JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

P. CAUBOUE

Les variations du taux de l'escompte et les récents événements monétaires

Journal de la société statistique de Paris, tome 74 (1933), p. 360-377

<http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1933__74__360_0>

© Société de statistique de Paris, 1933, tous droits réservés.

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

NUMDAM

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

II

LES VARIATIONS DU TAUX DE L'ESCOMPTE ET LES RÉCENTS ÉVÉNEMENTS MONÉTAIRES

Je commence d'abord par m'excuser de citer, au cours de cette communication, avec une grande précision beaucoup de faits d'ordre économique et monétaire qui se sont produits pendant ces dernières années, et de faire preuve d'une certaine technicité qui rendra mes paroles un peu arides. Mais comment parler sans cesse de théories économiques et statistiques sans les appuyer sur des faits, et que deviendrait toute science si elle s'éloignait tant soit peu de l'observation raisonnée et complète des événements?

La physique, la chimie, la médecine fortifient leurs lois, en découvrent de nouvelles dans les laboratoires, au chevet des malades dans les hôpitaux. Il doit en être de même pour les sciences économiques et statistiques qui suivent de très près le développement des phénomènes de leur ressort, et, à l'heure actuelle, la moisson ne manque pas pour essayer d'en tirer un enseignement utile et fécond.

Avant de procéder à cet examen, vous me permettrez de vous rappeler les règles admises avant la guerre, règles qui se basaient sur l'expérience de plus d'un siècle en ce qui concerne le rôle et les conséquences des variations du taux de l'escompte, la place qu'il occupait et l'influence qu'il avait sur certains autres éléments de la vie économique et monétaire des nations.

Aucun fait n'est isolé dans l'économie politique, chaque événement est le résultat de plusieurs autres, et modifie lui-même certains phénomènes.

Il en était et il en est encore ainsi du taux de l'escompte, et pour autant qu'on puisse isoler les faits qui influent sur lui et ceux dont il est générateur, on peut classer ces événements en deux catégories : ceux d'ordre intérieur et national, ceux d'ordre extérieur et international.

Dans le premier cas, la situation de la production économique nationale, de l'épargne et de la fortune publique jouait un rôle important pour la fixation du taux de l'escompte. Lorsqu'on était en période de crise et que les affaires allaient mal, les dépôts des banques diminuaient, soit parce que les déposants avaient besoin de leur argent, soit parce qu'ils n'avaient plus confiance dans les banques, et d'autre part, les commerçants ayant besoin de plus en plus de fonds demandaient un concours plus important aux banques. Ces établissements voyaient ainsi leurs ressources diminuer; ils s'adressaient aux instituts d'émission dont les réserves métalliques s'épuisaient doublement par l'accroissement des escomptes qu'ils étaient amenés à faire et par le retrait des dépôts qui leur étaient confiés.

Une hausse du taux de l'argent s'ensuivait logiquement, hausse provoquée à la fois par la rareté des fonds sur le marché libre et par le désir qu'avaient les instituts d'émission de contrecarrer les demandes de réescompte en élevant leur taux.

En agissant ainsi, ils défendaient leur encaisse sur le plan inférieur et ils forçaient les banques privées à se montrer de plus en plus sévères dans leurs crédits, ce qui obligeait les commerçants et industriels à rechercher par d'autres moyens l'argent dont ils avaient besoin, par exemple en liquidant à vil prix leurs marchandises, ou, s'ils ne le pouvaient pas, à déposer leur bilan.

Cette théorie qui a été admise et confirmée par les faits dans la plus grande partie des cas a, par la suite, été mise en brèche par une deuxième doctrine qui lui était tout à fait opposée.

Cette doctrine prétendait qu'une crise économique n'était pas caractérisée par une hausse du taux de l'escompte, mais par une baisse de celui-ci, et que les variations du taux de l'escompte devaient être considérées comme un véritable baromètre qui permettrait de prévoir l'apparition de la crise économique.

En effet, en période de prospérité, le volume des affaires augmente et avec lui le volume du portefeuille commercial; il s'ensuit une hausse du taux de l'escompte. Normalement, une période de prospérité est une période de hausse du prix de l'argent; puis, quand apparaît un malaise, quand les affaires commencent à se restreindre, le papier commercial diminue d'importance. Lorsque, au cours d'une période de prospérité, on voit apparaître une baisse dans le taux de l'escompte, on peut considérer que cette baisse est le symptôme qui annonce la crise.

Cette théorie était, tout comme la première, le résultat d'un examen méthodique de plusieurs crises qui n'avaient pas, il est vrai, une très grande acuité et étaient surtout des crises de dépression.

Examinons maintenant cette question au point de vue international.

Dans ce cas, la doctrine a toujours été immuable et les événements l'ont toujours confirmée, non seulement au cours du dernier siècle, mais pendant les siècles précédents.

Lorsque la balance des opérations internationales d'un pays est défavorable, que les marchandises exportées diminuent et que le taux d'escompte augmente, cette hausse du taux de l'escompte appelle un resserrement de crédit et provoque la liquidation d'opérations en cours par la vente forcée de marchandises. Elle arrête ainsi la sortie des capitaux en retenant sur place ceux qui auraient eu le temps de s'employer au delà des frontières en attirant par l'appât d'un intérêt élevé, les capitaux étrangers. M. Arnauné, à son cours, affirmait : « C'est la hausse de l'escompte qui arrête la sortie du numéraire, c'est elle, et elle seule, qui peut rappeler sur la place les capitaux exportés ».

Il est bien évident que ces différentes théories ne sont applicables que pour des pays qui jouissent d'une monnaie stable et dont le billet est convertible soit en or, soit en devises étrangères rattachées à l'étalon-or, en un mot des pays qui peuvent exporter librement par le jeu des changes internationaux le métal précieux ou vendre les devises rattachées à ce métal. Or avant la guerre, je n'ai pas besoin de vous le rappeler, certains pays tels que l'Alle-

magne, les Pays Scandinaves, l'Angleterre, etc. fonctionnaient sous le régime du monométallisme et d'autres pays, tels que la France, avaient accommodé leur vieille loi bi-métallique aux circonstances nouvelles.

Un pays sous le régime de la monnaie forcée, est soumis aux facteurs qui influencent son taux d'escompte dans des ordres très divers. Théoriquement, si ce pays veut éviter l'inflation, un taux d'escompte très élevé devrait être imposé par la banque centrale; si, au contraire, le Gouvernement veut favoriser l'inflation, l'Institut d'émission devra dispenser le crédit en grande abondance et à des taux très bas.

Voici, d'une façon excessivement brève, les doctrines qui étaient admises avant la guerre, doctrines qui, répétons-le encore, correspondaient bien à la réalité des faits.

Je vais maintenant examiner, et c'est le but principal de cette communication, quelles sont les influences qui ont joué sur le taux d'escompte dans les principaux pays depuis la guerre, au cours d'événements d'ordre économique et monétaire comme on n'en avait jamais vu un aussi grand nombre s'accumuler dans un aussi court laps de temps.

***

En Allemagne, après la guerre, nous nous trouvons devant une volonté d'inflation très caractérisée de la part du Gouvernement. Le taux d'escompte officiel du 23 décembre 1914 au 29 juillet 1922 s'est maintenu invariablement à 5 %, mais en juillet 1922 la Reichsbank subit un assaut de la part de ses présentateurs à l'escompte; en l'espace de six mois, le chiffre du portefeuille sextuple. Aussi, étant donné cette circonstance, elle augmente son taux d'escompte de 1 % le 28 juillet, le porte à 7 % le 28 août, à 8 % le 22 septembre, à 10 % le 13 novembre, 12 % le 18 janvier 1923, 18 % le 24 avril et à 30 % le 2 août de la même année.

Il est d'ailleurs à remarquer que, sur le marché libre, on payait des taux beaucoup plus élevés qui atteignaient même jusqu'à 360 % par an, ainsi, même à 30 % le taux d'intérêt de la Reichsbank était très avantageux pour ceux qui pouvaient obtenir des crédits.

Le 15 septembre 1923, le taux monta à 90 %.

En octobre 1923 se place la réforme monétaire allemande et le mark se trouve désormais rattaché à l'étalon-or.

Le premier taux d'escompte de la nouvelle Reichsbank fut de 10 %.

En février 1915, bien que les capitaux fussent encore excessivement rares en Allemagne, le taux d'escompte fut abaissé à 9 %. La Reichsbank faisait cette concession afin de favoriser les emprunteurs qui avaient besoin de facilités pour le commerce.

Par la suite, la situation de l'Allemagne alla en s'améliorant; le taux sensiblement plus élevé de l'argent qui se pratiquait dans ce pays attira les capitaux étrangers, l'avoir en devises de la Reichsbank augmenta d'une façon constante, aussi, pendant le premier semestre de 1926, la Reichsbank abaissa-t-elle par plusieurs paliers son taux de 9 % à 6 %.

Les banques étrangères continuant à envoyer des capitaux en Allemagne, et l'épargne se reconstituant, les taux du marché intérieur allemand s'abaissèrent et la Reichsbank put consacrer cette baisse en fixant son taux officiel d'escompte, le 11 janvier 1927, à 5 %. Mais ce taux qui était très bas arrêta l'envoi des capitaux étrangers et de nombreux rapatriements eurent lieu. Il s'ensuivit une tension sur le marché intérieur de l'argent, tension que la Reichsbank ratifia par l'élévation du taux d'escompte de 5 à 7 % au cours de l'année 1927.

L'argent continua à rester cher, bien que les réserves d'or et de devises aient augmenté de près d'un tiers.

Cependant, afin de remédier au ralentissement de l'activité économique allemande, la Reichsbank crut, au début de l'année 1929, devoir abaisser son taux de 7 % à 6 1/2 %. Cette baisse provoqua des sorties d'or et de devises d'Allemagne, et pour enrayer ces exportations, la Reichsbank ramena sont aux de 6 1/2 à 7 % le 25 avril 1929.

La déflation boursière qu'il y eut aux États-Unis en octobre 1929, produisit une baisse du taux d'intérêt dans le monde entier.

Cette baisse eut sa répercussion en Allemagne où, en plusieurs fois, les taux furent ramenés de 7 % à 4 % le 21 juin 1930.

Le 1er septembre 1930, la situation politique de l'Allemagne où le parti hitlérien menait une violente campagne en vue des prochaines élections, puis le triomphe de ce parti aux élections, inquiétèrent les créanciers de l'Allemagne. De nombreux retraits de dépôts eurent lieu et la Reichsbank perdit une somme très importante en or et en devises, aussi se vit-elle obligée, le 9 octobre 1930, de porter son taux d'escompte de 4 à 5 %.

Le Dr Luther, président de la Reichsbank, expliqua ainsi cette mesure : « Un taux d'escompte de 4 % était extrêmement faible eu égard aux conditions générales des taux d'intérêts en Allemagne; le maintien de ce taux ne se justifiait donc qu'autant que, malgré le bas niveau de l'intérêt, l'or et les devises continueraient d'affluer et que les emplois de fonds proprement intérieurs s'amoindriraient. Or, cet état de choses s'est modifié au cours des dernières semaines; en même temps qu'elle a eu à satisfaire des demandes de crédit plus nombreuses, la Reichsbank a été contrainte de procéder à d'importantes ventes de devises et d'or, en sorte qu'elle estime prudent d'appliquer la mesure qui est indiquée en pareil cas et qui consiste à relever le taux de l'escompte. »

De septembre 1930 à juillet 1931, les événements politiques et financiers en Allemagne eurent comme effet de créer dans le monde un état d'esprit général de méfiance contre ce pays qui se traduisit par des retraits importants de capitaux de la part de l'étranger et par des exportations de capitaux allemands.

Afin d'enrayer cette fuite des capitaux, la Reichsbank éleva, le 13 juin 1931, son taux d'escompte de 5 % à 7 %. Le Dr Luther déclara qu'il fallait intervenir avec énergie contre les manœuvres de ceux qui s'étaient livrés à devéritables accaparements systématiques de devises étrangères, mais on était, dans les milieux financiers, très sceptique sur le résultat de cette élévation du taux de l'escompte. Quand il souffle un vent de panique, ce n'est pas un intérêt supplémentaire de 2 % qui peut retenir les capitaux dans un pays.

D'autre part, d'après certains, cette augmentation était tardive et elle n'était pas assez élevée. Une augmentation du taux de 10 % s'imposait un mois plus tôt. Il est difficile de se prononcer et je crois, quant à moi, qu'une hausse plus importante de l'escompte n'aurait pas été plus efficace.

Afin d'aider l'Allemagne à soutenir sa monnaie, les grandes banques centrales lui accordèrent, pour trois mois, un crédit de 100 millions de dollars.

Le 13 juillet 1931, toute la structure économique de l'Allemagne s'effondra. Les banques furent fermées et le billet cessa d'être convertible en or:

L'Allemagne avait à choisir entre deux politiques : ou hausser le taux de l'escompte et resserrer le crédit, ce qui était la solution classique, ou bien faire de l'inflation.

La première solution triompha, et le taux d'escompte fut porté à 15 %.

Cette augmentation de l'escompte eut un effet heureux; le pourcentage de couverture de la Reichsbank augmenta, aussi cet établissement abaissa-t-il son taux d'escompte, le 12 août 1931, de 15 à 12 %.

Par suite de la pression des grands industriels et commerçants allemands, le Gouvernement poursuivit une politique d'argent bon marché. Il est évident que le Gouvernement pouvait mener à bien cette politique qui se combinait avec celle du maintien du mark à la parité de l'or, parce qu'il avait obtenu des moratoires de tous les créanciers étrangers de l'Allemagne et qu'il contrôlait sévèrement toutes les exporations de capitaux. L'Allemagne se trouvait ainsi en vase clos et son taux d'escompte ne reflétait plus que la volonté du Gouvernement qui, peu à peu, jugulait, tout au moins momentanément, les entraves qui pouvaient être apportées à sa politique.

Le taux d'escompte fut ainsi abaissé successivement jusqu'à 4 %, mais il est à remarquer que, contrairement à ce qui s'était passé dans la période 1920 à 1923, la Reichsbank se montra très sévère pour l'octroi des crédits afin d'empêcher l'inflation des moyens de paiement qui, à la longue, auraient nui gravement à la tenue du mark.

***

La situation, en Angleterre, présente à la fois des similitudes et des différences avec celle que je viens d'étudier en Allemagne.

Ces similitudes sont les suivantes : l'Angleterre, au début de la guerre, a une monnaie qui n'est pas rattachée à l'or; quelques années après, elle possédera une monnaie saine, mais elle sera obligée, dans les mois suivant l'abandon de l'étalon-or par l'Allemagne, d'abandonner également l'étalon-or.

Les différences sont nombreuses, mais voici la plus importante :

L'Allemagne est venue à la monnaie-or par la dépression continuelle du mark d'avant-guerre qui avait ramené sa valeur à zéro. L'Angleterre, au contraire, a relevé la livre qui était dépréciée d'environ 33 % par rapport à l'or pour rétablir chez elle le fonctionnement normal de l'étalon-or.

En 1921, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre était de 6 1/2 %. Afin de donner aux industriels et commerçants britanniques très éprouvés, des facilités de crédit plus grandes, le taux d'escompte fut abaissé par diffé-

rents paliers, entre juin 1921 à juin 1922, de 6 1/2 à 3 1/2 %, et le 13 juillet à 3 %, taux le plus bas qui existât alors dans le monde.

Si la raison initiale de cet abaissement du taux avait été de favoriser le commerce et l'industrie, par la suite, la politique monétaire de la Banque d'Angleterre fut débordée par l'afflux des capitaux étrangers à Londres, qui venaient s'employer sur cette place en espérant la hausse de la livre sterling et son retour au pair que tout le monde prévoyait.

Au cours de l'année 1923, la livre continua à s'améliorer quelque peu et les capitaux étrangers détenus par la Cité furent attirés par New-York qui leur offrait des intérêts plus élevés, la livre, dont la perte n'était plus que de 4,80 %, fut affectée par ce mouvement et baisssa par rapport au dollar. La Banque d'Angleterre éleva donc, en 1923, son taux à 4 %.

C'est également dans le but de poursuivre la revalorisation de la livre que la Banque d'Angleterre augmenta son taux, dn 1925, de 4 à 5 %.

Auparavant, en effet, la Federal Reserve Bank de New-York avait remonté son taux de 3 à 3 1/2 %, mais les autorités monétaires anglaises craignaient que, si un écart suffisant entre le taux de l'argent à Londres et à New-York n'était pas maintenu, les capitaux américains déposés dans les banques anglaises ne reviennent à New-York.

Ce fut le 1er mai 1925 que l'Angleterre revint à l'étalon-or, le sterling ayant retrouvé, à cette époque, sa valeur d'avant-guerre.

En août 1925, abaissement du taux de 5 à 4 /12 % effectué principalement dans le désir d'aider le commerce et l'industrie. Ce taux provoque des sorties d'or, mais cela n'empêcha pas la Banque d'Angleterre de réduire, en octobre, son taux à 4 %.

Comme il fallait s'y attendre, les exportations d'or augmentèrent et, en décembre 1925, le taux fut relevé de 4 à 5 %. Ce taux provoqua, en avril 1916, une augmentation des réserves d'or qui permirent à la Banque d'Angleterre d'abaisser de nouveau son taux de 5 à 4 1/2 % en avril 1927.

Le taux élevé pratiqué sur le marché libre à New-York pendant l'année 1928 attira aux États-Unis les capitaux européens, et principalement les capitaux anglais, et des sorties d'or se produisirent de Londres vers New-York. Aussi, l'Angleterre augmenta-t-elle, en février 1929, son taux de 4 1/2 à 5 1/2 %. Puis, cette mesure n'ayant pas suffi à arrêter les exportations d'or, elle le porta, en septembre 1929 à 6 1/2 %.

En octobre 1929, après le krach boursier de New-York, bien que des exportations d'or de Londres vers Paris eussent lieu, l'Angleterre abaissa son taux de 6 1/2 à 6 %.

A ce moment, par suite du fléchissement de la spéculation à New-York et de la crise économique, le taux de l'argent dans tous les pays avait tendance à baisser; en Angleterre particulièrement, il fut abaissé successivement jusqu'à 3 % le 1er mai 1930.

Après cet abaissement, des sorties d'or excessivement importantes : 11 millions et demi de livres en quelques semaines, eurent lieu de Londres vers Paris.

La Banque d'Angleterre n'augmenta cependant pas son taux, une telle augmentation, d'ailleurs, aurait été inopérante car, sur le marché libre, des

taux excessivement bas étaient pratiqués et le marché monétaire échappait complètement au contrôle de l'Institut d'Émission.

Elle prit des mesures d'ordre technique, telles que celle de ne plus délivrer que des souverains ou des lingots au titre standard de 916 2/3 millièmes.

Au début de 1931, la livre recommença à s'améliorer par suite peut-être de la décision prise par la Banque de France d'accepter des lingots à un titre supérieur à 900/1.000e, et de quelques achats de livres faits également par notre Institut d'émission.

La livre monta même jusqu'à se rapprocher près du point de sortie de l'or de France, par suite de la politique de renchérissement forcé du taux monétaire pratiquée par la Banque d'Angleterre. Mais, en présence de l'abaissement du taux de l'escompte à New-York à 1 1/2 % qui eut lieu en mai 1931, la Banque d'Angleterre ne put continuer cette politique, elle était débordée par l'afflux de capitaux étrangers.

D'autre part, en abaissant son taux, la Banque d'Angleterre voulait créer une ambiance favorable à la conversion de l'emprunt 5 %.

Quoi qu'il en soit, cette baisse du taux de l'escompte n'eut pas d'influence sur la livre et l'escompte sur le marché libre continua à fléchir et tomba même au-dessous de 1 %. On prévoyait un abaissement du taux de la Banque d'Angleterre lorsque le moratoire bancaire fut décrété en Allemagne le 13 juillet 1931.

Cet événement influença la livre qui descendit au-dessous du point de sortie de l'or. Des exportations excessivement importantes d'or eurent lieu de Grande-Bretagne vers la France. Afin d'améliorer la situation de sa devise, la Banque d'Angleterre porta son taux à 3 1/2 % le 23 juillet et à 4 1/2 % le 30 juillet, mais, dans de pareilles circonstances, l'élévation du taux de l'escompte ne pouvait avoir aucune influence sur le mouvement des capitaux, et partant sur les mouvements de l'or.

Le retrait des livres sterling avait deux causes principales : d'abord les besoins de certains prêteurs du marché anglais; — ainsi les banques françaises après les événements d'Allemagne du 13 juillet, par mesure de prudence et par crainte d'un run possible de leurs déposants, durent améliorer leur trésorerie et rappeler une partie de leurs avoirs en livres sterling. — Ensuite, la méfiance que la situation des banques anglaises, très atteintes par le moratoire allemand, pouvait inspirer, méfiance qui était renforcée par une aggravation de la crise économique et budgétaire en Angleterre. Dans ces deux cas, la hausse du taux de l'escompte ne pouvait avoir aucune influence.

La cadence des retraits d'or augmenta encore et la Banque d'Angleterre obtint des crédits importants en France et aux États-Unis afin de défendre sa monnaie. Ces crédits, qui représentaient 50 millions de livres-or, furent insuffisants pour défendre la monnaie britannique et furent dépensés en pure perte, et le 20 septembre 1930 le Gouvernement britannique décida d'abandonner momentanément l'étalon-or. Un communiqué publié à ce sujet faisait connaître que, depuis le mois de juillet précédent, 800 millions de livres avaient été retirés du marché.

En même temps, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre était porté à 6 %.

Par suite du résultat des élections qui donna une majorité considérable au parti conservateur, le taux sur le marché libre s'abaissa jusqu'aux environs de 4 %. Aussi la Banque d'Angleterre put-elle abaisser son taux, en février 1932, à 5 %.

Les capitaux étrangers commençaient à affluer de nouveau à Londres et on avait l'impression, sur la plupart des marchés étrangers, que la livre était entrée dans une période de revalorisation.

Cette affluence avait abaissé considérablement le taux de l'argent sur le marché libre; les acceptations de banque étaient ainsi ramenées à 2 3/4 %.

La Banque d'Angleterre fut obligée de suivre ce mouvement et d'abaisser successivement son taux jusqu'à 2 1/2 % en mai 1932. Les taux sur le marché libre continuèrent d'ailleurs à baisser et les acceptations de banque tombèrent jusqu'à 3/8 %, taux qui ne s'était jamais vu sur le marché britannique.

***

La situation des États-Unis se présente d'une façon totalement différente de celle de l'Allemagne et de l'Angleterre. On se trouve en présence d'un pays qui n'a pas connu les difficultés financières provoquées par la guerre et que le cataclysme mondial a, au contraire, enrichi. Cette richesse énorme grisa les dirigeants des grandes affaires financières et industrielles et ils crurent pendant très longtemps — ils le croient encore d'ailleurs maintenant, — que, par des moyens techniques de manipulation monétaire, ils pourraient conserver et développer la prospérité qu'ils avaient acquise par suite d'événements imprévus, et mettre le pays à l'abri des crises.

C'est en 1922 que commence l'application de la doctrine de la monnaie dirigée qui consistait, vous le savez tous, grâce aux variations du taux de l'escompte et par des achats et ventes de titres, à maintenir théoriquement une certaine stabilité dans les prix mais qui, pratiquement, fut utilisée surtout pour provoquer la hausse des produits.

En 1922, le taux de la Federal Reserve Bank de New-York était de 4 %. Il fut élevé à 4 1/2 % au début de 1923 afin, dit-on, de combattre l'inflation naissante et la hausse des prix.

En mai 1924, un ralentissement général dans l'industrie fut signalé. Afin de stimuler les affaires, le taux fut réduit à 4 %. Cet abaissement n'ayant pas eu l'effet attendu, il fut ramené, en juin, à 3 1/2 %. En juillet et en août 1924, l'indice des prix de gros remonte; la Federal Reserve Bank porte aussitôt son taux de 3 à 3 1/2 %, mais la hausse des prix s'accentuant, le taux est encore relevé, au début de 1926, à 4 %.

Par la suite, l'indice des prix de gros étant en baisse, le taux de l'escompte est réduit de 4 à 3 1/2 %.

En février 1928, le taux était élevé de 3 1/2 à 4 %, ce qui causa une certaine surprise, mais cette mesure était due à la nécessité de donner un avertissement et de mettre un frein à la spéculation à la Bourse des valeurs qui prenait de de grandes proportions.

A partir de ce moment, la politique monétaire des États-Unis devait con-

sister à empêcher, par l'élévation du taux de l'argent, le développement de la spéculation, développement que les autorités monétaires responsables commençaient à trouver excessif et dangereux.

Les banquiers américains n'ont pas vu venir la crise. De nombreux banquiers particuliers ont cru naïvement que cette période de hausse durerait très longtemps, si ce n'est toujours, mais il faut rendre justice aux dirigeants du Federal Reserve System et constater que, pendant deux ans avant le krach, ils ont lutté sans arrêt pour arrêter les excès d'une spéculation forcenée, et c'est en partie par des élévations du taux de l'escompte que le Federal Reserve System est arrivé à la combattre.

En mai 1928, le taux est porté à 4 1/2 %; en juin à 5 % et en août 1929 à 6 %.

L'effondrement de la Bourse de New-York se produisit en octobre 1929. Depuis longtemps il y avait un ralentissement dans le commerce et dans l'industrie; les matières premières avaient tendance à la baisse.

Cette baisse de la Bourse de New-York, qui arrêta la spéculation, libéra les capitaux énormes tant étrangers qu'américains, qui avaient été utilisés pour les fins de cette spéculation et détermina une baisse du taux de l'escompte.

La crise existait donc en puissance depuis assez longtemps lorsque les taux d'escompte commencèrent à baisser, mais l'accentuation de celle-ci provoqua de nouveaux baissements de l'intérêt de l'argent. De 6 %, le taux fut réduit, par paliers successifs, à 2 % le 23 janvier 1930 et à 1 1/2 % le 7 mai 1931; ce taux était d'ailleurs le plus bas qui ait été appliqué dans le monde par une banque d'émission.

L'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne eut ses répercussions aux États-Unis; la crise bancaire s'avéra excessivement sérieuse par suite des prêts importants faits à l'Allemagne et à l'Amérique du Sud; l'étranger vendit des dollars et retira de l'or des États-Unis.

Le Président des États-Unis, par des mesures de fortune et étatistes, essaya de remédier à cette situation. A un moment où les taux d'escompte américains étaient les plus bas qui aient jamais existé, le manque de capitaux se révélait tel que le besoin se faisait sentir d'en créer de nouveaux par une mesure exceptionnelle.

Afin de défendre son encaisse, la Federal Reserve Bank porta le taux de son escompte de 1 1/2 % à 2 1/2 %, mais cette mesure n'ayant pas suffi, elle l'éleva le 15 octobre 1931, à 3 1/2 %.

Les autorités américaines défendirent les exportations d'or par des moyens techniques tels que : modification du Federal Reserve System en vue d'augmenter la quantité d'or exportable d'environ 1 milliard de dollars; hausse des frêts pour l'or des compagnies de navigation maritime, etc...

Cependant, bien que les circonstances fussent défavorables, la Federal Reserve Bank abaissa son taux à 3 %. Cette mesure fut interprétée comme le désir exprimé par le Gouvernement des États-Unis de rompre avec la politique déflationniste, et certains y virent également la preuve que les autorités monétaires américaines n'attachaient aucune importance aux retraits précédents d'or français déposé à New-York.

Malgré les sorties continuelles d'or, sur le marché libre l'argent continua à

être de plus en plus abondant et les taux baissaient. On considérait que cette abondance de l'argent était due en grande partie aux effets de la crise.

En juin 1932, la Federal Reserve Bank de New-York abaissait son taux à à 2 1/2 %. En 1933, le taux des acceptations bancaires sur le marché libre était ramené à 1/4 %.

Cependant, la situation du pays et principalement celle des banques, était de plus en plus mauvaise malgré tous les efforts qu'avait faits le Président Hoover pour permettre aux banques les plus atteintes de continuer à fonctionner.

Comme vous le savez, la crise se déclencha le 14 février 1933 par la décision prise par le gouverneur d'un État américain de fermer toutes les banques de cet État. La crise gagna immédiatement en profondeur et tous les États furent atteints.

Le taux des acceptations de banque sur le marché monta aux environs de 2 1/4 % et la Federal Reserve Bank fut obligée d'élever son taux d'escompte de 2 1/2 à 3 1/2 %.

L'étalon-or fut abandonné par les Américains. La crise monétaire dura fort peu de temps : dès le 16 avril 1933, le taux d'escompte fut baissé de 3 1/2 à 3 % et en mai 1933 de 3 à 2 1/2 %, taux actuel.

En somme, on peut dire que les Américains, qui avaient reproché aux Anglais de n'avoir pas utilisé avec assez d'énergie l'élévation du taux de l'escompte, afin de défendre leur monnaie, ont, quant à eux, employé encore moins ce moyen classique de sauvegarde monétaire.

***

La France a continué après la guerre — comme par le passé — à être le pays connaissant le moins les variations dans son taux officiel d'escompte.

Pendant la période d'inflation, le taux d'escompte a été élevé quand le franc se dépréciait, et a baissé au contraire lorsque les devises étrangères ont baissé. Ainsi, le taux qui était de 6 % en 1929, s'établissait, par deux paliers, à 5 % en 1922. Mais, en 1924, les devises étrangères ayant une grande tendance à la hausse, le taux fut élevé, en deux paliers, de 5 à 6 %, et enfin à 7 % en décembre 1924.

L'offensive contre le franc ayant été brisée, le taux d'escompte fut ramené, le 9 juillet 1925, de 7 à 6 %. Ce taux de 6 % fut maintenu malgré la dépréciation du franc qui s'accentua pendant le premier semestre de 1926.

Le taux d'escompte fut augmenté à 7 1/2 % le 31 juillet 1926, quelques jours après que M. Poincaré eut pris le pouvoir. La hausse du taux de l'escompte faisait partie de son plan de rétablissement financier. Cette hausse devait inciter les commerçants et industriels français à rapatrier les devises qu'ils devaient avoir à l'étranger.

Le plan de M. Poincaré réussit parfaitement et il s'ensuivit une grande détente du loyer de l'argent par suite des rapatriements d'avoirs français détenus à l'étranger et des achats de francs que faisait la spéculation internationale.

Aussi, la Banque de France ramena-t-elle son taux à 6 1/2 % en décembre

1926, à 5 1/2 % en février 1927, à 5 % en avril 1927, à 4 % en décembre 1927 et à 3 1/2 % en janvier 1928.

Le 4 juin 1928, le Parlement vota la nouvelle loi monétaire qui établissait en France un régime monétaire mono-métallisme or.

Nous avons précédemment vu que l'année 1929 est caractérisée, dans le monde entier, par une hausse du taux de l'escompte. La France put maintenir son taux à 3 1/2 % grâce au stock élevé de devises étrangères qu'elle possédait.

Nous avons également vu, après le krach de la Bourse de New-York, en octobre 1929, une baisse de l'escompte dans le monde entier. La France participa aussi à cette baisse et le 30 juin 1930, le taux d'escompte fut ramené à 3 %, le 1er mai 1930, à 2 1/2 % et en janvier 1931 à 2 %.

Les événements d'Allemagne et d'Angleterre en 1931 produisirent quelques remous sur le marché monétaire français. La Banque de France porta, en octobre 1931, son taux d'escompte à 2 1/2 %, taux qui est encore pratiqué actuellement.

Dans ce court exposé, j'ai indiqué, à chaque changement de taux, les raisons qui avaient déterminé cette variation.

Le taux officiel dans un pays doit se rapprocher du taux du marché libre qui est en fonction de la loi de l'offre et de la demande. Si le taux officiel est fixé à un niveau trop élevé par rapport à celui du marché libre, le marché monétaire échappe au contrôle de l'Institut d'émission. Si, au contraire, le taux du marché libre égale ou dépasse le taux officiel, la banque centrale risque d'être submergée par les demandes d'escompte et, pour se défendre, elle est obligée d'élever son taux.

Il est à remarquer que les mouvements de capitaux internationaux se reflètent dans le taux hors banque. En effet, quand les capitaux extérieurs arrivent dans un pays, ils peuvent être utilisés directement par les banques étrangères qui les y envoient sous forme d'achats de papier hors banque; si les capitaux étrangers sont simplement placés à vue ou à terme dans des banques indigènes, celles-ci, pour utiliser ces fonds, les emploieront en plus grande partie dans des achats de papier sur le marché libre.

Avant la guerre, quand un pays voyait, pour une raison ou pour une autre, sa situation monétaire se tendre, les taux du marché libre montaient et l'Institut d'émission constatait cette hausse en élevant son taux. Les capitaux étrangers pouvaient alors se trouver intéressés dans cette hausse des taux et refluer sur la place intéressée. A un certain étiage, l'équilibre s'établissait, la situation monétaire se détendait et les taux avaient tendance à diminuer.

On a expliqué cet état de choses en disant que l'Institut d'émission ne fixait pas le taux de l'argent, qu'il ne faisait que le constater. Et, en fait, certaines banques centrales, comme celles de Grande-Bretagne et des États-Unis, qui voulaient avoir une plus grande influence sur le taux de l'argent, ont été obligées d'agir par des moyens indirects, soit sur le marché monétaire en le contractant ou en le dilatant par des ventes ou des achats de valeurs gouvernementales, soit sur le marché libre en vendant ou en achetant du papier.

Toutefois, à mon avis, le rôle de l'Institut d'émission n'était pas seulement un entérinement pur et simple. S'il ne fixait pas le taux de l'argent, psychologiquement, il l'impressionnait. Ceci demande une explication : si le taux du

marché libre baissait et si l'Institut d'émission ne suivait pas, le taux se fixait à un certain étiage et pouvait même remonter; la réserve de la Banque centrale laissait supposer que cette baisse, qui n'était pas sanctionnée, n'était que passagère. Au contraire, si l'Institut d'émission suivait le mouvement, le marché libre était influencé par cette baisse et pouvait accentuer la sienne. Il se produisait ainsi des phénomènes d'endosmose et d'exosmose entre le taux privé et le taux officiel. En cas de hausse, les mêmes faits se produisaient dans le sens contraire. Dès que les changes devenaient défavorables, que l'or commençait à sortir, le taux du marché libre montait et la Banque d'émission suivait cette hausse jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli par un afflux de capitaux étrangers attirés par des intérêts élevés.

Ainsi, vous avez pu remarquer que, de 1928 à 1930, la France, l'Allemagne, les États-Unis et l'Angleterre avaient une monnaie saine, que la circulation des capitaux s'effectuait normalement et que la loi des vases communicants, commandée par le taux de l'intérêt, a parfaitement joué.

A partie de 1930, les mêmes phénomènes ne se sont pas produits, pour les raisons suivantes :

1° Examinons ce qui s'est passé en Angleterre de mai à décembre 1930. Pendant cette période, le pays exporta continuellement de l'or, et, cependant, les capitaux restèrent très abondants sur la place de Londres et les taux du marché libre ne firent que baisser. Il y a là une antinomie flagrante qui est due à des circonstances exceptionnelles causées par la crise économique mondiale, par la déflation universelle et par la mauvaise situation de l'Angleterre dont la balance des comptes était défavorable. On a dit que, pendant cette période, l'Angleterre aurait pu sauver sa monnaie en élevant son taux d'escompte. On oublie qu'à certains moments, comme je l'ai indiqué, la Banque d'Angleterre essaya de relever les taux, sans grand succès.

2° Après la carence allemande, les capitaux étrangers qui se trouvaient en Angleterre prirent peur, les taux du marché libre se tendirent, la Banque d'Angleterre éleva son taux. Mais l'équilibre ne se rétablit pas, le facteur sécurité intervint qui devait briser les effets de l'élévation des taux d'escompte en Angleterre, comme précédemment il avait arrêté en Allemagne les conséquences logiques de la hausse des taux et, comme plus tard, aux États-Unis, il devait produire les mêmes effets désastreux.

3° Quant aux États-Unis, vous avez pu constater qu'ils ont abandonné l'étalon-or sans pratiquer la défense de leur devise par l'élévation de l'escompte.

Ainsi, dans la période envisagée, l'abondance des capitaux flottants produite par une crise violente survenue après une période d'inflation universelle et sans précédent, n'a pas permis la défense des places financières par la hausse des taux de l'intérêt. D'autre part, la politique d'achat d'acceptations et d'obligations du Trésor pratiquée par les instituts d'émission anglais et américains, créait une abondance monétaire qui empêchait les taux d'escompte de monter par suite des exportations d'or. Et quand, la situation s'aggravant, les capitaux se sont raréfiés tandis que les taux progressaient, les capitaux étrangers ont eu peur, n'ont pas été attirés par l'appât d'intérêts élevés et ont continué à être rapatriés dans leur pays d'origine. Les phénomènes de self défense qui

tendent à empêcher les exportations d'or n'ont donc pu, dans les cas précités, se produire.

Le monde se trouve ainsi déréglé par cette abondance de capitaux qu'a créée notamment le système néfaste du Gold exchange standard.

La crise, au lieu de permettre la déflation de tous ces moyens de paiement flottants qui ne trouvent à se fixer dans aucun pays, va, au contraire, provoquer une nouvelle inflation des capitaux qui ne demandent qu'à s'employer et que, jusqu'à présent, la thésaurisation de l'or et des billets a cachés.

L'abondance de ces capitaux est telle qu'à l'heure actuelle les taux d'intérêts n'ont plus du tout la même signification qu'avant la guerre.

Dans le cas qui nous occupe, les grandes banques d'émission auraient-elles pu défendre plus efficacement la monnaie en augmentant plus vigoureusement leurs taux? Je ne le pense pas. J'ai déjà dit que l'Institut d'émission ne fait qu'impressionner le taux de l'escompte et ne le fixe pas. Quels résultats aurait donnés une augmentation du taux par exemple à 6 % si, sur le marché libre, le papier de première catégorie avait continué à se négocier à 1 %?

La machine monétaire internationale est ainsi complètement détraquée et je ne vois vraiment pas comment elle pourra s'arranger pour fonctionner sur les principes établis avant guerre, puisque chaque jour amène des inflations de crédit.

Il faudrait trouver un nouveau mécanisme qui puisse s'adapter aux réalités actuelles.

Certains esprits croient que l'on pourra remplacer le vieux système d'équilibre en dirigeant l'offre et la demande de l'or par des pratiques diverses telles que des acccords internationaux concernant le pourcentage de couverture métallique des banques d'émission, des ouvertures de crédits réciproques par ces banques, ou l'admission de moyens internationaux de paiement autres que l'or.

L'examen de ces différentes théories sort du cadre de ma communication, mais je tiens cependant, en terminant, à souligner que le système de répartition internationale des capitaux basé sur les taux d'escompte dans les différents pays, laissait à des particuliers, par le jeu de la libre concurrence, et de l'intérêt, le soin d'établir l'équilibre. Dans les systèmes nouveaux que je n'ai pas le temps ici de juger, dont certains ne valent assurément rien, alors que d'autres seront peut-être la loi de l'avenir, l'initiative n'appartiendra plus aux individus, elle sera entre les mains des instituts d'émission, et la plupart du temps même, entre celles des gouvernements. L'État aura donc à intervenir dans des questions aussi délicates et compliquées qui, jadis, se réglaient presque automatiquement par le jeu des intérêts privés. Je crains fort, et vous voudrez bien m'excuser, Messieurs, si je ne termine pas cette communication sur une note réconfortante, que les gouvernements ne soient pas toujours en mesure de remplir un rôle si complexe et difficile.

P. Cauboue.

DISCUSSION

M. le Président remercie M. Caubone de son brillant exposé et ouvre la discussion.

M. Roulleau signale une tendance à remplacer le crédit d'escompte par des ouvertures de crédit en banque, que les bénéficiaires utilisent en tirant des chèques pour le règlement de leurs dettes commerciales, suivant les habitudes des pays anglo-saxons. Il serait intéressant, à ce propos, de pouvoir continuer les statistiques d'avant-guerre sur le montant des créations d'effets de commerce en France; ce travail, qui était fondé sur le produit du droit de timbre sur les effets de commerce, est malheureusement impossible à entreprendre depuis que le type de timbre spécialement destiné à l'acquit de ce droit a disparu pour faire place au timbre fiscal de mocèle unique, utilisable sur les valeurs de toute nature soumises au timbre proportionnel.

Au sujet des compensations, il ne faut pas croire que ce mode de règlement soit exclusif de l'emploi des effets de commerce, dont un grand nombre sont, soit domiciliés dans les banques, soit réglés à l'échéance par remise de chèques ou de mandats de virement qui viennent à la compensation, soit à Paris, soit dans les 225 villes où la Banque de France a organisé des chambres de compensation.

M. Georges Potut, député de la Nièvre, indique que, de la très intéressante et instructive conférence de M. Cauboue, on peut dégager cette conclusion que les modifications du taux d'escompte opérées par les différentes banques d'émission ont été purement passives. Avant la guerre, au contraire, par les variations de l'escompte, les banques centrales pouvaient exercer une action positive et déterminer la création de courants de capitaux, guidés par l'écart des taux d'intérêt entre les différentes places. Mais, à présent, les déplacements de capitaux sont déterminés, non par l'attrait d'un intérêt plus rémunérateur, mais par le sentiment d'une sécurité plus ou moins bien assurée.

L'initiative des instituts d'émission se limite donc, en fait, à prémunir les pays intéressés contre les conséquences funestes des dévergondages du crédit, par exemple en contrariant des afflux trop massifs. C'est ainsi que la Banque de France, lorsque les capitaux apeurés cherchaient à Paris un refuge, a fait des tentatives répétées pour créer un contre-courant d'exportations, sans d'ailleurs y réussir vraiment, à cause de l'insécurité des placements où les capitaux ainsi reflués pouvaient s'investir.

M. Georges Potut essaye, ensuite, de discerner quel pourrait être l'avenir d'une politique d'escompte en Europe. Il constate que cela suppose un certain nombre de conditions préalables.

Des conditions intérieures d'abord, particulières à chaque pays, notamment l'organisation de marchés monétaires. Une des principales difficultés d'une politique d'escompte concertée consiste en ce que les marchés monétaires ont une structure très différente : rudimentaire dans certains pays peu évolués, atteignant, au contraire, un haut degré de perfection à Londres. A Paris,

on ne peut pas dire qu'il existe, à proprement parler, un véritable marché monétaire, et pourtant il serait utile d'arriver à instituer, sur des bases plus larges et avec un courant d'affaires plus actif, un marché de l'argent au jour le jour et de l'escompte hors banque.

Des conditions externes ensuite. D'abord, l'établissement d'une collaboration constante entre les instituts d'émission. La France a donné, à différentes reprises, la preuve qu'elle était animée d'un indiscutable esprit de coopération, en apportant un secours décisif, tantôt au dollar, tantôt à la livre, et en pratiquant une politique d'escompte en harmonie avec celles de Londres et de New-York, afin de permettre une défense plus efficace des monnaies anglo-saxonnes.

Mais il ne semble pas que l'esprit de coopération ait fait de suffisants progrès en Europe et dans le Monde pour fonctionner d'une manière satisfaisante.

Au surplus, une véritable coopération des banques centrales ne pourra fonctionner d'une manière efficace qu'autant que les différentes monnaies seront rattachées à un étalon commun qui ne peut être que l'étalon d'or. Cela suppose donc une réforme monétaire générale, telle que nous l'avons définie à la Conférence de Londres.

De nombreux problèmes viennent se greffer autour de cette idée, en particulier celui de la pénurie du métal jaune, mise en avant par certains économistes anglo-saxons. Mais il semble que l'objection ait perdu de sa force, surtout depuis que la production aurifère s'est développée, dépassant l'an dernier le maximum atteint en 1915. D'ailleurs, les déplacements de lingots qui ont eu lieu au cours de l'année peuvent équivaloir à un commencement de redistribution des réserves métalliques au profit surtout de la Grande-Bretagne.

Est-il besoin d'insister, d'ailleurs, sur cette constatation que la pénurie actuelle est due beaucoup moins à une insuffisance des stocks métalliques en valeur absolue, qu'à une répartition inadéquate, due seulement au défaut de sécurité présenté par de nombreux pays.

Enfin, une politique rationnelle et méthodique de l'escompte suppose un assainissement du marché du crédit et un rétablissement de l'économie internationale. Il est indispensable de revenir à cet état de choses dans lequel les déplacements de crédits et les mouvements de capitaux auront pour seuls mobiles des raisons d'ordre économique résultant du mouvement du commerce international, ou d'ordre financier, c'est-à-dire des dénivellations du taux de l'intérêt s'exerçant sur des places comportant des conditions de sécurité à peu près équivalentes.

M. Guillaume remercie M. Cauboue de l'exposé historique qu'il a bien voulu faire, et qu'il trouve extrêmement intéressant. Toutefois, il demande pourquoi l'orateur a préféré classer les éléments de son étude par pays d'abord, au lieu de les classer par ordre chronologique.

L'inconvénient qui résulte d'un examen successif de l'histoire en Allemagne d'abord, en Angleterre ensuite, aux États-Unis, puis en France, etc..., consiste à laisser supposer que les manipulations du taux de l'escompte ont permis chaque fois, au pays considéré, de réaliser un état d'équilibre par rapport à ses voisins. Or, de l'aveu même de l'orateur, des mouvements simultanés

dans l'ensemble des pays ont constitué des faisceaux de courbes parallèles dont les ondulations doivent être analysées à part, puisqu'elles se superposent aux oscillations du premier ordre.

M. Guillaume pense que ces mouvements simultanés, sur lesquels l'attention n'a pas été attirée spécialement dans l'étude des manipulations des taux, constituent cependant l'un des phénomènes essentiels des mouvements cycliques.

M. Guillaume conclut en recommandant, comme méthode de travail et d'analyses, la technique des cinémogrammes qui consiste à examiner, dans les instants successifs, la valeur relative des différents paramètres en présence desquels l'observateur se trouve placé, tel le naturaliste analysant le mécanisme du vol des oiseaux et auquel le cinéma rend des services irremplaçables. Cette méthode conduit à attribuer, à des phénomènes singulièrement négligés, une importance qui apparaît comme tout à fait décisive, tel l'angle infime que forme le gouvernail d'un bateau par rapport à son axe, angle qui suffit à faire virer la masse tout entière, bien qu'à l'œil nu le changement de direction semble presque impossible.

M. Navachine. — La très intéressante communication de M. Cauboue m'a tout d'abord quelque peu intimidé. En effet, en suivant la description détaillée des variations du taux des banques d'émission pendant et après la guerre, je craignais que l'orateur attribuât à ces variations un rôle décisif dans les phénomènes monétaires de cette période. Ma crainte fut dissipée parce que, dans sa conclusion, M. Cauboue déclara que le taux d'escompte n'était plus susceptible d'exercer un rôle décisif sur les mouvements de capitaux, et qu'il s'agissait de trouver un autre moyen d'action convenable.

Pour ma part, je voudrais attirer l'attention du conférencier sur le fait que la nature même de la monnaie a changé entre temps.

En effet, jusqu'à environ un demi-siècle d'ici, la plus grande partie des moyens de règlement utilisés dans les grands pays industriels et commerciaux étaient les pièces d'or et les billets, monnaie fiduciaire créée sur la base des réserves d'or des Instituts d'émission et de leur portefeuille commercial.

Or, depuis, se sont développés les règlements par compensation de paiement, c'est-à-dire moyennant virements dans les livres des banques, règlements qu'on peut dire être effectués en monnaie bancaire ou scripturale.

Cette monnaie est créée par les banques, en dépendance très élastique des stocks d'or. Ainsi, l'or et même les billets n'exercent pas d'influence décisive sur le volume de la monnaie bancaire. Celle-ci résulte des opérations dites actives des banques. Cela est très facile à prouver si l'on réfléchit que le montant des dépôts de l'ensemble des banques ne pourrait pas dépasser leur encaisse si les opérations actives n'intervenaient pas.

Or, quelle est l'influence du taux d'escompte des Instituts d'émission sur la création de la monnaie scripturale? Du moment que le taux d'escompte privé est au-dessus du taux des Instituts d'émission, cette influence est pratiquement égale à zéro. Et telle était, en règle générale, la situation pendant la plus grande partie de la période d'après-guerre.

On peut, bien entendu, indiquer comme exception la situation du marché

new-yorkais lors du boum de 1928-29. Eh bien, cette exception ne fait que prouver que l'influence du taux d'escompte officiel est encore égale à zéro, même lorsque le taux privé le dépasse. En effet, l'effort du Federal Reserve Board de mater la spéculation était neutralisé par le consentement des banques et du public étrangers de financer New-York à des taux plus élevés que celui de l'Institut d'émission.

L'autre fait à prendre en considération, c'est la destruction du marché monétaire international, par l'abandon de l'étalon-or par la plupart des pays.

De ce chef, les règlements internationaux deviennent tout simplement impossibles, parce que la plus grande partie de ces règlements se trouvait opérée par compensation des comptes, et que cette compensation était réalisée précisément par la confrontation des différentes devises sur les grands marchés monétaires, tels que fut Londres.

Dans ce cas encore, le taux d'escompte des Instituts d'émisssion est sans portée pratique.

Il faut plutôt penser à la création d'un nouvel organisme de compensation qui pourrait se substituer à Londres. Un tel organisme pourrait être par exemple un Office international de règlement, qui serait une conclusion logique de l'existence d'un certain nombre d'Offices de compensation, fonctionnant sur la base d'accords bilatéraux. Or, la compensation comme les échanges ne sont pas exclusivement bilatéraux, mais au moins aussi souvent triangulaires ou multilatéraux. Pour qu'un Office puisse assurer la compensation des comptes par ses écritures, il faut donc qu'il soit international, et puisse contribuer à des compensations de comptes aussi bien bilatérales que triangulaires ou multilatérales.

C'est sur ce plan qu'on peut rechercher des adaptations nouvelles, susceptibles d'assurer le fonctionnement convenable des monnaies dans les conditions où les variations du taux d'escompte des Instituts d'émission ne correspondent plus qu'à des souvenances d'un ordre monétaire parfaitement différent de celui auquel on a affaire actuellement.

M. Cauboue est entièrement d'accord avec M. Guillaume, en ce qui concerne la façon dont sa communication aurait pu être présentée.

Les variations du taux de l'escompte, en effet, auraient pu être étudiées en suivant l'ordre chronologique et non pas par pays. Il a même fait un essai pour présenter sa communication de cette façon. Malheureusement, cette présentation offrait peu de clarté par suite des phénomènes intérieurs qui ont conduit tous les pays à avoir, à certains moments de leur histoire, une politique monétaire particulière. C'est pour cette raison que la communication a été présentée sous cette forme.

M. Cauboue n'est pas d'accord avec M. Guillaume sur le terme qu'il emploie de « manipulation » du taux de l'escompte. La manipulation a un sens péjoratif qui ne peut être appliqué dans le cas exposé. En effet, pendant toute la période, les banques centrales ont, en général, essayé de suivre le taux de l'argent sur le marché libre; elles ne se sont pas livrées à des manipulations monétaires.

M. Cauboue conteste également que l'état d'équilibre ait été réalisé dans

chaque pays, en quelque sorte au détriment des pays voisins. Dans les variations de taux monétaire nécessitées par les mouvements de capitaux entre deux pays, il n'y en a pas de particulièrement avantagé. Le pays qui envoie ses capitaux le fait parce qu'il reçoit un intérêt plus élevé que sur sa propre place; quant à celui qui les reçoit, il retrouve son équilibre grâce à l'intérêt plus élevé que les circonstances l'obligent à payer pour recevoir des capitaux étrangers. Si, à certains moments, il y a eu une période très caractéristique de hausse du taux de l'escompte, et, ensuite, de baisse, la première est due principalement à l'ampleur prise par la spéculation à New-York. En effet, les fonds utilisés par la spéculation étant de plus en plus importants, il était naturel que le taux de l'intérêt monte, non seulement aux États-Unis, mais aussi dans le monde entier, parce que les étrangers voulaient participer aux hauts taux d'intérêts ainsi obtenus à Wall street, et envoyaient continuellement des capitaux à New-York. Ensuite, la baisse a été générale parce que l'effondrement de la Bourse de New-York a libéré des capitaux très importants qui ont rejoint leurs pays d'origine. Après cette baisse générale, nous avons vu, quelques années après, une hausse générale sruvenue par suite des événements d'Allemagne qui apportèrent sur le marché des capitaux du monde entier une grande perturbation.

M. Cauboue serait particulièrement heureux que l'étude qu'il a amorcée, puisse être continuée d'une façon plus approfondie par les moyens présentés par M. Guillaume.

En ce qui concerne l'exposé fait par M. Navachine, M. Cauboue est entièrement d'accord sur sa première partie. Dans les circonstances actuelles, le taux d'escompte des Instituts d'émission n'a plus une grande valeur, mais il ne croit pas que ce soit sur le plan indiqué par M. Navachine que doive être trouvée la solution de l'avenir. L'Office de compensation organisé comme le voudrait M. Navachine offrirait fort peu de souplesse et ne permettrait pas les mouvements rapides de capitaux provoqués par la recherche de la sécurité.

M. Cauboue est tout-à-fait de l'avis exposé par M. Roulleau. Il partage entièrement les idées exposées par M. Georges Potut et il déplore, comme lui, que l'on n'ait pu encore organiser, à Paris, un véritable marché monétaire.

M. le Président remercie les collègues qui ont animé la discussion de leurs observations judicieuses et M. Cauboue qui a bien voulu leur répondre.