balances sterling aggravait en outre cette pénurie. Pour les autorités françaises en revanche, ces entrées d'or tenaient à l'excédent de la balance des paiements française et au trop faible différentiel de taux d'intérêt entre Londres et Paris<sup>42</sup>. Les responsables de la Banque de France étaient catégoriques : faute de taux d'intérêt plus élevés à Londres, les banques françaises étaient bien obligées de rapatrier les livres sterling qu'elles avaient engrangées du fait de l'excédent de la balance des paiements française<sup>43</sup>. Et d'ajouter que les opérations d'*open market* au Royaume-Uni bloquaient, quant à elles, le processus normal d'ajustement : « La Banque d'Angleterre pratique pour de multiples raisons... une politique qui est en contradiction avec les disciplines de l'étalon d'or et, à tout prendre, il y a moins d'arbitraire ici que de l'autre côté de la Manche. »<sup>44</sup>

Les efforts de stabilisation des changes indispensables à la reconstitution de l'étalon-or s'étaient accompagnés d'une priorité accordée aux préoccupations nationales vis-à-vis des enjeux internationaux. C'était prendre pour hypothèse que le système d'étalon-or finirait par atteindre de lui même un équilibre capable de satisfaire toutes les parties, sans examiner de près la manière dont cet ajustement se produirait. Le besoin d'ajustement se trouvait donc accru, sans que l'on se préoccupât des moyens. Or, le *credo* implicite selon lequel la gestion d'une politique intérieure en fonction d'intérêts nationaux déboucherait sur un système international harmonieux était erroné. Du fait des nombreux changements survenus depuis 1914, les préoccupations intérieures exigeaient une plus grande attention de la part des gouvernements et des banques centrales, affaiblissant d'autant la

42. Voir l'exposé des faits dans Mouré (1998), pp. 140-150.

43. Lacour-Gayet à Rueff, 9 janvier 1931 et « Observations sur la note de Sir Frederic Leith Ross [sic] », BdF, 1397199403/2. Les banques centrales n'ont pas participé directement à ces discussions.

44. Pierre Ricard, « Note sur la position relative du problème de l'or entre l'Angleterre et la France », 8 janvier 1931 ; BdF, 1397199403/2.

priorité jadis donnée au solde extérieur<sup>45</sup>. Comment le système de l'étalon-or aurait-il pu, à lui seul, corriger les déséquilibres qui existaient entre les monnaies lors du retour à la parité de ces dernières ?

## L'effondrement

Lorsque la crise financière éclata en Europe centrale, en 1931, la fuite des capitaux fut accompagnée de graves tensions diplomatiques. Montagu Norman considérait les crédits accordés par les banques centrales à l'Autriche et à l'Allemagne comme des expédients : il s'agissait pour lui de palliatifs destinés à trouver le temps nécessaire pour traiter des problèmes fondamentalement politiques<sup>46</sup>. Après que les banques centrales eurent accordé un crédit de 100 millions de dollars à la Reichsbank, en juillet 1931, une conversation avec Hans Luther, président de l'institut d'émission allemand, convainquit Norman que l'octroi de crédits supplémentaires serait pire qu'inutile, et ne ferait qu'accroître la dette allemande sans résoudre les problèmes politiques responsables de la crise<sup>47</sup>. Lorsque les banques berlinoises suspendirent leurs opérations, le 13 juillet, la crise gagna la place de Londres ; tout le monde savait que la City était créancière pour des sommes importantes – et désormais gelées – sur l'Allemagne. Mais ce furent les choix domestiques de la Grande-Bretagne, et non le manque de coopération internationale, qui décida du sort de la livre. Les difficultés de la balance des paiements britannique étaient connues de longue date et pas moins de trois commissions s'étaient déjà inquiétées de l'ampleur de son déficit budgétaire<sup>48</sup>. La défense de la livre ne fut donc pas organisée en fonction des « règles du jeu » mais par rapport à la conviction inébranlable que le problème essentiel était le déficit budgétaire.

Aussi, ni le taux directeur, ni les crédits étrangers ne furent utilisés efficacement pour défendre la livre. Le premier fut porté à 4,5 % le 30 juillet, puis laissé inchangé jusqu'à la décision de suspendre la convertibilité. Quant aux crédits négociés avec les banques centrales de New York et Paris, ils restèrent inutilisés début août, afin que les sorties d'or « fassent comprendre la gravité de la situation au gouvernement britannique ». Ces attermoissements désorientèrent les marchés quant à la volonté du Royaume-Uni de défendre sa monnaie. Pour la Banque d'Angleterre, en tout cas, la clef de la crise se trouvait dans le déficit budgétaire. L'utilisation des crédits internationaux ne ferait donc que retarder l'adoption des mesures gouvernementales nécessaires pour remédier à ce problème fondamental<sup>49</sup>. Une coopération

45. Voir Eichengreen (1992), pp. 9-10.

46. Evocation par Harrison d'une conversation avec Norman, le 13 juin 1931 ; FRBNY, Harrison Papers, 3117.2.

47. Boyce (1987), pp. 336-337.

48. Outre la commission Macmillan sur les finances et l'industrie et la commission May sur les dépenses publiques, c'était en effet le cas d'une commission royale sur l'assurance chômage.

49. Sayers (1976), p. 395 ; Boyce (1987), p. 345, citant une note de Harrison datée du 8 août 1931, FRBNY, Harrison Papers, 3125.2. Cette opinion était dans la logique de l'opposition de la Banque d'Angleterre à un crédit américain en 1925 : les crédits consentis par l'étranger n'étaient pas à même de résoudre les problèmes fondamentaux de politique intérieure à l'origine des crises de confiance. Voir Sayers (1976), pp. 141-43. Lors de sa réunion au siège de la Banque le 29 juillet, la Commission du Trésor a approuvé ces crédits sous réserve que le chancelier de l'échiquier soit informé qu'ils donneraient du temps au gouvernement pour équilibrer le budget, mais ne seraient d'aucune utilité en l'absence d'un tel équilibrage.

plus poussée entre les banques centrales ne pourrait être utile qu'une fois le budget revenu à l'équilibre. Les sorties d'or qui eurent lieu le 5 août, et que la Banque d'Angleterre laissa filer afin de tirer le gouvernement britannique de sa léthargie, eurent pour conséquence d'anéantir l'effet psychologique positif procuré par les avances des banques centrales étrangères<sup>50</sup>. La banque tirait argument de cette hémorragie pour insister auprès du chancelier de l'Échiquier : « Les informations qui nous arrivent montrent toutes que le signal attendu à l'étranger est le réajustement de notre situation budgétaire. »<sup>51</sup> Elle fixa ensuite une parité rigide « si éloignée de la réalité du marché » que la confiance en pâtit encore davantage. Donald Moggridge qualifie d'inepte la stratégie de défense de la Banque d'Angleterre : c'était selon lui « un cas d'école sur ce qu'il ne faut pas faire lors d'une crise de confiance »<sup>52</sup>.

Les ministres travaillistes préférèrent démissionner plutôt que de rogner sur les prestations chômage pour réduire le déficit budgétaire. Un gouvernement d'union nationale, formé dans la crise, s'empressa de dresser un programme d'économies. En convalescence au Canada, le gouverneur Norman considérait ces efforts comme insuffisants : ce programme, affirmait-il « doit être suffisamment draconien pour rétablir la compétitivité des coûts de production et des salaires ». C'était reconnaître involontairement l'échec de la politique qu'il avait lui-même menée au cours des six années précédentes<sup>53</sup>. À Londres, les responsables de la Banque d'Angleterre continuaient de considérer cette crise comme fondamentalement politique et ne pensaient pas que le remède traditionnel (relèvement des taux) pourrait résoudre ce problème. Ils craignaient au contraire qu'elle ait comme effet pervers d'affaiblir la confiance<sup>54</sup>. Le gouvernement se rangea à cet avis, et sa propagande officielle invoqua le précédent de l'hyperinflation en Allemagne pour mettre en garde les Britanniques contre ce qui arriverait si l'équilibre budgétaire n'était pas rétabli<sup>55</sup>. Le choix décisif d'abandonner la parité or fut arrêté au sein de la banque. Celle-ci considérait en effet que la négociation de crédits supplémentaires destinés à soutenir la livre ne serait guère plus qu'une « convenance politique » et que les responsables gouvernementaux se montraient plus intéressés par la fixation d'une date pour les élections législatives que par la défense de l'étalon-or<sup>56</sup>. Lorsque la convertibilité fut suspendue, le 21 septembre, les explications officielles soulignèrent que cette mesure résultait « d'événements survenus à l'étranger, hors de notre sphère de responsabilité » et « de retraits excessifs de capitaux empruntés », voilant intentionnellement le problème budgétaire qui était au cœur des préoccupations de l'institut d'émission<sup>57</sup>.

50. Leith-Ross, « Note of a Discussion with French Treasury Experts, 11th August 1931 », PRO, T 188/21. Selon le compte-rendu de la Banque d'Angleterre sur cette crise, les sorties d'or étaient le résultat « d'un malentendu avec la Banque de France », [Thompson-McCausland, « The Crisis of July-September 1931 » ; BoE, G15/29]. Les archives des Trésors britannique et français incriminent au contraire une erreur de calcul de la Banque d'Angleterre, qui ne s'attendait pas à des sorties importantes.

51. Harvey à Snowden, 6 août 1931, cité par Thompson McCausland, « The Crisis of July-September 1931 », qui reprend plusieurs mises en garde de Harvey à Snowden sur l'urgence de résoudre la crise budgétaire.

52. Moggridge (1972), pp. 194-196.

53. Compte rendu de Harrison, « Telephone Conversation with Governor Norman », 24 août 1931 ; FRBNY, Harrison Papers, 3115.2.

54. Williamson (1992), p. 408.

55. Boyce (1987), pp. 351, pp. 359-360.

56. Sayers (1976), pp. 410-413 ; Williamson (1992), pp. 414-415.

57. Williamson (1992), pp. 421-422.

Alors attaché financier à l'ambassade de France à Londres, Jacques Rueff mit, quant à lui, la chute de la livre sur le compte de la politique britannique. Plutôt que de permettre aux sorties d'or et à un relèvement du taux d'escompte de corriger le déficit de sa balance des paiements, le Royaume-Uni avait en effet maintenu un taux d'escompte à un bas niveau et recouru à des opérations d'*open market* pour empêcher la nécessaire contraction monétaire : « [S]ous le signe de la monnaie dirigée, on n'accepte plus de se soumettre aux faits. »<sup>58</sup> À la Banque de France, on avait le sentiment que la Banque d'Angleterre avait fait obstacle de manière répétée au processus naturel de correction découlant de l'étalon-or en procédant à des achats d'*open market* pour contrebalancer la contraction monétaire qui aurait dû découler des sorties d'or. « En ne prenant pas les mesures qu'exigeait la défense de la livre sterling, en suspendant brutalement l'étalon-or et en plongeant ainsi de nombreux pays dans le désordre monétaire, l'Institut d'émission anglais a donc failli à sa tâche. »<sup>59</sup> Après s'être entretenu avec plusieurs responsables français du Trésor et de la banque centrale, Frederick Leith-Ross résuma alors leur opinion dans les termes suivants : « [G]lobalement, ils estiment que nous supportons aujourd'hui la sanction inévitable de la politique de crédit trop libérale poursuivie par la Banque d'Angleterre ces dernières années, et ils espèrent que nous allons maintenant être amenés à reconnaître nos erreurs. »<sup>60</sup>

Russell Leffingwell aurait été du même avis. Les banquiers américains, consultés en 1925 par Norman, soulignèrent que la Banque d'Angleterre devait être prête à utiliser son taux d'escompte pour protéger ses réserves : ce dont Norman s'était abstenu. Malgré son opposition aux idées de Keynes, il avait au contraire poursuivi une politique considérée par Leffingwell comme keynésienne, en refusant la contraction du crédit réclamée par la logique de l'étalon-or. En septembre 1931, Leffingwell demeurait convaincu que la situation n'avait rien de vraiment grave : « Tout ce que la Banque d'Angleterre a à faire est d'abandonner l'effort futile consistant à fixer les prix et les salaires plus haut que le niveau mondial. » Après l'abandon de la convertibilité-or de la livre, ce même Leffingwell estimait que le Royaume-Uni avait passé six ans à hésiter entre « la voie royale de l'étalon-or, qui s'accompagne d'ajustements des prix et des salaires, et la voie moins glorieuse de [l'inflation], avec ses amputations de salaires [...] plus subtiles, mais automatiques. »<sup>61</sup>

Ainsi, certains observateurs contemporains, et non des moindres, estimaient que c'était le Royaume-Uni, et non la France, qui n'avait pas joué correctement le jeu de l'étalon-or. Et cela ne prouve pas que les détracteurs de la politique française se trompaient, mais que les banquiers et les décideurs politiques n'étaient pas d'accord entre eux sur la manière de jouer le jeu. Cela indique que les mesures adoptées étaient déterminées non par les « principes sous-jacents » d'un

58. Rueff, « Sur les causes et les enseignements de la crise financière anglaise », 1er octobre 1931, repris dans Rueff (1977), pp. 299-320.

59. Georges Lacout, « La Banque d'Angleterre et la défense de la livre sterling », 30 septembre 1931 ; BdF, 1397199403/163.

60. Leith-Ross à Keynes, 15 octobre 1931 ; PRO, T 188/28 ; Leith-Ross à Vansittart, 2 octobre 1931 ; PRO, T 188/21.

61. Leffingwell à J.A.M. de Sanchez, 7 septembre 1931 et 2 octobre 1931 ; RCL, Carton 1. Le mot entre crochets est « déflation » dans le texte original, ce qui n'a pas de sens ; dans un autre paragraphe, plus loin dans le texte, Leffingwell revient sur « la voie peu glorieuse de l'inflation », ce qui est très certainement ce qu'il veut dire ici.



régime de l'étalon-or déterministe et contraignant, mais par des intérêts politiques et institutionnels particuliers, à même d'influer les politiques. La liberté de manœuvre était tout à fait considérable. Compte-tenu des divergences d'opinion tant internationales qu'intranationales (souvent, en l'espèce, entre Trésor et banque centrale), ainsi que de la forte influence de facteurs politiques, institutionnels et personnels sur les décisions, le destin de l'étalon-or reconstitué n'était pas déterminé à l'avance par la nature intrinsèque d'un quelconque régime de l'étalon-or unique. L'effondrement de l'étalon-or a plutôt été la conséquence de décisions particulières, qui auraient pu être différentes et qui ont aggravé les tensions politiques et économiques au sein du système international. Les ajustements monétaires découlant du régime de l'étalon-or, que l'on imaginait à tort automatiques, ont été contrecarrés par des décisions donnant la priorité aux objectifs intérieurs et par la contradiction entre les stratégies monétaires nationales d'une part et d'autre part, le système international au sein duquel elles étaient adoptées.

Le rapport d'autopsie britannique consécutif à l'abandon de l'étalon-or par la livre sterling démontre l'absence de règles claires et le caractère évolutif des idées politiques qui avaient mené à cette issue. Peu avant que la livre se détache de l'or, Keynes avait suggéré que le gouvernement britannique fasse connaître son engagement en faveur de la stabilité des prix et des changes même avec une livre *hors de l'étalon-or*, au cas où les créanciers du Royaume-Uni refuseraient de jouer selon « les règles du jeu ». En 1930, le même Keynes avait témoigné sa sympathie envers les décideurs français et américains, accusés partout, déjà, de ne pas respecter ces « règles du jeu » : « Il est peut-être exagéré d'attendre de ces pays qu'ils sacrifient volontairement ce qu'ils croient être leurs propres intérêts afin de poursuivre une politique de crédit qui arrangerait mieux certains autres pays. »<sup>62</sup> Début septembre 1931, Keynes affirmait qu'en ayant accumulé de vastes stocks d'or sans reprêter à l'étranger leurs excédents de paiements (contrairement à ce qu'avait fait le Royaume-Uni dans le cadre du système antérieur à 1914), les Etats-Unis et la France étaient « les premiers responsables de la chute désastreuse des prix mondiaux ». Du fait de leurs politiques, « l'étalon-or est devenu une malédiction pour la vie économique du monde. » Et de proposer la convocation d'une conférence internationale afin de casser le mouvement international de déflation : si les pays créanciers refusaient de jouer le jeu, le Royaume-Uni se devait de reprendre son indépendance pour devenir « le centre d'un nouveau système monétaire »<sup>63</sup>.

Peut-être incité par cet article de Keynes, Leith-Ross demanda à ses collègues, en octobre 1931, s'il y avait du vrai dans la critique selon laquelle la France et les Etats-Unis ne comprenaient pas les règles du jeu et quelles étaient les mesures pratiques qu'il aurait fallu prendre pour que le système fonctionne « équitablement »<sup>64</sup>. Dans une administration britannique déçue par l'étalon-or, Leith-Ross demeurait singulièrement fidèle à ses vues antérieures. Pour lui, les projets de monnaie dirigée des « économistes de Cambridge » étaient totalement irréalistes.

62. Keynes (1930), volume 2, p. 306.

63. Moggridge (sous la direction de, 1981), pp. 598-603.

64. Leith-Ross a écrit à H.D. Henderson et à Keynes les 9 et 13 octobre 1931 ; ses courriers, ainsi que les réponses de ses correspondants, se trouvent dans PRO, T 188/28.

Il affirmait, avec un pluriel de majesté : « À notre sens, il n'y a pas d'autre base monétaire possible que l'or. »<sup>65</sup> Les réponses qu'il reçut étaient pessimistes quant aux perspectives d'amélioration de l'étalon-or : ni la France ni les Etats-Unis n'estimaient avoir enfreint les « règles du jeu » et aucun de ces deux pays n'était donc susceptible d'accepter des changements.

Selon R.G. Hawtrey, avant la conférence de Gênes, « Il n'a jamais été suggéré qu'un pays quelconque, au moment de déterminer le volume de ses entrées d'or, doive tenir compte de l'effet de ses opérations sur le cours mondial du métal jaune ou sur la situation monétaire de ses voisins. » L'appel lancé à Gênes en 1922, visant à ce que les banques centrales empêchent les « fluctuations injustifiées du pouvoir d'achat de l'or » n'avait jamais été intégré aux « règles du jeu ». Pour cet expert qui avait été délégué à la conférence de Gênes, l'étalon-or depuis 1925 était « un désastre » du fait de l'absorption d'or par la France et les Etats-Unis. Un code *nouveau* lui semblait nécessaire pour remplacer l'étalon-or. Mais l'ensemble des opinions européennes s'y opposerait et il n'y avait « pas la moindre chance d'obtenir que les Français consacrent une seconde d'attention à une telle proposition. »<sup>66</sup>

H.D. Henderson déclara, quant à lui, que la France n'avait pas enfreint les règles du jeu : on pouvait tout au plus l'accuser d'avoir péché par omission. Henderson, Hawtrey, Sir Frederick Phillips et Keynes découragèrent les uns comme les autres la convocation d'une conférence internationale. L'abandon de l'or, plaidèrent-ils, avait séparé le Royaume-Uni et les pays qui l'avaient suivi des intérêts de ceux conservant cet étalon. Henderson et Phillips proposèrent une dévaluation générale des monnaies, sans imaginer un instant que cela pourrait recueillir l'assentiment des banques centrales ou des gouvernements ayant conservé l'étalon-or<sup>67</sup>. Keynes appela une nouvelle fois de ses vœux une conférence à l'échelle de l'Empire britannique afin d'établir « un système fiable reposant sur [une] livre sterling » libérée de ses chaînes d'or. Pour lui, il était plus intéressant d'élaborer un système reposant sur un étalon-sterling dirigé que d'essayer de réformer un étalon-or qui avait manqué à ses objectifs<sup>68</sup>.

C'est cette direction que prit le Royaume-Uni, avec, d'une part, une politique monétaire favorisant une politique de crédit bon marché dans l'objectif explicite de faciliter la reprise de l'activité intérieure et, d'autre part, la mise en place d'une zone sterling abritée du biais naturellement déflationniste de l'étalon-or<sup>69</sup>. Pour leur part, les Etats-Unis conservèrent le *gold standard* jusqu'en avril 1933, avant de suspendre la convertibilité pour des raisons de politique intérieure, et de tenter, par des mesures monétaires, de relever les prix domestiques (avec notam-

65. Leith-Ross à Lord Reading, 5 octobre 1931 ; PRO, T 188/21.

66. R.G. Hawtrey, « The Gold Standard and the 'Rule of the Game' », 17 octobre 1931 ; PRO T188/28.

67. H.O. Henderson, « International Co-operation and the Gold Standard », 16 octobre 1931 ; Frederick Phillips, note du 20 octobre 1931 ; Hawtrey à Leith-Ross, 26 octobre 1931, dans PRO T188/28.

68. Les réponses de Keynes à Leith-Ross sont reproduites dans Moggridge (sous la direction de, 1982), pp. 1-4, 16-28. Keynes avait écrit au premier ministre Ramsay MacDonald début août pour suggérer que le Royaume-Uni suspende la convertibilité de l'or et « transforme le désastre en succès » en établissant une nouvelle union monétaire sur la base de la livre avec les pays de l'empire, avec au passage une dévaluation d'au moins 25 %. Keynes à MacDonald, 5 août 1931, voir Moggridge (sous la direction de, 1981), pp. 590-593.

69. Howson, 1975 & 1980.

ment un programme d'achat d'or destiné à faire baisser le cours du dollar), pour finalement revenir à une convertibilité limitée en 1934. De nombreux pays abandonnèrent eux aussi l'or à la suite du Royaume-Uni ou des États-Unis, liant ainsi leur monnaie à la livre ou au dollar. La France resta, quant à elle, fidèle au métal jaune. Son analyse de la crise de 1931 la confortait en effet dans ses vues sur la nécessité de l'étalon-or et de mesures orthodoxes de défense des monnaies. Elle prit ainsi la tête d'un troisième bloc de monnaies désireuses de conserver l'étalon-or et de maintenir leurs parités vis-à-vis du métal jaune. Ce « bloc or » passa néanmoins de six pays en juillet 1933 à trois pays en 1936, avant de se désintéresser totalement, lors de la dévaluation du franc français, en septembre 1936.

## L'heure des changements de régime

La consultation des archives montre donc qu'il existait de profondes divergences de vues, parmi les banques centrales, sur la manière dont l'étalon-or devait fonctionner. Ces divergences tenaient à la fois aux expériences nationales récentes, aux traditions et intérêts institutionnels, et aux individus déterminant les politiques. Personne ne semblait souhaiter encadrer la politique par des règles formelles. L'atout essentiel de l'étalon-or, outre qu'il permettait de fixer les monnaies et qu'il facilitait les échanges commerciaux, était son aptitude à corriger les tendances inflationnistes par la contrainte des sorties d'or et, ainsi, à rectifier également les déséquilibres de la balance des paiements. Ceux qui s'inquiétaient du biais déflationniste de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres n'étaient guère parvenus à se faire entendre jusqu'à ce que le problème de la déflation mondiale devienne incontournable. Et jusqu'à ce point, la menace la plus grave semblait venir de l'inflation <sup>70</sup>.

Comprendrons-nous mieux les événements si nous voyons l'étalon-or comme un « régime » qui, par l'intermédiaire de ses « principes sous-jacents », a déterminé les politiques et produit la Grande Dépression ? Et faut-il en déduire qu'il devait impérativement être abandonné pour permettre une reprise durable ? Les archives montrent en tout cas que les autorités monétaires avaient des opinions divergentes sur l'étalon-or et sur les politiques appropriées à sa gestion. Les idées liées à l'étalon-or ont influencé les politiques sans les déterminer : les actions contraires aux principes du régime étaient trop fréquentes et trop importantes pour qu'on puisse les considérer comme relevant du simple *bruit*. Traiter l'étalon-or comme un régime ayant déterminé la politique devient franchement problématique lorsqu'on veut rendre compte des décisions qui ont déterminé le fonctionnement de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres, ainsi que de l'évolution des politiques qui a eu lieu alors que les monnaies étaient liées à l'or et qui s'est poursuivie après l'abandon de la convertibilité.

70. La peur de l'inflation revient sans cesse dans le compte rendu que fait Eichengreen de l'influence de l'étalon-or sur la crise : « Il y a une profonde ironie dans le fait que, dans les affres de la Grande Dépression, l'inflation était la crainte majeure, alors que le danger réel et parfaitement présent était la déflation », Eichengreen (1992, sous la direction de), p. 24.

Ce n'est pas l'étalon-or en tant que régime, mais des choix politiques précis qui ont amené la Grande Dépression. L'étalon-or n'était donc pas la seule chose à changer pour que la reprise ait lieu. Peter Temin observe que les Etats-Unis et l'Allemagne ont été les deux pays à avoir connu un changement de régime au cours des années trente<sup>71</sup>. Or, ces régimes ont changé malgré le retour à une convertibilité limitée de l'or aux Etats-Unis en 1934, et malgré l'instauration d'un contrôle des changes en Allemagne, opération visant à maintenir, au moins symboliquement, la relation entre mark et or. *A contrario*, toujours selon Temin, le Royaume-Uni, qui a rompu avec l'or à partir de 1931 afin de maintenir une politique de crédit bon marché destinée à faciliter la reprise, n'a pas connu de changement de régime et s'est « refusé à encourager la reprise avec la détermination requise ». Quant à la France, qui a dévalué en septembre 1936, elle aurait détruit le symbole de son régime de l'étalon-or, mais conservé sa substance, à l'heure où le Front populaire de Léon Blum ratait sa dévaluation et se révélait incapable d'enclencher la reprise, en dépit d'une politique favorisant fortement les augmentations de salaire et la consommation<sup>72</sup>. Et de conclure que ce n'est pas la suspension de la convertibilité de l'or qui signale les changements de régime, mais la conjonction de la reprise économique et d'un abandon de l'orthodoxie financière<sup>73</sup>. Ainsi, au dire de Temin, la France, qui abandonna l'étalon-or *et* rompit avec l'orthodoxie financière sous la pression du réarmement et dans la confusion économique et sociale du Front populaire, serait néanmoins demeurée dans le cadre d'un régime d'étalon-or parce que sa tentative de reprise économique fut un échec.

Or, ce n'est pas ce que montrent les archives. Dans chaque pays, les mesures adoptées le furent dans le cadre des politiques budgétaires et monétaires orthodoxes qui furent adaptées, souvent par à-coups, et non délaissées pour céder la place à des politiques nouvelles. Structuré en termes de préoccupations politiques, par la foi en « une monnaie saine » (un taux de change stable) et « des finances saines » (un budget en équilibre)<sup>74</sup>, ce cadre faisait de l'étalon-or le mécanisme essentiel pour discipliner les déséquilibres internationaux et les déficits budgétaires par l'intermédiaire du marché, plutôt que d'avoir à s'en remettre à l'arbitraire des individus. D'où l'affirmation de Norman selon laquelle l'étalon-or était le meilleur « gouverneur » et sa crainte de voir sa propre position de gouverneur devenir « intenable » au cas où la livre devrait être gérée indépendamment de l'or<sup>75</sup>. Réduire les marges de manœuvre discrétionnaires dans la politique monétaire profiterait à tous en empêchant l'irruption de l'inflation. Jacques Rueff considérait pour sa part l'étalon-or comme un « cas particulier » du mécanisme de prix, agissant à l'échelon international afin de maintenir la balance des paiements

71. Temin (1989), pp. 94-104, 118-24.

72. Temin (1989), pp. 99, 105, 124-26.

73. Eichengreen convient qu'après la dévaluation, « c'est seulement lorsque les principes de la finance orthodoxe ont également été abandonnés que la reprise a suivi, » mais relie cette observation à un « ethos de l'étalon-or ». Eichengreen (1992), p. 21 ; sur l'impact de cet ethos, voir *ibid.* pp. 21-22, 288-293, 393-394.

74. Voir la description que donne Peter Clarke du modèle analytique en vigueur au sein du Trésor britannique, qui tenait également compte du libre-échange (Clarke, 1990), pp. 173-207. Au sujet des changements à plus long terme de la politique budgétaire américaine entamés dans les années trente, voir Stein (1969).

75. Morgan à Strong, 23 janvier 1924 ; FRBNY, Strong Papers, 320.24.1.

en équilibre et de prévenir l'inflation intérieure<sup>76</sup>. Dans le même ordre d'idées, Karl Polanyi décrivait l'étalon-or comme un prolongement international de l'économie de marché et mit l'arrivée de la seconde guerre mondiale sur le compte de son effondrement<sup>77</sup>. L'étalon-or n'était pas une fin en soi, mais le moyen d'un ajustement international et d'un contrôle interne. La suspension de la convertibilité n'a donc pas mis fin brutalement au credo de la monnaie et des finances « saines », mais marque en tout état de cause la fin, dans certains cas irrémédiable, de la croyance selon laquelle l'étalon-or était le meilleur moyen de réaliser ces objectifs. L'abandon de l'or n'a pas libéré les décideurs politiques des « chaînes » qui entravaient leurs décisions, et cela parce que l'idéologie régnante n'était pas celle de l'étalon-or, mais celle de l'orthodoxie financière, au sein de laquelle l'étalon-or était un élément clef, censé assurer la discipline. Ainsi, la politique budgétaire a gardé son caractère contraignant même après la fin de la convertibilité or. Dans sa campagne en faveur de la dévaluation en France, Paul Reynaud insista sur le fait que la dévaluation, visant à rétablir l'équilibre des prix, et la déflation, destinée à équilibrer le budget, étaient absolument complémentaires<sup>78</sup>. L'expérience française après la dévaluation de 1936, avec une baisse supplémentaire de 50 % du franc, due au manque de confiance dans une politique budgétaire qui s'est appuyée sur l'emprunt et sur les avances de la Banque de France pour couvrir d'importants déficits, a prouvé la justesse de ses vues. Ce sont les déficits budgétaires qui ont favorisé les crises de confiance et poussé les monnaies à abandonner l'or. La politique des *finances saines* a gardé son importance après la dévaluation, afin de garantir la confiance nécessaire à la reprise de l'investissement et de la production.

Pourtant, l'abandon de l'or et la désintégration de l'étalon-or dans les années trente sont des éléments significatifs d'un processus de changement qui tenait plus de l'évolution que de la révolution (au contraire de ce qu'implique l'interprétation du changement de régime). Comme en conviennent Eichengreen et Temin, il était bel et bien nécessaire d'échapper à la contrainte extérieure des sorties d'or pour permettre la mise en place de politiques budgétaires et monétaires reflationnistes à l'échelle nationale, et en particulier pour faciliter la politique de crédit à bon marché qui encouragerait une reprise fondée sur le réemploi et les investissements nouveaux. L'abandon de l'or a fait repasser le pouvoir monétaire des banques centrales aux Trésors et permis à la politique d'être guidée par les besoins de l'économie intérieure plutôt que par le solde extérieur et la convertibilité de l'or. Des fonds spéciaux furent établis pour gérer le taux de change, cachant les variations du niveau des réserves métalliques. Enfin, s'il ne fut pas toujours possible de parvenir à une stabilisation complète des taux de change, du moins quelques expériences fructueuses furent-elles acquises dans le domaine de la régulation monétaire.

Du fait de la diversité des trajectoires nationales – en termes de structures, d'institutions, d'expérience, de savoir économique, de stabilité politique et de

76. Rueff (1932), p. 192.

77. Polanyi, 1957.

78. Mouré (1998), pp. 294-295.

gouvernement –, il est difficile de comprendre les nombreuses tensions qui existaient au sein de l'étalon-or international si l'on considère ce dernier comme un régime gouverné par des règles qui avaient l'accord et l'adhésion des gouvernements nationaux. Les règles du jeu et les régimes sont peut-être utiles pour juger de ce qu'une politique aurait pu ou aurait dû être, mais elles ne nous aident pas à déterminer comment les politiques ont été effectivement arrêtées pendant l'entre-deux-guerres. Ce n'est qu'en se penchant de près sur les évolutions nationales, ainsi que sur les institutions, les individus et les groupes d'intérêts ayant participé à la détermination de ces politiques, que l'on peut espérer comprendre deux points essentiels. Le premier concerne la manière dont l'étalon-or s'est effondré pendant cette période. Quant au second, il renvoie à la manière dont les outils et les techniques de la régulation monétaire moderne ont été élaborés en réponse à un mécontentement croissant à l'égard de l'étalon-or et des limites qu'il imposait aux politiques, et dont l'adoption parut éminemment souhaitable dans le sillage de l'inflation léguée par la Grande Guerre.

Entre les deux guerres, la politique de l'étalon-or a donc buté sur deux obstacles : la question de la priorité entre les besoins de l'économie intérieure et de son solde extérieur d'une part, et celle de l'arbitrage entre stabilité des prix et stabilité de la monnaie, d'autre part. L'étalon-or exigeait que le solde extérieur et la stabilité monétaire priment. Il imposait que les ajustements passent par la variation des prix intérieurs et du niveau d'activité. Fidèle à cet étalon-or, la Banque de France a, du coup, explicitement exclu la stabilité des prix des objectifs de sa politique monétaire<sup>79</sup>. Le mécontentement à l'égard de l'étalon-or a ainsi grandi à mesure que l'expérience de la déflation et du chômage dans l'entre-deux-guerres induisait une révision des priorités : désormais, la croissance économique intérieure et l'emploi prenaient le pas sur la stabilité des changes et sur le lien avec l'or. Cette évolution allait se traduire par un changement majeur dans la hiérarchie des objectifs de politique macro-économique. Dans le monde occidental, l'accent mis sur la « désinflation », à l'époque de l'étalon-or, s'est ainsi déplacé, après la seconde guerre mondiale, vers la croissance économique et l'emploi<sup>80</sup>. Ce résultat a été obtenu non par des mutations brutales touchant des régimes abstraits, mais par une évolution graduelle de l'analyse et de la politique économique, que l'on comprendra d'autant mieux que l'on voudra bien s'attacher aux combinaisons variables d'intérêts, d'institutions, d'individus, d'idées et d'actions qui, pris ensemble, ont déterminé la politique des pays considérés.

K. M.

79. « Rien ne me paraît, en effet, plus contraire à l'idée même du progrès que la fixation arbitraire et prolongée du niveau des prix... Le rôle d'un Institut d'émission ne me paraît donc être nullement de chercher à assurer une stabilité des prix', d'ailleurs peu souhaitable, et impossible à réaliser, mais plutôt de maintenir la stabilité monétaire sans laquelle il ne peut y avoir ni prévision, ni sécurité et, par suite, ni esprit d'entreprise, ni possibilité d'épargne. » Moret à Bonnet, 8 avril 1933 ; SAEF, B 32318.

80. Voir Forsyth & Notermans (1997), pp. 17-68.

## RÉFÉRENCES

- Balderston T. (1995), « German and British Monetary Policy, 1919-1932 », dans *Banking, Currency, and Finance in Europe Between the Wars*, sous la direction de C.H. Feinstein, Oxford, Clarendon Press.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1943), *Banking and Monetary Statistics*, Washington DC, The National Capital Press.
- Bloomfield A.I. (1959), *Monetary Policy Under the International Gold Standard: 1880-1914*, New York, Federal Reserve Bank of New York.
- Bordo M. & F. Capie (sous la direction de) (1994), *Monetary Regimes in Transition*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Boyce R.W.D. (1987), *British Capitalism at the Crossroads, 1919-1932: A Study in Politics, Economics, and International Relations*, Cambridge University Press.
- Brown W.A. Jr. (1949), « Gold as a Monetary Standard, 1914-1939 », *The Tasks of Economic History*, supplément IX au *Journal of Economic History*, p. 40.
- Clarke P. (1990), « The Treasury's Analytical Model of the British Economy between the Wars », dans *The State and Economic Knowledge: The American and British Experiences*, sous la direction de M.O. Furner & B. Supple, Cambridge University Press.
- Clarke S.V.O. (1967), *Central Bank Cooperation 1924-31*, New York, Federal Reserve Bank of New York.
- Dam K.W. (1982), *The Rules of the Game: Reform and Evolution in the International Monetary System*, Chicago, University of Chicago Press.
- Eichengreen B. (1992), *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ (sous la direction de) (1992), *Monetary Regime Transformations*, Londres, Edward Elgar.
- \_\_\_\_\_ (1998), *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, nouvelle édition, Princeton, Princeton University Press.
- Forsyth D.J. & T. Notermans (1997), « Macroeconomic Policy Regimes and Financial Regulation in Europe, 1931-1994 », dans *Regime Changes: Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s to the 1990s*, sous la direction de D.J. Forsyth & T. Notermans, Providence, Rhode Island, Berghahn Books.
- Howson S. (1975), *Domestic Monetary Management in Britain 1919-38*, Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_ (1980), *Sterling's Managed Float: The Operations of the Exchange Equalisation Account, 1932-39*, Princeton, Princeton Studies in International Finance, n° 46, novembre.
- \_\_\_\_\_ (1985), « Hawtrey and the Real World », dans *Keynes and His Contemporaries*, sous la direction de G.C. Harcourt, New York, St. Martin's Press.
- Keynes J.M. (1930), *A Treatise on Money*, vol. II, *The Applied Theory of Money*, New York, Harcourt, Brace and Company. Traduction française, *Essai sur la monnaie et l'économie : les crises de Cassandre*, Paris, Payot, 1990.
- \_\_\_\_\_ (1931), « The Economic Consequences of Mr. Churchill (1925) », dans *Essays in Persuasion*, New York, Norton Library (1963, réédition). Traduction française, *Essai de persuasion*, par Herbert Jacoby, éditions Gallimard, 1933.
- \_\_\_\_\_ (1931b), « A Gold Conference », *The New Statesman and Nation*, 12 septembre 1931 ; réimprimé dans [JMK], vol. xx, sous la direction de D. Moggridge (1981).
- Krasner S.D. (1982), « Structural Causes and Regime Consequences : Regimes as Intervening Variables », introduction au numéro spécial sur les régimes internationaux, *International Organization* 36, n° 2.
- Johnson H.C. (1997), *Gold, France, and the Great Depression, 1919-1932*, New Haven, Yale University Press.

- Lindert P.H. (1969), *Key Currencies and Gold 1900-1913*, Princeton, NJ, Princeton Studies in International Finance, n° 24.
- Meyer R.H. (1970), *Bankers' Diplomacy: Monetary Stabilization in the Twenties*, New York, Columbia University Press.
- McKinnon R.I. (1993), « The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective », *Journal of Economic Literature* 31, 1, pp. 1-44 ; réimprimé dans McKinnon, *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*, Cambridge, MA., MIT Press, 1996, pp. 23-90.
- Moggridge D.E. (1972), *British Monetary Policy 1924-1931: The Norman Conquest of \$4.86*, Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_ (sous la direction de) (1981), *The Collected Writings of John Maynard Keynes [JMK]*, vol. xx, *Activities 1929-1931: Rethinking Employment and Unemployment Policies*, Londres, Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (sous la direction de) (1982), *The Collected Writings of John Maynard Keynes [JMK]*, vol. xxi, *Activities 1931-1939: World Crises and Policies in Britain and America*, Londres, Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (1992), *Maynard Keynes: An Economist's Biography*, Londres, Routledge.
- Mouré K. (1996), « Undervaluing the Franc Poincaré », *Economic History Review* XLIX.
- \_\_\_\_\_ (1998), *La politique du franc Poincaré (1926-1936)*, Paris, Albin Michel.
- Polanyi K. (1957), *The Great Transformation*, Boston, Beacon Press ed., [première édition: 1944].
- Rueff J. (1932), « Défense et illustration de l'étalon-or », dans *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, Paris, Félix Alcan.
- \_\_\_\_\_ (1977) *De l'aube au crépuscule: autobiographie*, Paris, Plon.
- Sargent T.J. (1986), *Rational Expectations and Inflation*, New York, Harper and Row.
- Sayers R.S. (1976), *The Bank of England 1891-1944*, Cambridge University Press.
- Scammell W.M. (1965), « The Working of the Gold Standard », extrait du *Yorkshire Bulletin of Economic and Social Research* (1965), réimprimé dans *The Gold Standard in Theory and History*, sous la direction de B. Eichengreen, New York, Methuen, 1985, pp. 103-119.
- Sicsic P. (1992), « Was the Poincaré Franc Deliberately Undervalued? » *Explorations in Economic History* 29, pp. 69-92.
- Société des Nations (1944), *International Currency Experience: Lessons of the Inter-War Period*, Genève, Société des Nations.
- Stein H. (1969), *The Fiscal Revolution in America: Policy in Pursuit of Reality*, Chicago, University of Chicago Press.
- Temin P. (1989), *Lessons from the Great Depression*, Cambridge, MA., MIT Press.
- \_\_\_\_\_ (1993), « Transmission of the Great Depression », *Journal of Economic Perspectives* 7, n° 2, pp. 87-102.
- Van der Wee H. & K. Tavernier (1975), *La Banque Nationale de Belgique et l'histoire monétaire entre les deux guerres mondiales*, Bruxelles, Imprimeur du Roi.
- Williamson P. (1992), *National Crisis and National Government: British Politics, the Economy and Empire, 1926-1932*, Cambridge University Press.