

**L'histoire économique au secours de la théorie budgétaire du niveau général des
prix ?**

une analyse exploratoire de l'expérience monétaire française des années 1920

Bertrand Blancheton

CHE et Université Montesquieu-Bordeaux IV

Avenue Léon Duguit

33608 Pessac Cedex

email : blanchet@montesquieu.u-bordeaux.fr

et

Marc-Alexandre Sénégas^(*)

Université Montesquieu-Bordeaux IV

Avenue Léon Duguit

33608 Pessac Cedex

email : senegas@montesquieu.u-bordeaux.fr

**L'histoire économique au secours de la théorie budgétaire du niveau général des prix ?
une analyse exploratoire de l'expérience monétaire française des années 1920**

**Can economic history be helpful for the Fiscal Theory of the Price Level ?
A preliminary analysis of French monetary experience in the Interwar years**

Résumé :

Cette contribution envisage d'examiner le bien fondé de l'appel à la théorie budgétaire du niveau général des prix (*Fiscal Theory of the Price Level* en anglais et ci après FTPL) comme cadre d'analyse de l'expérience monétaire française des années vingt. La FTPL tente de faire de l'évolution de la dette publique le principal déterminant du niveau général des prix à travers la vérification de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat (envisagée *ex post*). Les faits observés en France au cours des années 1922-1926 paraissent à première vue conforter cette mise en relation. Néanmoins une analyse plus affinée de la conduite de la politique monétaire sur la période invite à privilégier la version faible plutôt que forte de cette théorie dans la mesure où la dynamique de la dette publique allait alors de pair avec une domination de la politique budgétaire sur la politique monétaire.

Summary :

In this paper, we try to investigate the rationale for using the Fiscal Theory of the Price Level (FTPL) as a relevant theoretical framework for analysing monetary French experience in the Interwar period. This approach involves considering the evolution of public debt as the main anchoring factor of the price level through the respect of the intertemporal budget constraint by the public sector. French stylized facts, especially during the 1922-1926 period seem at first glance to be in accordance with this relationship. A more precise analysis of the monetary policy implementation suggests, however, that only the weak form (instead of the strong one) of the FTPL could have prevailed. Indeed, the requirement of stable public debt dynamics went hand in hand with the domination of monetary policy by fiscal policy

Mots-clé : Théorie budgétaire du niveau des prix. Contrainte budgétaire intertemporelle ; fixation du taux d'intérêt

JEL codes : N1

**L'histoire économique au secours de la théorie budgétaire du niveau général des
prix ?
une analyse exploratoire de l'expérience monétaire française des années 1920**

Longtemps deux grandes théories de la formation du niveau général des prix ont pu être distinguées autour de la traditionnelle opposition facteurs monétaires *versus* facteurs réels. Pour les monétaristes le niveau général des prix est déterminé sur le marché de monnaie et l'inflation est, pour reprendre la proposition de M. Friedman, « *toujours et partout un phénomène monétaire* » (1968). Pour les keynésiens les déterminants de l'inflation peuvent être d'ordre réel : le niveau général des prix est déterminé à partir des conditions d'équilibre du marché du travail et/ou du marché des biens et services.

Dans les années 1990 une nouvelle théorie a été échaufaudée, la théorie budgétaire du niveau des prix (en anglais '*Fiscal Theory of Price Level*', et par la suite, FTPL). L'idée de base est la suivante : le niveau de la dette publique détermine celui des prix. Plus précisément, le niveau général des prix égalise la valeur réelle de la dette publique et la valeur future anticipée des soldes budgétaires. Si au cours de la période courante une hausse de la dette n'est pas compensée par l'anticipation d'un excédent budgétaire dans le futur, le niveau des prix (NGP) peut s'accroître immédiatement. Dans un tel régime désigné comme non-ricardien l'ajustement prend la forme d'un saut brusque et immédiat du niveau général des prix (en l'absence de toute viscosité nominale). Si, au contraire, l'on se situe dans un régime ricardien (Barro (1974), Sargent (1982)), les prix restent parfaitement stables, dès lors que l'évolution anticipée des soldes primaires est compatible avec la satisfaction de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat.

La FTPL est en réalité tributaire de nombreuses contributions parfois anciennes (pour une mise en perspective historique et une analyse critique, axée sur la disparition de la monnaie, voir Creel et Sterdyniak (2000)).

Dès le début des années 1970, Brunner et Meltzer (1972) reprochent à Friedman de négliger les variables budgétaires dans l'explication de l'inflation. Sargent et Wallace (1981) systématisent les relations de domination entre politique budgétaire et politique monétaire sur la base d'une équation de « soutenabilité » de la dette publique. S'appuyant sur les travaux de Barro (1974), Sargent (1982) établit un lien entre dynamique des prix et caractère ricardien ou non ricardien de l'économie. La première version de la FTPL est proposée par Begg et Haque (1984) qui cherchent à résoudre le problème de la détermination du niveau général des prix dans un contexte de fixité du taux d'intérêt nominal. Leeper (1991) formalise quatre régimes de relations possibles entre politique budgétaire et politique monétaire tour à tour active et passive, il étudie la stabilité de ces configurations. Les travaux de Woodford (1995) relient ouvertement dynamique de la valeur nominale de la dette, anticipation concernant les soldes primaires et ajustement par les prix. Il propose de substituer une théorie quantitative de la dette publique à la théorie quantitative de la monnaie.

Comme le soulignent Creel et Sterdyniak (2000), cette nouvelle théorie se heurte pour l'instant à un important problème : « elle ne part d'aucun fait empirique constaté », elle demeure « une pure scolastique ». L'épisode des années 1980 est parfois avancé pour l'appuyer mais il faut reconnaître son caractère assez ambigu du fait de la multiplicité des facteurs alors à l'œuvre : contrainte extérieure forte, politique monétaire active (restrictive avec élévation des taux d'intérêt), désindexation salariale et taux de chômage élevé (deux facteurs de freinage des prix).

Cette lacune empirique explique sans doute la faible résonance de ces travaux dans la communauté scientifique et l'absence de débats autour des conséquences normatives de cette théorie. Pourtant, si la hausse du niveau général des prix pouvait être déterminée par l'autorité budgétaire, la stratégie à mettre en œuvre pour atteindre l'objectif d'inflation devrait être repensée. La question de l'indépendance de la Banque centrale ne serait plus problématique. Les nouvelles conditions

institutionnelles de la stabilité des prix devraient, en particulier, s'articuler autour de la définition de certaines « règles » en matière budgétaire, comme celles édictées par le Traité de Maastricht ou le pacte de stabilité d'Amsterdam.

Si un épisode de l'histoire économique est susceptible d'offrir un terrain d'expérimentation privilégié pour cette nouvelle théorie, c'est bien - *a priori* - le cas français du milieu des années 1920, traditionnel laboratoire de la « modernité » dans le domaine monétaire. Les faits stylisés de la période paraissent particulièrement prometteurs dans la perspective d'une validation de la théorie budgétaire du NGP. Il semble en effet que l'on se situe alors sous un régime non-ricardien qui combine une accumulation de déficits budgétaires, un endettement très important de l'Etat (le rapport dette publique sur PIB annuel dépasse les 200% au sortir de la guerre, niveau rarement - sinon jamais - atteint en France), une stabilité des avances directes et de la circulation (au moins sur la sous période avril 1922 - avril 1925) et surtout une hausse très substantielle du niveau général des prix.

Cette inflation semble, de prime abord, assez difficilement explicable sur les seules bases des approches keynésienne et monétariste. Dès lors ne pourrait-elle pas être de nature budgétaire ? Pour les contemporains, la responsabilité du déficit budgétaire dans l'inflation ne fait en tous cas aucun doute, Sauvy note ainsi : « *A cette époque, la majorité des critiques rend responsable le déficit budgétaire ou celui de la trésorerie* » ((1984), p. 46)

Après avoir rappelé les caractéristiques de la théorie budgétaire du niveau général des prix et choisi un cadre théorique de référence, nous verrons dans quelle mesure la FTPL permet exactement de rendre compte de l'inflation française sur la période 1922-1926. Il faut cependant noter d'emblée que cette phase ne peut pas être *a priori* considérée comme homogène, une rupture intervenant en avril 1925 à la suite de la révélation du scandale des faux bilans de la Banque de France qui porte atteinte à la crédibilité de cette institution. Cet événement révèle l'existence de deux éléments dont il convient de tenir compte pour l'évaluation du bien fondé de la FTPL sur cette période : il signale tout d'abord que les autorités monétaires ont « craqué » (elles ont

procédé à une création monétaire) et il modifie ensuite la donne en matière d'anticipations inflationnistes ouvrant la porte à une dynamique incontrôlée des prix.

1- La théorie budgétaire du niveau général des prix et ses variantes : une mise en perspective

La théorie budgétaire du niveau général des prix déplace les conditions de détermination de cette variable du marché de la monnaie vers celui de la dette publique *via* la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat. Plusieurs problématiques peuvent lui être rattachées et en particulier (1) celle ayant trait aux relations entre autorités monétaires et budgétaires que le respect de cette contrainte implique (2) celle, liée, qui relève des modalités de contrôle de l'offre de monnaie par la Banque centrale (3) enfin, celle qui concerne la prise en compte de cette contrainte au sein de la représentation macroéconomique globale et des implications qui en résultent sur les conditions de détermination des variables économiques concernées à l'équilibre (dont, en premier lieu, le niveau général des prix). Les deux premières interrogations trouvent dans le contexte français des années 1920 un écho tout à fait particulier, ce qui justifie qu'on les examine attentivement dans la perspective d'une lecture de l'expérience monétaire française à la lumière des enseignements de la FTPL.

1.1- Régime ricardien *versus* domination budgétaire

Le rapport de forces entre autorités monétaires et budgétaires, outre le fait qu'il pose la question de l'autonomie (institutionnelle et opérationnelle) de la Banque centrale, est pris en compte d'une manière spécifique dans les travaux relatifs à la FTPL. Dans le cadre d'analyse qui lui est associé, les deux pôles (Trésor et Banque centrale) sont en général regroupés sous une entité conjointe, celle de la puissance publique (ou de l'Etat au sens large) lorsqu'il s'agit de mettre en évidence la contrainte budgétaire en termes de flux à laquelle cette entité est soumise.

Cependant, la question de la coordination des actions opérées par chacun des deux acteurs publics est nécessairement abordée lorsque l'on veut appréhender les modalités par lesquelles cette contrainte peut être satisfaite sur une base intertemporelle ; en d'autres termes, il paraît important de savoir qui de la création monétaire ou de l'excédent budgétaire portera la charge d'ajustement pour assurer une dynamique stable de la dette publique.

Des deux configurations qu'il envisage en réponse à ce problème, Sargent (1982) tire une distinction originelle entre régime ricardien et non-ricardien qui sera reprise, mais d'une manière détournée, par les partisans de la *FTPL* forte¹. La définition donnée du régime ricardien par l'auteur américain est très claire et s'inscrit dans la lignée directe du message de Ricardo. Elle fait aussi appel à une conception tout à fait spécifique des relations entre autorités monétaires et budgétaires et une correspondance s'établit naturellement entre la dichotomie effectuée à propos des régimes ricardien et non ricardien et celle opérée entre une suprématie de la politique monétaire sur la politique budgétaire (au regard de la stabilisation de l'évolution de la dette publique) et, à l'inverse, une domination de la politique budgétaire sur la politique monétaire² :

« (...) On peut l'illustrer en considérant deux cas polaires pour les régimes budgétaires et monétaires. Dans le premier cas - régime ricardien -, l'émission supplémentaire de titres de la dette publique est toujours accompagnée de l'annonce d'une augmentation planifiée des impôts futurs tout juste suffisante pour rembourser la dette. Dans ce régime, un endettement additionnel de l'Etat auprès du public signale une intensification de la pression fiscale à venir (voir Barro). Dans le deuxième cas polaire [non ricardien], une émission supplémentaire de titres gouvernementaux ne sera pas contrebalancée par la perspective d'impôts plus élevés dans le futur mais par des recettes de seigneurage collectées *via* l'augmentation de la base monétaire. Sous ce régime, un endettement

plus important de l'Etat signifie une promesse d'accroître la monnaie de base à l'avenir et finalement de monétiser la dette dans le futur.

(...) Les autorités budgétaires dominent leurs consœurs monétaires lorsque les premières choisissent une politique déterminée en matière de dépenses publiques et de fiscalité qui induisent une trajectoire de la dette totale du gouvernement à laquelle les secondes doivent s'ajuster.

(...) Si les autorités monétaires sont suffisamment puissantes vis-à-vis des responsables budgétaires [domination monétaire] pour pouvoir annoncer qu'elles s'engagent inconditionnellement à respecter une règle de croissance de la base monétaire de l'ordre de $k\%$ (k petit), elles peuvent alors dicter à l'autorité budgétaire le montant du seigneurage auquel il doit simultanément s'attendre et ajuster l'évolution du solde prévu de ses dépenses sur ses recettes budgétaires. En ce sens, une règle de croissance monétaire peut être considérée comme un mécanisme monétaire qui discipline la politique budgétaire ».

(Sargent, 1982, pp. 385-387).

De même, Leeper reprend cette dichotomie mais en lui préférant une sémantique en termes de passivité et d'activisme des politiques budgétaires et monétaires³.

« Les politiques menées à l'équilibre peuvent être dissociée en deux catégories, selon que la levée d'impôts directs et non-forfaitaires à l'avenir serve à contrecarrer entièrement une évolution subite de la dette publique ou que ces modifications de l'endettement réel génèrent une création monétaire présente ou future. Dans le premier cas, la politique monétaire est active et celle menée au plan budgétaire passive. (...) Au sein des contributions qui analysent les relations entre ces deux pôles, cette première catégorie est appréhendée chez Sargent et Wallace à travers le concept de domination de la politique monétaire et chez Aiyagari et Gertler (1985) par le biais du régime ricardien.

Dans le second cas, la politique budgétaire est active et la politique monétaire passive. Cette configuration fait référence à la domination de la politique budgétaire et reproduit l'ensemble des cas inclus par Aiyagari and Gertler sous le régime non ricardien. En ce sens, les chocs sur le déficit budgétaire induisent une augmentation de l'inflation actuelle ou future.

(...) Des travaux récents envisagent la conduite de ces politiques comme le produit de l'équilibre d'un jeu entre les autorités monétaire et budgétaire. Par exemple, dans la description que fait Sargent (1986) du régime ricardien, l'autorité monétaire est le meneur du jeu alors que l'autorité budgétaire est suiveur et augmente les impôts de manière à équilibrer le budget. Ceci fait écho à la distinction entre une politique monétaire active et une politique budgétaire passive. Sargent et Wallace (1981, p. 2) envisagent quant à eux une arithmétique monétariste déplaisante qui fait référence à un schéma de coordination entre les deux pôles budgétaires et monétaires dans lequel « la politique budgétaire domine la politique monétaire » et « l'autorité monétaire est confrontée à la contrainte que lui impose la satisfaction de la demande de titres publics ». Cela correspond à un comportement actif des autorités budgétaires et passif pour leurs consœurs monétaires. »

(Leeper, 1991, p. 131)

La distinction entre les deux régimes est donc déterminée par les relations induites entre la contrainte budgétaire intertemporelle et l'évolution anticipée des moyens de financement que l'Etat peut voir mis à sa disposition, soit directement *via* l'obtention de surplus budgétaires primaires (et donc l'appel à la fiscalité) soit en mettant à contribution la Banque centrale (par la création monétaire, directe et indirecte). La nature du régime découle donc de la manière dont est assurée la compatibilité entre, d'un côté, une dynamique soutenable de la dette publique et, de l'autre, les trajectoires suivies par le solde budgétaire et la création monétaire.

- Dans le premier cas (classique) du *régime ricardien*, l'évolution du solde budgétaire répond, période par période, à la dynamique de la dette publique de manière à satisfaire la contrainte budgétaire intertemporelle et ce indépendamment du comportement des autorités monétaires. Selon cette perspective ricardienne, les agents privés, détenteurs de titres de la dette, ne seront pas amenés à modifier leur comportement à la suite d'un déficit annoncé à la période courante car ils savent qu'il sera compensé dans le futur par un excédent budgétaire afin de permettre une dynamique stable de la dette publique.

- *A contrario*, dans le cas d'un *régime non-ricardien*, l'évolution du solde primaire n'est pas compatible avec une trajectoire stable de la dette publique *toutes choses égales par ailleurs*. La présence de déficits budgétaires (ou le fait que des excédents budgétaires ne parviennent pas à être dégagés) peut alors témoigner de ce que la politique budgétaire se détermine sans tenir compte *a priori* du respect à long terme de la « soutenabilité » de la dette publique. Deux scénarios peuvent alors prévaloir qui dépendent du comportement des autorités monétaires et de sa perception par le secteur privé :
 - ♦ Les agents privés peuvent être d'un côté incités à penser que la compatibilité entre le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat et cette évolution « exogène » des soldes primaires devra être *in fine* assurée par un recours forcé à la création monétaire directe, sous forme d'avances, ou indirecte, si le secteur bancaire achète les titres de la dette publique. Si tel est le cas, la Banque centrale, en fournissant alors le moyen d'ajustement monétaire, assujettit de fait son comportement à celui du Trésor. Dans cette configuration, le taux d'inflation futur ne peut plus être déterminé sur la seule base de critères définis par l'autorité en charge de la politique monétaire. Sa valeur dépend en partie des conditions de « soutenabilité » de la dette publique. On a ici la *version faible de la FTPL*, illustrée en particulier par Sargent et Wallace (1981).

♦ Cependant, et d'un autre côté, si la Banque centrale ne souhaite pas faire de la politique monétaire un simple correctif des débordements budgétaires, et dès lors, si les évolutions de la création monétaire comme celles du solde budgétaire se déterminent indépendamment de celle de la dette publique, le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle ne peut passer que par un ajustement du niveau général des prix⁴. Seul un saut de ce dernier permet en effet de garantir une égalité entre la valeur du ratio de la dette courante au PIB et la somme des valeurs réelles actualisées des soldes budgétaires et de la création monétaire éventuels à venir (en termes du PIB). Sous cette configuration *extrême* d'un régime non-ricardien, désignée comme *la version forte de la FTPL*, le niveau général des prix est alors déterminé par les conditions d'équilibre du marché de la dette à chaque période (dont celle courante)⁵.

2.2- Régimes budgétaires et régulation de l'offre de monnaie

A ce stade de l'analyse, il convient d'évaluer la manière dont la prise en compte des modalités de contrôle de l'offre de monnaie peut s'articuler avec la distinction opérée *supra* entre régimes ricardien et non-ricardien. Dans la mesure où les rapports entre autorités monétaire et budgétaire sont directement concernés par cette dichotomie, l'examen de l'influence exercée par la Banque centrale sur la base monétaire doit faire référence aux moyens par lesquels le financement monétaire de l'Etat est opéré. Deux contreparties de l'offre de monnaie doivent être *a priori* prises en considération à ce niveau. Il faut, d'une part, considérer la possibilité que des avances directes soient octroyées par la Banque centrale au Trésor ; il convient, d'autre part, d'envisager la possibilité que le secteur bancaire de second rang se porte acquéreur des titres de la dette publique lors du renouvellement de la dette ou à l'occasion de nouvelles émissions et que ces titres soient portés au réescompte auprès de l'Institut d'émission. Les avances et l'encours des titres publics détenus par la Banque centrale constituent par conséquent les deux voies par lesquelles les

évolutions sur le marché de la dette peuvent avoir des répercussions sur celui de la monnaie centrale.

Ces implications sont-elles automatiques ? Cela dépend de deux facteurs.

◆ Le premier est plutôt d'ordre institutionnel : il dépend du degré réel d'indépendance dont dispose la Banque centrale vis-à-vis des responsables du Trésor et qui conditionne sa capacité de régulation des évolutions de ces deux contreparties budgétaires. En d'autres termes, l'ampleur de cette marge de manœuvre détermine si les dirigeants de l'institut d'émission ont réellement les moyens de résister aux éventuels *desiderata* du gouvernement lorsque ceux-ci vont à l'encontre de la stabilité monétaire. Ici une analyse de l'autonomie de l'autorité monétaire est nécessaire pour dégager ce qu'il en est, dans les faits, des rapports entre Etat et Banque centrale.

◆ Le second relève d'une distinction sur la nature du contrôle exercé par la Banque centrale sur l'offre de monnaie et de laquelle dépendra *in fine* le caractère forcé ou délibéré de la monétisation de la dette publique. Ce critère opérationnel se révèle, parce qu'il le subsume, plus déterminant que le premier.

L'autorité monétaire peut choisir d'opérer, dans ce domaine, de deux manières. Elle peut tout d'abord décider de fixer une norme de croissance à la base monétaire. Ce premier cas sous-entend qu'elle est en mesure d'exercer une régulation discrétionnaire des évolutions de ses contreparties et, en particulier, celles qui relèvent du financement monétaire du déficit budgétaire ou de la dette publique. Cette situation est donc celle implicitement d'une domination de la politique monétaire sur la politique budgétaire.

La Banque centrale peut aussi souhaiter agir *via* un objectif en termes de prix sur le marché de la monnaie centrale afin de veiller à la stabilité du taux d'intérêt nominal. Dans ce cas, la quantité de monnaie qui s'échangera à l'équilibre sur ce marché est totalement endogène aux variations de la demande et la Banque centrale ne régule

pas l'évolution des contreparties de la base qui deviennent un donnée à laquelle elle ajustera la création monétaire. Si le taux d'intérêt considéré se rapporte aux titres de la dette publique émis par le Trésor, sa fixation peut être alors apparentée à celle d'une soumission du comportement de l'autorité monétaire aux conditions de bouclage de l'identité budgétaire du Trésor⁶. Il y a clairement, sous ce scénario, une domination de la politique monétaire par la politique budgétaire. A comportement budgétaire inchangé de la part du Trésor, toute variation de la demande de titres par le secteur privé induit, en particulier, une modification de la quantité de monnaie centrale injectée à due concurrence par la Banque centrale au titre du refinancement (*via* le réescompte). Cette mise sous tutelle de la politique monétaire a d'ailleurs été évoquée par Friedman (1968) à propos de l'accord conclu entre la *Federal Reserve* et le Trésor américain de 1941 à 1952 sur la fixation du taux d'intérêt nominal pour assurer des conditions stables de renouvellement des titres de la dette publique américaine.

Le choix d'un objectif de taux ou d'une cible quantitative détermine par conséquent le degré effectif d'autonomie opérationnelle dont disposera la Banque centrale au regard de l'autorité budgétaire. Cette alternative en matière de contrôle de la base monétaire entretient par là même une correspondance logique avec la distinction entre régime ricardien et régime non-ricardien opérée *supra*.

On peut en effet aisément comprendre, dans ces conditions, qu'une configuration sous laquelle la politique monétaire est fondée sur un objectif quantitatif aille de pair avec un régime ricardien (voir, à ce titre, la dernière citation de Sargent, *supra*)⁷. De manière symétrique, le cas d'une fixité du taux d'intérêt nominal sur le marché de la dette paraît correspondre à une configuration non-ricardienne dans laquelle la création monétaire est totalement endogène à la réalisation de l'équilibre sur le marché de la dette, lorsque l'évolution des soldes budgétaires est une donnée exogène de la situation économique.

Cela étant, cette dernière situation ne paraît pas compatible avec la vérification de la *FTPL* dans sa version forte. Cette variante de la théorie budgétaire fait en effet

référence à une configuration dans laquelle l'évolution de la politique budgétaire et celle de la politique monétaire se déterminent indépendamment du respect de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat. La fixité du taux d'intérêt nominal implique, *a contrario*, que la création monétaire dépende directement des déséquilibres engendrés par la mise en œuvre d'une politique budgétaire indifférente au respect de la contrainte budgétaire intertemporelle. L'identité comptable que la puissance publique se doit de respecter à chaque période débouche, dans ce cas, sur une liaison directe⁸ entre les variations du montant des titres publics que l'Etat place auprès des participants privés sur le marché de la dette et l'évolution de l'endettement qu'il contracte vis à vis de la Banque centrale quand elle acquiert les titres de la dette publique⁹.

En ce sens la version forte de la *FTPL* ne peut faire référence qu'à une configuration d'un régime non ricardien sous laquelle les autorités monétaires exercent un contrôle rigoureux de la base monétaire.

Un tableau à quatre entrées peut être alors proposé :

Tableau 1		
Procédures / Régime	Régime ricardien (domination monétaire)	Régime non ricardien (domination budgétaire)
Contrôle effectif de la base	Domaine de validité de la théorie quantitative de la monnaie	Théorie budgétaire dans sa version forte
Contrôle du taux d'intérêt nominal	Indétermination du NGP	Théorie budgétaire dans sa version faible

Les deux régimes induisent, par extension, deux types de configurations quant à la détermination du niveau général des prix. Lorsqu'il y a flexibilité parfaite de ce dernier et dans un contexte non-ricardien, la valeur d'équilibre du NGP est dérivée en tenant compte de la contrainte budgétaire, alors que dans le cas ricardien (situation de référence de la littérature), les conditions d'équilibre du marché de la monnaie concourent à son établissement (imparfaitement quand il y a un contrôle du taux d'intérêt)¹⁰.

A ce stade, l'intégration des configurations ricardienne et non ricardienne dans le schéma macroéconomique global (troisième enjeu associé à l'évaluation de la *FTPL*) mériterait une analyse beaucoup plus précise qui dépasse le cadre de cette contribution. Différentes interrogations lui sont cependant liées et en particulier celles qui tiennent à la prise en compte explicite des actions du secteur privé, et, sur ce plan notamment, à la comptabilité des contraintes budgétaires respectives auxquelles ce dernier et l'Etat doivent faire face ainsi que celles qui relèvent d'une modélisation explicite du comportement d'arbitrage de l'agent représentatif entre titres publics, monnaie et biens (*cf.* Carlstrom et Fuerst (2000) pour un point de vue critique).

De cette brève mise en perspective, il ressort cependant qu'une évaluation du bien fondé de la *FTPL* dans sa version forte (cette dernière étant la seule qui soit réellement originale par rapport aux approches « traditionnelles ») ne peut faire l'impasse d'un examen des modalités de contrôle de l'offre de monnaie dans l'économie. C'est en effet principalement à ce niveau que s'exprime le réel rapport de forces entre les deux pôles de la politique économique et que se révèlent, en conséquence, les voies par lesquelles la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat est satisfaite.

Le cas français des années 1922-1926 est à cet égard particulièrement intéressant.

2- Essai de lecture de l'expérience monétaire française du début des années 20

Sur le plan monétaire et financier, l'économie française paraît caractérisée au sortir de la Première Guerre mondiale par deux orientations *a priori* très difficilement conciliables : l'important déséquilibre des finances publiques et l'annonce d'un objectif peu réaliste de retour à l'étalon-or sur ses bases d'avant-guerre¹¹.

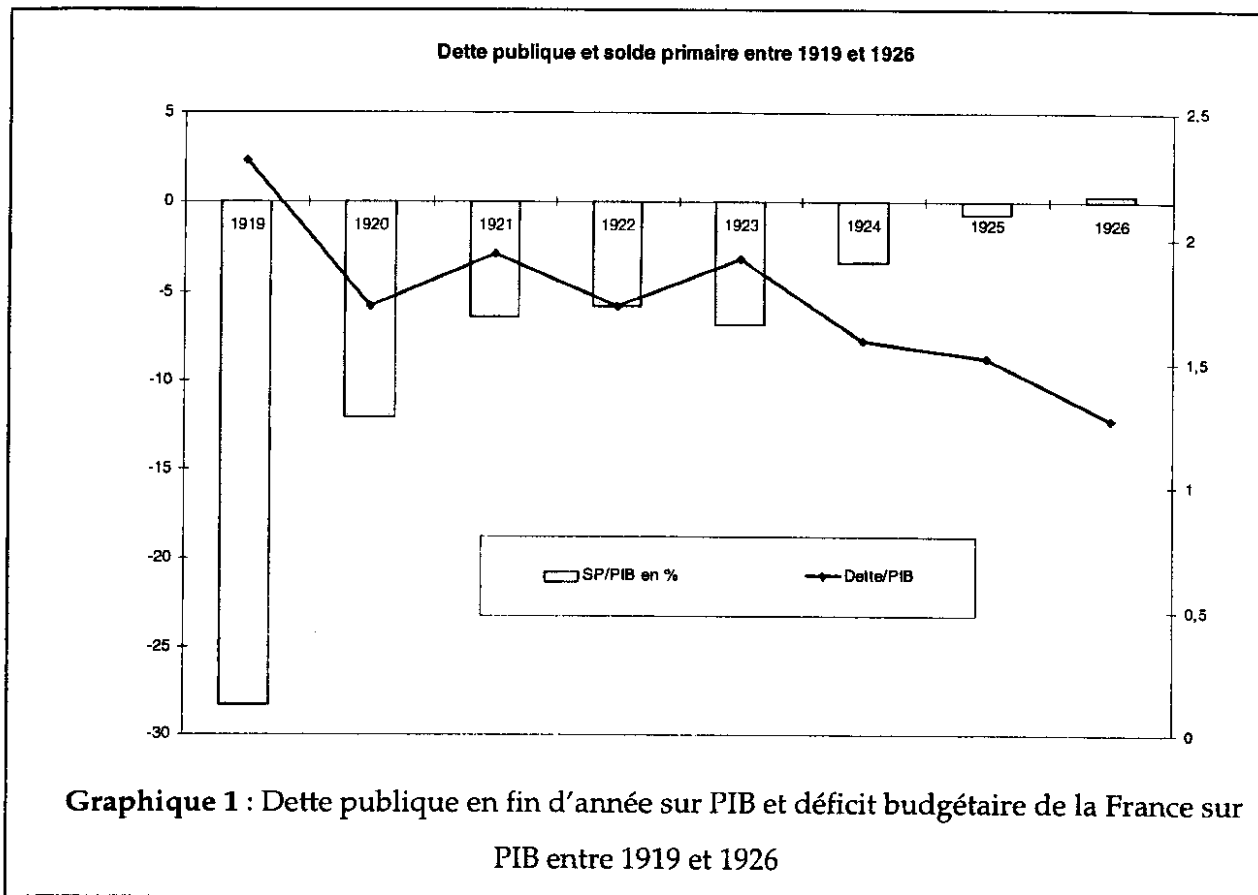
2.1- Données budgétaires et contraintes monétaires : la quadrature du cercle de la politique économique française

La Première Guerre mondiale a coûté près de 160 milliards de francs au pays (soit plus de trois fois le revenu national de 1913), financés par l'impôt (15%), les avances directes de la Banque de France (11%) et l'endettement (à hauteur des trois quarts restants). La question de l'endettement extérieur (dont le montant représente 17% de la dette totale) peut être ignorée dans la mesure où elle relève essentiellement d'accords internationaux dont les conséquences en termes de mouvements de capitaux internationaux sont faibles. Les titres de la dette à long terme (22%) ainsi que ceux de la dette à court et moyen terme (35%) - dite aussi flottante - sont détenus par des épargnants privés et les banques commerciales. La question du renouvellement de ces titres est appelée à devenir centrale. Les motifs qui président à une détention renouvelée ou non de ces actifs par les participants privés tiennent en effet à l'évolution de la fiscalité et à celle des anticipations inflationnistes que ces derniers formulent sur la base de leur perception de la situation économique. Les banques de second rang risquent, quant à elles, de présenter ces titres publics au refinancement auprès de la Banque de France ce qui ne pourrait que pousser la masse monétaire à la hausse. Dans ces conditions, les voies par lesquelles le gouvernement pourra respecter à chaque période sa contrainte budgétaire en termes de flux relèvent d'un arbitrage fragile et se trouvent, par là même, dès la fin du conflit, au cœur de la gestion de la politique économique française.

Les besoins de la reconstruction poussent par ailleurs les gouvernements successifs à tolérer d'importants déficits budgétaires jusqu'en 1925 (voir **graphique 1**) ainsi qu'un accroissement continu de la valeur nominale de la dette publique : elle passe de 218 milliards de francs fin 1919 à 359 milliards fin 1926. Comme le montre le **graphique 1**, le ratio dette publique sur PIB décroît en tendance sur la période du fait principalement de la dynamique des prix qui favorise grandement l'obtention d'une trajectoire soutenable de la dette publique (en proportion du PIB). Selon l'analyse classique de Sauvy (1984), tout se passe comme si la hausse des prix avait eu pour fonction d'abaisser la valeur réelle de la dette et de rendre supportable la charge réelle des intérêts. En d'autres termes, il ne semble pas que la « soutenabilité » de la dette publique ait pu être assurée sur la période considérée par des ajustements appropriés des soldes budgétaires primaires successifs mais bien plutôt par des voies inflationnistes ; un régime non-ricardien paraît donc avoir prévalu en France entre 1919 et 1926 (*cf.* annexe).

Simultanément, l'objectif de retour au *statu quo ante* d'avant guerre que se sont fixé officiellement les responsables de la politique économique française aurait imposé de mener une triple politique restrictive en matière budgétaire, salariale et monétaire afin de contracter la circulation fiduciaire. Tel est bien l'esprit de la convention François-Marsal de 1920 qui prévoit un remboursement échelonné des avances directes accordées à l'Etat par la Banque de France au rythme de deux milliards de francs par an. Très vite, cependant, le gouvernement n'a pas pu honorer ses engagements : en 1922, le remboursement se limite à 1 milliard, en 1923 à 800 millions.

Cette attitude tend déjà à suggérer qu'en dépit des engagements officiels réitérés par les gouvernements successifs, la poursuite de l'objectif monétaire risquait d'être supplantée dans les faits devant l'obligation que le gouvernement avait d'assurer la continuité des paiements sur la dette publique.



La perspective du versement des réparations allemandes a paru un temps pouvoir permettre de concilier ces contradictions économiques. Mais elle s'est dissipée clairement courant 1922 comme en témoignent les notes alarmistes de la direction du Trésor aux ministres des Finances.

A partir de ce tournant, la question du « rapport de forces » entre politique budgétaire et politique monétaire est plus que jamais posée. Comme nous l'avons vu, elle a des implications directes sur l'autonomie opérationnelle dont va disposer la Banque centrale quant au maniement de ses instruments. Qu'en est-il en France à l'époque ?

Avant 1925 et la révélation du scandale des faux bilans, il convient de distinguer la vision *ex ante* de l'analyse rétrospective conduite par nature dans cette contribution.

Il est ainsi probable que, dans la première moitié des années 20, les agents privés aient pu croire que la politique monétaire disposait d'une certaine marge de manœuvre vis-à-vis de la politique budgétaire et que la Banque centrale pouvait encore dicter ses choix comme elle le faisait avant 1913.

Ex post nous savons que les besoins financiers du Trésor ont paralysé toute possibilité d'action restrictive de la Banque de France par le traditionnel canal du taux d'escompte (voir Rueff (1926) ; Makinen et Woodward (1989)). La hausse de ce taux aurait en effet entraîné une élévation de la charge d'intérêt servie sur les titres publics, ce que l'Etat souhaitait éviter afin de rendre plus facilement soutenable sa dette. De surcroît, et alors que la dette flottante était importante, les agents auraient pu également chercher à combler leurs besoins de liquidité non plus par l'escompte mais par une demande de remboursement des titres publics : cela aurait fait courir un sérieux risque de cessation de paiement au Trésor. Sur toute la période, la politique monétaire française nous semble donc dominée et passive comme en témoigne la forte inertie du taux d'escompte de la Banque de France (**graphique 2** ci-dessous). Le scandale des faux bilans en avril 1925 ne fit en ce sens que révéler au public une subordination de la politique monétaire qui prévalait depuis déjà deux ans et que les responsables ont voulu délibérément masquer lorsqu'elle a pris une tournure quasi-systématique.

Compte tenu de ces éléments, il n'est pas difficile de comprendre que la Banque de France s'est trouvée dans l'incapacité d'atteindre son objectif prioritaire de stabilité de la valeur de la monnaie : l'indice des prix à la consommation progresse de manière vertigineuse sur la période. Cet indice passe de 238 en janvier 1919 à 544 en juillet 1926 à l'acmé d'une « crise monétaire » qui menace de se transformer en crise de régime.

2.2- Dynamique des prix et contrainte budgétaire intertemporelle : version faible *versus* forme forte de la FTPL

Au delà du constat établi de la quasi-paralysie de la politique monétaire, il faut à ce stade tenter d'identifier les ressorts de cette poussée prix, particulièrement entre l'été 1922 et l'été 1926¹², et voir s'il est possible de la rattacher aux prédictions de la FTPL.

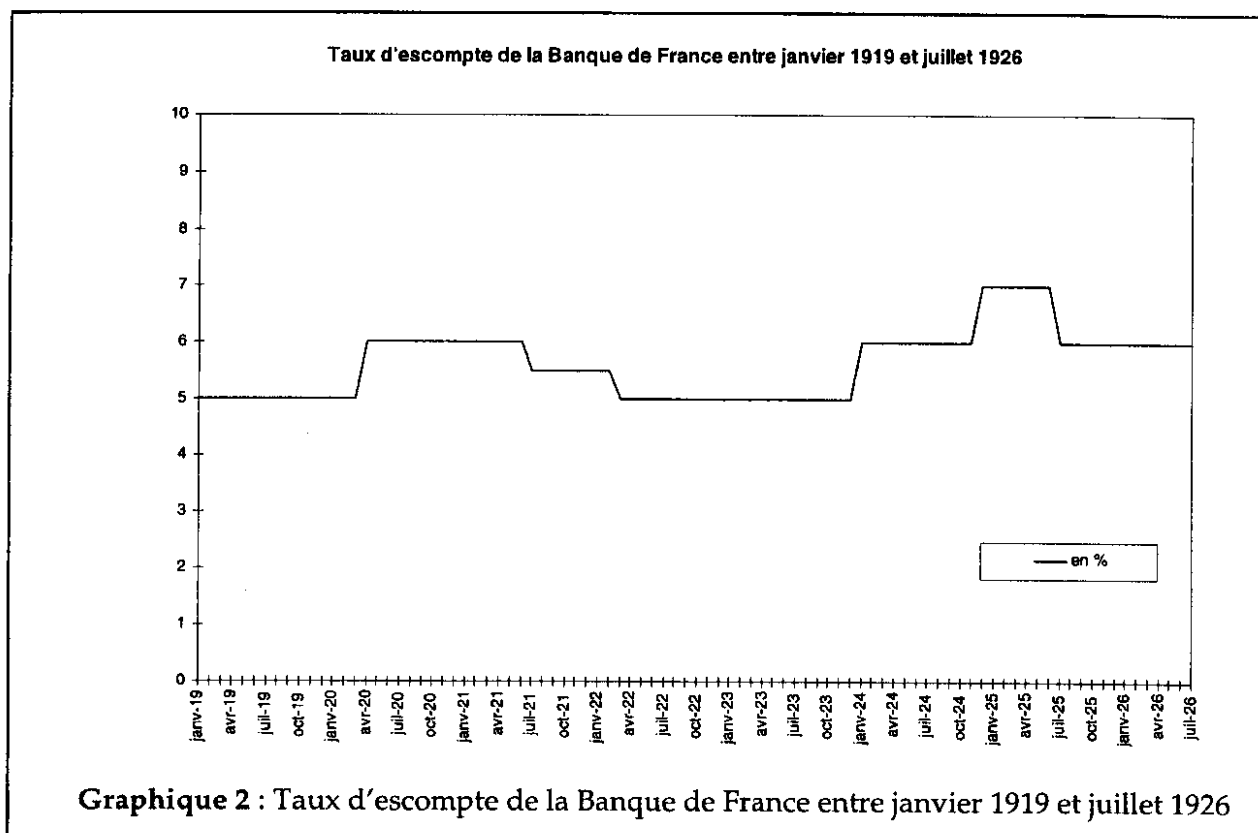
L'approche monétaire inviterait à la relier à la dynamique de la masse monétaire en vertu d'une relation quantitative traditionnelle. Il faut néanmoins noter que la période considérée recouvre en fait deux phases distinctes quant à l'évolution de la circulation fiduciaire (qui représente, à titre indicatif, environ 50% de M2). Tout d'abord, entre juillet 1922 et avril 1925, on observe une relative inertie dans le comportement de cette variable que l'on peut rapprocher du pénible tassement des avances directes à l'Etat (voir **graphique 3**). Entre avril 1925 et juillet 1926, par contre, la circulation évolue de concert avec le niveau général des prix.

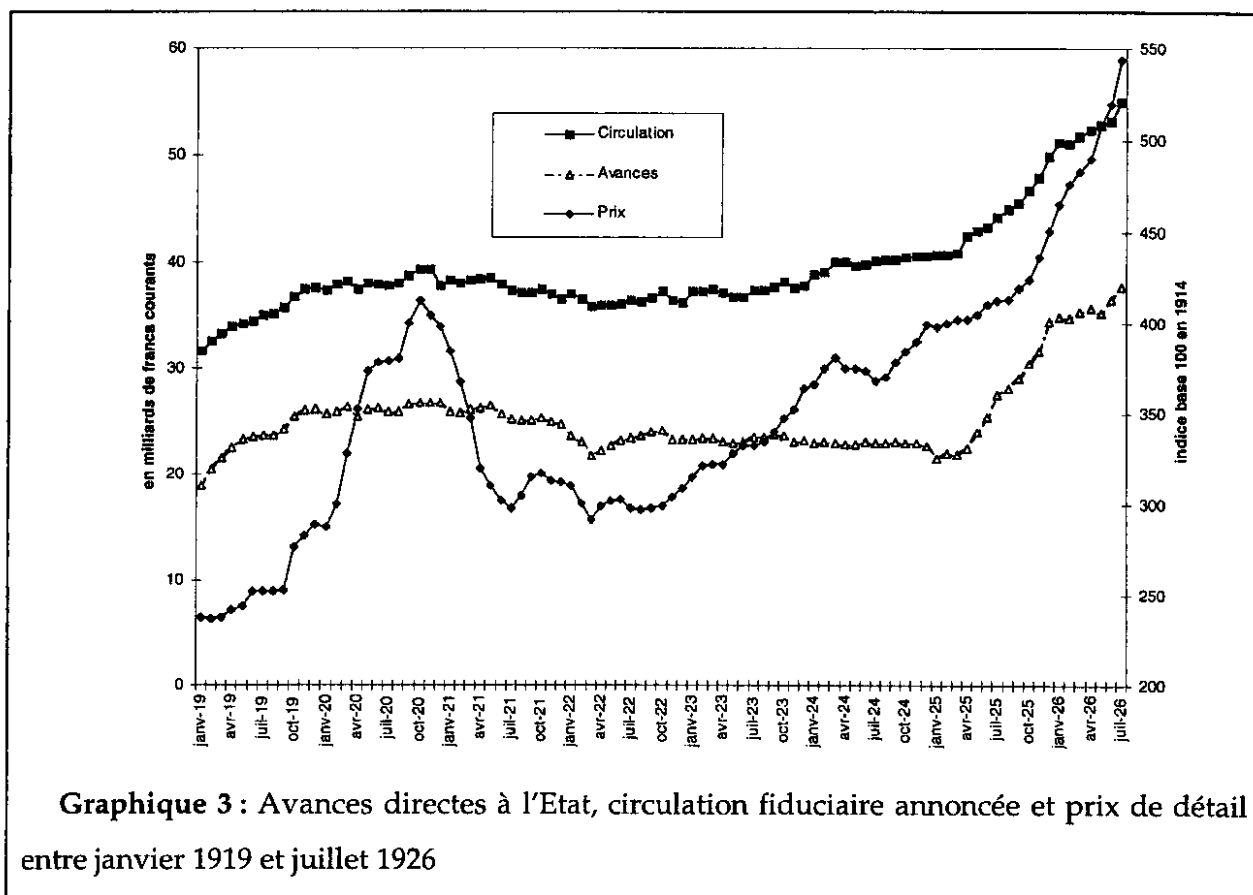
Ce dernier constat ne peut pas néanmoins nous conduire directement à conclure qu'une relation de cause à effet entre la variation de la quantité de monnaie et l'inflation sur cette seconde sous-période¹³. Deux éléments doivent être ici pris en compte.

Dans le cadre de sa théorie psychologique du change, Aftalion (1926), en nous faisant glisser sur le terrain des anticipations, souligne tout d'abord l'interaction entre les prix et le change et note « l'avance » de ce dernier : ceci tendrait à en faire le moteur de l'inflation¹⁴.

Ensuite, et même plus profondément, la dynamique des prix semble obéir *sur toute la période*¹⁵, de 1922 à 1926 à une logique circulaire et celle du change reposer en conséquence sur l'évolution des anticipations d'inflation (*cf.* Blancheton et Sénégas (2000)). Cela tient essentiellement au fait que la détermination de la base monétaire

est alors en grande partie endogène aux variations de la demande de titres du Trésor en raison de la fixité du taux d'intérêt nominal sur le marché de la dette publique. Dans un contexte où l'incertitude fiscale est réduite (voir Jeanneney (1977)), cette demande de titres dépend de leur rendement réel c'est-à-dire des anticipations inflationnistes.





Après avril 1925 et le scandale des faux bilans de la Banque de France, cette absence d'ancrage nominal est patente et ouvertement déclarée : le niveau général des prix est complètement indéterminé, sa valeur ne dépend plus que des prévisions quant à sa future dynamique. Dans un tel contexte, la forme faible de la *FTPL* semble être opératoire et assez bien rendre compte de la progression des prix entre avril 1925 et juillet 1926. Après la révélation de l'affaire des faux bilans, en effet, le caractère endogène de la politique monétaire n'est plus masqué : les autorités monétaires doivent répondre au besoin du service de la dette par des avances directes qui poussent la circulation à la hausse (voir **graphique 3**)¹⁶. Elles ont donc craqué devant la nécessité d'assurer la continuité des paiements pour le compte de l'Etat. Il semble par conséquent que l'on soit ouvertement dans un régime où, période par période, la création monétaire satisfait la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat.

La forme prise par ce recours du Trésor au financement monétaire de la Banque centrale est le critère réellement discriminant entre les deux sous-périodes précédemment identifiées. En effet, si les avances constituent 42% de la dette flottante entre 1925 et 1926, cette part ne dépasse pas les 30% entre 1922 à 1924.

Ce clivage signifie-t-il que face à un déficit budgétaire persistant et une dynamique de la dette publique potentiellement instable, le gouvernement aurait, entre le printemps 1922 et celui de 1925, renoncé à recourir ouvertement à la création monétaire et laissé l'ajustement s'effectuer par d'autres voies ?

A première vue, les faits stylisés de cette dernière sous-période peuvent le laisser croire : stabilité voire tassement des avances directes de la Banque de France à l'Etat, stabilité ou en tous cas hausse parfaitement contenue du montant de la circulation, forte inertie des taux d'intérêt et progression de la valeur nominale de la dette à cause notamment de l'accumulation de soldes primaires négatifs (à l'ampleur certes décroissante).

Ces observations invitent dès lors à s'interroger : à la suite de l'annonce d'un déficit budgétaire, les agents ne pouvaient-ils pas anticiper qu'il ne serait pas compensé à l'avenir par un excédent du même ordre ou *via* le seignuriage ? Cette configuration pourrait alors expliquer - en vertu, cette fois, de la forme forte de la FTPL - la progression brutale du niveau général des prix observable sur le **graphique 3**¹⁷.

L'assise empirique que ce premier examen des faits entre 1922 et 1925 semble donc conférer à la théorie budgétaire pure du niveau des prix, doit cependant être nuancée car elle repose sur une appréhension incomplète de la situation économique française de l'époque.

En effet, l'offre de monnaie a toujours un caractère endogène aux besoins de financements du Trésor et l'inertie observée de la dynamique de la circulation fiduciaire ne saurait directement refléter une évolution stationnaire de la base

monétaire. Ce sont les modalités du financement monétaire qui changent : s'il n'y a pas d'augmentation des avances directes sur la période, la direction du Trésor recourt alors à des procédés indirects, auprès de banques commerciales, qui se refinancent alors auprès de la Banque de France et font augmenter le portefeuille de titres publics qu'elle détient. Même si le **graphique 3** fait apparaître une légère croissance du chiffre annoncé de la circulation fiduciaire, dans les faits, entre mars 1924 et avril 1925, il faut noter que les écritures de la Banque sont falsifiées et la circulation effective dépasse assez largement la circulation annoncée (jusqu'à 3% en mars 1925), en raison vraisemblablement des répercussions qu'induisent ces opérations de refinancement sur le marché de la monnaie centrale.

Cette liaison fatale qui s'instaure alors entre les conditions de renouvellement des titres de la dette publique et la variation de la base est fondamentalement due là encore à la quasi-fixité du taux d'intérêt nominal que l'on observe en France entre 1922 et 1925. La citation suivante du Gouverneur Robineau à la suite du passage du taux d'escompte de la Banque de France de 6 à 7% en décembre 1924 atteste des rapports asymétriques que cette configuration induit entre la Banque et le gouvernement : *« le Conseil Général sait avec quelle mesure il faut procéder en pareille matière, pour ne provoquer aucune crise sérieuse et pour éviter que le resserrement du crédit ne se répercute sur le Trésor, sous la forme d'une restriction des souscriptions de bons »*¹⁸. Si le taux d'intérêt augmente peu et si l'Etat manifeste sa volonté d'assurer la continuité des paiements (quitte à faire des cachotteries comptables), il n'y a pas de doute sur la nature du régime.

Les signes d'une subordination latente de la politique monétaire étaient d'ailleurs présents dès la fin du conflit puisqu'il était déjà tout à fait exceptionnel, la paix revenue, la Banque centrale ait consenti à octroyer des avances directes à l'Etat et, plus encore, qu'elle ait accepté que les remboursements soient finalement plus faibles que convenu avec le gouvernement.

Par conséquent, de 1922 à 1925, les propositions suivantes tendent à s'enchaîner sinon à se confondre en France. Le taux d'intérêt est fixé, la création monétaire est endogène aux variations de la demande de titres publics, le niveau général des prix est potentiellement indéterminé, la politique budgétaire domine la politique monétaire, la Banque centrale est prête à craquer en toute circonstance et à procéder à un financement monétaire de la dette et l'évolution des prix dépend largement des anticipations quant à l'ampleur de cette création monétaire.

L'inertie du taux nominal et les limites avérées de l'autonomie de la Banque de France (voir Blancheton (2001)) sont les deux points déterminants qui nous conduisent à penser que la forme faible de la *FTPL* semble encore s'imposer pour expliquer la hausse du niveau des prix entre le début de l'année 1922 et le mois d'avril 1925¹⁹.

Conclusion

L'histoire économique vient-elle au secours des propositions de la *FTPL* ? Le recours au passé conduit souvent à écarter les propositions les plus radicales pour faire émerger un jugement plus nuancé mais peut-être plus riche à l'image du jardin japonais auquel le compare Milton Friedman.

C'est ainsi que l'expérience monétaire française des années 20 semblait à première vue la plus à même de renfermer tous les ingrédients propres à la validation de la *FTPL* dans sa version la plus forte. Mais une observation attentive des faits et la prise en compte du contexte institutionnel dans lequel la politique monétaire opère alors, la reconnaissance de relations controversées entre la Banque de France et le Trésor invitent plutôt à voir dans les événements monétaires des années 1922-1926 la vérification des enseignements de la *FTPL* dans sa version faible.

Ce passage par l'histoire n'est cependant pas inutile pour les tenants d'une théorie budgétaire de détermination du niveau général des prix. Il nous conduit en effet à

clarifier les conditions dans lesquelles cette approche pourrait réellement se substituer à celle reposant sur l'équation quantitative.

Le fonctionnement des économies modernes pourrait à ce titre constituer un champ d'investigation intéressant pour une vérification empirique de la FTPL. Parce que les banques centrales sont plus largement autonomes, mais aussi parce que la monnaie n'a plus la place prédominante qu'elle occupait dans les finances publiques occidentales d'avant guerre, le niveau général des prix pourrait être de nos jours plus directement concerné par le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat.

Deux garde-fous paraissent cependant devoir être posés à la poursuite de ce « Graal » budgétaire. Une chose est de faire intervenir des considérations de cet ordre dans la détermination du niveau général des prix ; c'en est une autre que d'entreprendre une telle intégration en ôtant toute dimension monétaire à l'analyse. Ce saut qualitatif paraît en effet rédhibitoire même lorsque l'on tient compte de la politique monétaire à travers une règle de taux d'intérêt (qu'est-ce qu'un taux d'intérêt nominal dans un monde sans monnaie) ? L'autre limite est d'ordre historique. Comme le remarque Jean-Charles Asselain (1995), il est rarissime qu'en régime non-ricardien un Etat en ait été conduit à faire cessation de paiement sans avoir au préalable tenté de procéder à une création monétaire désespérée.

Références bibliographiques

Aftalion A. [1926], « La théorie psychologique du change », *Revue d'Economie Politique*, vol.40, pp.943-986.

Archives de la Banque de France.

Asselain J-Ch. [1995], *Histoire économique du XX^e siècle. La montée de l'Etat (1914 - 1939)*, Paris, PFNSP.

Barro R.J. [1974], « Are Government Bonds Net Wealth? », *Journal of Political Economy*, (82), pp. 1095-1117, nov-déc.

Blancheton B., Sénégas M-A. [2000], « Dette, circulation et crise du franc de 1924-1926 : le tournant du scandale des faux bilans de la banque de France », *Economies et Sociétés*, série Histoire Economique Quantitative, à paraître.

Blancheton B. [2001], *Le Pape et l'Empereur : Banque de France, Trésor et politique monétaire de la France entre 1914 et 1928*, Paris, Albin Michel, à paraître.

Brunner K., Meltzer A.H. [1972], « Money, debt and Economic Activity », *Journal of Political Economy*, vol.80, pp.951-977.

Canzoneri M.B., Diba B. [1996], « Fiscal Constraints on Central Independence and Price Stability », CEPR, n°1463.

Carlstrom C.T., Fuerst F.S. [2000], « The Fiscal Theory of the "Price Level" », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1^{er} trimestre, pp. 22-32.

Creel J., Sterdyniak H. [2000], « La théorie budgétaire de l'inflation, un bilan », mimeo.

Friedman M. [1968], *Inflation et système monétaire*, Paris, Calman-Lévy

Jeanneney J-N. [1977], *Leçon d'histoire pour une gauche au pouvoir, la faillite du Cartel 1924-1926*, Paris, Seuil.

Leeper E. [1991], « Equilibria under « active » and « passive » monetary and fiscal policies », *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, pp.129-147.

Makinen G., Woodward T. [1989], « A monetary interpretation of Poincaré stabilization of 1926 », *The Southern Economic Journal*, vol.56, pp.191-210.

Rueff J. [1926], « Le mécanisme de l'escompte et le taux des bons de la Défense Nationale », *Revue Politique et Parlementaire*, tome 128, pp.80-90.

Sargent T.J., Wallace N. [1981], « Some unpleasant monetarist arithmetic », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol.5, pp.1-17.

Sargent T.J. [1982], « Beyond Demand and Supply Curves in Macroeconomics », *American Economic Review*, vol.72, mai.

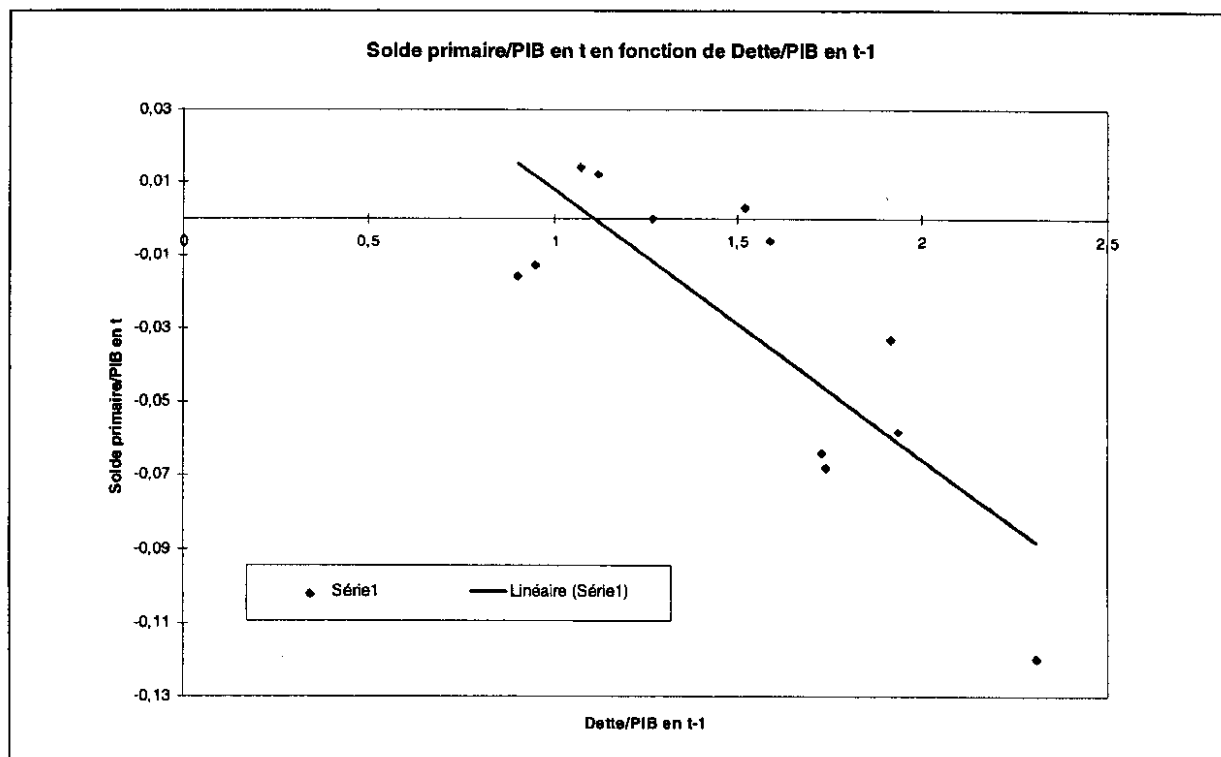
Sauvy A. [1984], *Histoire économique de la France entre les deux guerres*, tome 1, Paris, Economica.

Woodford M. [1994], « Monetary Policy and Price Level Determinacy in Cash-in-Advance Economy », *Economic Theory*, vol.4, n°3, pp.345-380.

Woodford M. [1995], « Price Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol.43, pp.1-46.

ANNEXE

Pour appréhender le caractère ou non ricardien du régime dans la France des années 1920, on peut, à titre exploratoire, mettre très simplement en relation le solde primaire (en proportion du PIB) à la période t , soit $\frac{T_t - G_t}{P_t \cdot y_t}$ et le ratio dette publique sur PIB $\frac{B_{t-1}}{P_{t-1} \cdot y_{t-1}}$ de la période précédente. On obtient alors le graphique suivant en retenant l'intervalle (1919-1929) :



Sans ignorer l'arbitraire de la périodicité retenue (une seule période de décalage), le graphique suggère que le solde budgétaire ne réagit pas positivement à une

modification du montant de la dette observée à la période précédente. Dès lors, il semble que l'on ne soit pas dans un régime ricardien en France entre 1919 et 1929.

(¹) Bertrand Blancheton et Marc-Alexandre SÉNÉGAS sont respectivement Maître de Conférences et Professeur en sciences économiques à l'Université Montesquieu - Bordeaux IV.

¹ Certains partisans de la FTPL « forte » inscrivent délibérément cette distinction dans le cadre d'une approche a-monnaire de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat, alors que Sargent (cf. *supra*) fait de la voie monétaire le principal clivage entre les deux régimes.

² Le scénario considéré par Sargent et Wallace sur l'arithmétique monétariste déplaisante de la dette publique illustre à cet égard une configuration non-ricardienne dans laquelle la politique monétaire opère *in fine* l'ajustement nécessaire face à une politique budgétaire « exogène » afin de prévenir un défaut de l'Etat.

³ Il envisage les chocs sur les déficits budgétaires comme des réponses aux chocs sur la dette réelle dans un univers stochastique.

⁴ Plus précisément, la contrainte budgétaire intertemporelle étant exprimée en proportion du PIB, il revient au revenu nominal agrégé de réaliser l'ajustement. Ce dernier est effectué par le niveau général des prix si le revenu réel est fixé à son niveau naturel.

⁵ Cette interprétation de la version forte de la FTPL que l'on associe à une configuration non-ricardienne repose sur la distinction établie par Carlstrom et Fuerst (2000). Il faut ici souligner que certains auteurs peuvent considérer cette dissociation d'une autre manière en partie parce qu'ils accordent à la création monétaire un rôle mineur du point de vue de l'identité budgétaire de l'Etat. Dans ce cas, celle-ci est assimilée à une voie de financement marginale des besoins du gouvernement dans le cadre d'un régime ricardien (cf. Canzoneri et Diba (1998)), le cas non-ricardien pouvant alors se rapporter exclusivement à un univers « sans monnaie » (pour reprendre l'expression de Creel et Sterdyniak (2000)).

⁶ Le taux d'intérêt peut être modifié en fonction de la situation économique. Néanmoins, quand les risques d'une déstabilisation de la dynamique de la dette publique paraissent élevés, le gouvernement peut faire pression pour que les autorités monétaires ne modifient pas le taux d'intérêt à des fins conjoncturelles. On peut consulter Makinen et Woodward (1989) pour une évaluation de ces arguments dans le cas français des années vingt.

⁷ La combinaison d'un régime non-ricardien et celle d'un contrôle de la base, telle qu'elle est prise en compte implicitement par Sargent et Wallace (1981) n'est possible que si la « règle monétaire » envisagée initialement est amendée pour finalement s'ajuster aux déséquilibres provoquées par le comportement des autorités budgétaires (et donc l'évolution des déficits budgétaires au cours du temps).

⁸ Celle-ci prend la forme d'une corrélation unitaire et négative : toute modification à la baisse de la demande de titres de la part du secteur privé entraîne une variation à la hausse et à due proportion du montant des effets publics dans le portefeuille de la Banque centrale.

⁹ Même en faisant abstraction de la manière dont l'octroi des avances (directes) s'effectue, on met ici en évidence que l'évolution d'une des contreparties de la base monétaire (celle attenante à la constitution du portefeuille d'effets publics à l'actif du bilan de la Banque centrale et désignée souvent sous le terme *d'avances indirectes*) est totalement endogène aux conditions d'équilibre du marché de la dette publique quand il y a une fixité du taux d'intérêt nominal servi sur ces titres.

¹⁰ Le scénario envisagé par Sargent et Wallace (1981) fait référence à une situation dans laquelle la détermination du niveau général des prix à la date courante s'effectue sur le marché de la monnaie (contrôle courant de la base) mais où celle du taux d'inflation à venir est déterminée en tenant compte du respect de la contrainte budgétaire intertemporelle (la base monétaire lui devenant endogène).

¹¹ Le précédent des années 1870-71 rend ce dernier choix politique inévitable au sortir immédiat du conflit même si le marché des changes semble très vite douter de l'existence d'une « clause échappatoire » associée à l'ancien régime monétaire, (voir Blancheton (2001)).

¹² Ce n'est que sur cette période qu'il paraît réellement pertinent d'examiner le bien fondé de la FTPL (dans sa version forte) puisque, sans le recours à la variable d'ajustement qu'auraient pu éventuellement jouer les réparations allemandes, la contrainte budgétaire de l'Etat met directement en relation, évolution de la dette publique, dynamique des prix avec ou sans appel à la création monétaire.

¹³ En tant que tels, ces faits n'appellent pas nécessairement une explication budgétaire car une hausse de la vitesse de circulation serait compatible avec l'évolution observée des variables considérées entre 1922 et 1925. Cela étant il faudrait alors déterminer ce qui pourrait expliquer ces modifications de la demande de monnaie en termes réels.

¹⁴ Cette référence à la dimension cambiaire de l'inflation permet d'attirer l'attention sur le fait que la FTPL est essentiellement relative au fonctionnement d'une économie fermée. Les développements de cette approche dans un contexte d'économie ouverte devraient être envisagés pour étendre sa portée explicative.

¹⁵ et particulièrement celle qui couvre l'ère du gouvernement Herriot entre juin 1924 et avril 1925.

¹⁶ La création monétaire *via* l'achat de titres publics par le secteur bancaire était aussi à l'œuvre, mais elle a été supplantée, dans son ampleur, par le recours aux avances directes après avril 1925, puisque ce dernier n'était plus contraint par l'existence d'un plafond supposé intangible à la hausse, après que le scandale des faux bilans eut fait voler en éclat la crédibilité de la Banque centrale et de la politique qu'elle menait jusqu'alors.

¹⁷ Le fait que la courbe correspondante du graphique 3 ne fasse pas apparaître de saut brusque des prix pourrait être mis sur le compte de la viscosité des prix (avérée à l'époque comme en témoigne la relative inertie des salaires nominaux au regard de l'inflation et le retard des prix de détails sur les prix des biens importés (voir Sauvy (1984)).

¹⁸ Lettre du Gouverneur G. Robineau au ministre des Finances E. Clémentel, Procès Verbal du Conseil Général de la Banque de France, séance du 29 décembre 1924, Archives de la Banque de France.

¹⁹ La déconnexion entre l'évolution de la circulation et celle des prix observée sur cette période malgré le caractère endogène de l'évolution de la base pourrait provenir de ce que la substitution titres/biens à laquelle auront pu procéder les agents privés en ne renouvelant leur détentions de bons de la Défense Nationale ait eu des conséquences plus rapides sur la dynamique des prix que l'impact de l'augmentation des avances indirectes, induite par ce comportement, sur la création monétaire.