

Une nouvelle interprétation de l'hyperinflation allemande

Monsieur André Orléan

Abstract

A new interpretation of german hyperinflation

The aim of this article is to present an interpretation of German hyperinflation which will break radically with the traditional monetarist interpretation. In opposition to the monetarist position, the author has distinguished two highly contrasting phases in the process of monetary disintegration. The first phase is of a classic sort. In the second phase tendencies toward a generalized indexing of prices and the formation of regional monetary structures begin to take over. This second phase is of the greatest theoretical and practical interest, for in this situation of total collapse certain basic principles of monetary relationships become clear. An understanding of these principles makes it possible to analyze the contemporary crisis and its probable effects.

This study was written in the framework of the Marxist theory of money. This has allowed the author to break with a strictly « economist's » view of the problems, thus giving an important role in the development of hyperinflation to political and institutional conditions.

Résumé

prix et à la formation de structures monétaires régionales. Elle est d'un grand intérêt théorique et pratique, car à la faveur d'une situation, certes paroxysmique, sont mis à jour certains enjeux fondamentaux des relations monétaires ; la com-préhension de ces enjeux permettant de mieux analyser la crise contemporaine et ses effets probables.

L'ensemble de cette recherche est mené dans le cadre de la théorie marxiste de la monnaie. Celle-ci permet de rompre avec une vision strictement « économiste » des problèmes : elle fait jouer un rôle important dans le développement de l'hyper-inflation aux conditions politiques et institutionnelles.

Citer ce document / Cite this document :

Orléan André. Une nouvelle interprétation de l'hyperinflation allemande. In: Revue économique, volume 30, n°3, 1979. pp. 518-539.

http://www.persee.fr/doc/reco_0035-2764_1979_num_30_3_408472

Document généré le 08/09/2015

UNE NOUVELLE INTERPRÉTATION DE L'HYPERINFLATION ALLEMANDE

DANS la pensée économique, en général, les limites de l'émission monétaire découlent fondamentalement de considérations sur la convertibilité. Son objet traditionnel d'analyse est un espace économique doté d'une structure monétaire de type hiérarchique. Une telle structure est constituée par un système multibancaire où existe une monnaie légale de référence. Dans ces conditions, l'extension du système multibancaire est limitée dans la mesure où chacune des banques qui le constitue doit pouvoir assurer la convertibilité de sa monnaie en la monnaie de référence. Il s'agit dans le cadre national des relations entre banques de second rang et Banque centrale et de la théorie du multiplicateur qui explicite l'effet de la contrainte de convertibilité entre monnaies bancaires privées et monnaie centrale sur le niveau de l'émission monétaire globale, dans le cadre international de l'impact des contraintes de change sur la politique monétaire interne.

Qu'advient-il lorsqu'une monnaie n'est plus soumise à ce type de contrainte ? C'est le cas pour la monnaie internationale, lorsqu'elle est scripturale, du fait de sa position au sommet de la structure hiérarchique liant les monnaies nationales. C'est le cas aussi pour la monnaie nationale lorsque son taux de charge est libre (taux de change flottants). Il semble alors qu'aucune limitation ne pèse plus sur l'émission de cette monnaie : elle ne dépend plus que de l'arbitraire de l'Etat qui pourrait fixer son niveau en fonction de ses propres critères sans subir de contraintes. L'enjeu théorique d'une telle question est donc de penser les limites que rencontre un Etat dans la « monétisation de ses difficultés ». Penser ces limites, c'est aussi penser les contradictions inhérentes à une gestion purement étatique, totalement centralisée de la monnaie ; c'est établir, au niveau le plus fondamental, qu'une telle gestion n'a pas de sens, qu'elle est incompatible avec la reproduction des rapports marchands.

Nous mènerons cette investigation à partir d'une réinterprétation de la crise hyperinflationniste allemande des années vingt. Cette crise, de par son caractère extrême, a comme mérite de mettre à nu certains processus monétaires fondamentaux d'ordinaire masqués. Cela n'a rien de paradoxal : les crises d'une régulation permettent toujours d'en saisir les enjeux fondamentaux. La deuxième partie tentera de tirer les conclusions théoriques de cette étude. Elle se placera dans le cadre de la théorie marxiste de la monnaie.

I. L'HYPERINFLATION ALLEMANDE

A. Position du problème

Du point de vue monétaire et financier, l'Allemagne, à la sortie de la guerre de 14-18, fait face à deux problèmes massifs : l'existence d'une dette publique considérable de 145 milliards de marks (que l'on doit comparer au revenu national de 1918 : 85 milliards) constituée par une dette flottante de 49 milliards et par une dette à long terme de 96 milliards ; et le problème des répartitions que l'ultimatum de Londres (mai 1921) a fixé à 132 milliards de marks-or payables sous forme d'annuités de 2 milliards. La résolution de ces problèmes dépend des politiques de transfert adoptées : essentiellement politique des finances publiques et politique monétaire. Il est clair que les ponctions sur le surplus productif, et les modifications induites dans la structure des revenus, compatibles avec le respect strict de ces transferts mettaient en cause la compétitivité du capital allemand. Tout le débat va donc essentiellement se concentrer sur le problème des finances publiques qui forme le nœud du problème : tentative de réformes du SPD et de l'aile gauche du Zentrum, opposition violente des milieux d'affaires à toute réforme fiscale cohérente. L'inflation permet à ces milieux de rendre négligeable la pression fiscale et inefficaces toutes les tentatives de réforme à cause du délai entre le vote des lois et les règlements monétaires.

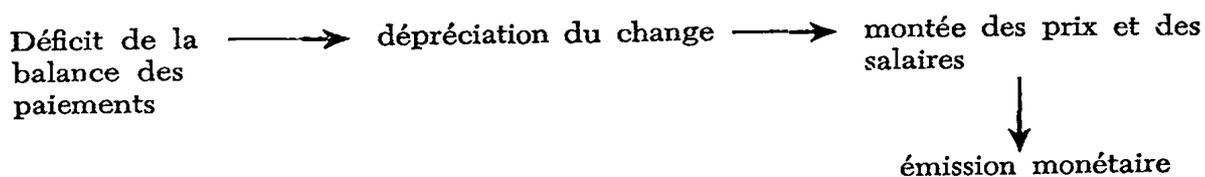
En conséquence, on assiste durant cette période à un déficit structurel des finances publiques.

	Ressources	Dépenses	Déficit
20/21	4,0	11,2	7,2
21/22	5,2	11,9	6,7
22/23	3,5	9,7	6,2
23/24	1,2	12,9	11,7

(Année fiscale : du 1^{er} avril au 31 mars ; en milliards de marks constants.)

Le caractère délibéré de cette politique est particulièrement visible au cours de la résistance passive dans la Ruhr qui en neuf mois a coûté sept milliards de marks-or ! Cette politique d'indemnisation sans mesure menée par Cuno, homme des grandes sociétés, traduit bien la volonté de ces milieux de s'opposer à toute politique budgétaire sérieuse.

Une telle politique est bien évidemment incompatible avec un statut indépendant de la Reichsbank : il doit y avoir une soumission étroite des conditions de l'émission et de la gestion monétaires aux objectifs politiques. Du point de vue institutionnel, cela se traduit par la continuation des règles instaurées à l'occasion de la première guerre mondiale permettant un escompte automatique des créances publiques par la Reichsbank pour financer le déficit budgétaire. En ce qui concerne les objectifs extérieurs, comme les objectifs intérieurs, la politique avouée est celle du laxisme intégral. Nous assistons à une période de flexibilité quasi totale du change. Les interventions directes de la Reichsbank, comme les mesures institutionnelles pour contrôler le marché des changes, sont d'ampleur négligeable. La Reichsbank, sauf de courtes périodes, a pour politique de conserver ses réserves, et donc de ne pas les engager dans des opérations aléatoires de stabilisation du taux de change. Cette position est soutenue publiquement par les plus hautes autorités économiques ; elle a été théorisée avec la plus grande clarté par K. Helfferich dans son ouvrage : *Das Geld*. Il y soutient la théorie connue sous le nom de « théorie de la balance des paiements » (Zahlungsbilanztheorie). L'enchaînement inflationniste y est décrit de la manière suivante :



Au travers du ce schéma, il apparaît que c'est dans les difficultés de la balance des paiements que se trouve la cause véritable de l'inflation ; c'est donc uniquement à ce niveau (le problème des répartitions) que peut jouer une politique anti-inflationniste conséquente. La Banque Centrale, quant à elle, ne peut et ne doit rien faire : aussi elle n'interviendra ni sur le marché des changes, ni sur le marché du crédit, car cela ne peut en rien résoudre le problème de fond. En clair ce discours théorise une politique de non-intervention, c'est-à-dire en fait de soumission à la politique des finances publiques et aux objectifs qu'elle exprime : tant que le problème des répartitions ne sera pas résolu convenablement, la Reichsbank se refuse à toute intervention. Le caractère fallacieux de cette argumentation apparaît lorsqu'on sait, par exemple, que ce fut précisément le refus de la Rentenbank en décembre 1923 d'accorder tout prêt supplémentaire au gouvernement qui rendit nécessaire une politique rigoureuse des finances publiques.

Le point central est qu'en fait il n'existe pas d'enchaînements de nature technique immuables, mais que les relations entre politique monétaire et budgétaire sont les effets de la configuration politique générale sans la prise en compte de laquelle elles sont inintelligibles.

La politique des taux d'intérêt est une des illustrations de cette politique délibérée.

Le tableau présente les taux officiels d'escompte pratiqués par la Reichsbank et la dépréciation du mark :

	Taux officiel de l'escompte (%)	Cours du dollar (moyenne mensuelle)
1913	5,88	4,2
1912 28 juillet	6	493
28 août	7	1 134
21 septembre	8	1 465
13 novembre	10	7 185
1923 16 janvier	12	17 972
23 avril	18	24 456
3 août	30	4 620 455
15 septembre	90	98 860 000

Cf. [2].

Ce tableau permet de comprendre les gains fabuleux qu'ont pu réaliser ceux qui avaient accès au crédit. « Je ne suis pas encore riche, mais je dois déjà quelques milliards de marks », a ainsi déclaré un industriel. Ces crédits étaient immédiatement dépensés en valeurs réelles (usines, stocks...). Ces conditions d'émission ont ainsi permis aux groupes industriels proches du capital bancaire d'investir énormément et de racheter nombre d'usines. Le mark fut stabilisé en novembre 1923, au cours de 4 200 milliards de marks pour un dollar.

La gestion monétaire allemande durant cette période est du type de celle que nous questionnions dans l'introduction : il s'agit d'une émission monétaire soumise entièrement à des impératifs politiques, libérée de toute contrainte de convertibilité qui la limiterait. Comment vont donc s'exprimer les limites à ce mouvement de monétisation des déficits ?

En soi le mouvement de hausse des prix n'exprime pas ces limites. Techniquement, il implique simplement des interventions de la Banque Centrale dont la valeur nominale doit augmenter. En tant que tel, il ne constitue donc pas une remise en cause du pouvoir monétaire de l'Etat. Il serait stupide de nier le caractère destructeur de la hausse des prix, simplement il s'agit de le replacer dans un processus global dont la signification le dépasse. Les théories traditionnelles, en particulier néo-classique, ont limité le phénomène hyperinflationniste à cette hausse de prix. Nous essayerons de montrer que cette perspective induit une vision profondément réductrice des phénomènes réels, et ne permet pas de saisir la signification profonde de ceux-ci.

B. Taux de change d'équilibre

Le premier enseignement qu'on peut tirer de ces faits historiques est un scepticisme certain pour les mécanismes stabilisants du marché des changes : le flottement pur ne conduit pas nécessairement à un taux de change d'équilibre. Fondamentalement, la croyance en l'efficacité de tels mécanismes nous semble reposer sur une mauvaise compréhension de la nature de la monnaie. Celle-ci serait, au fond, une marchandise comme une autre et pourrait ainsi voir son prix stabilisé par le simple jeu d'arbitrages exprimés dans des fonctions d'offre et demande. Autrement dit, la gestion privée serait capable à elle seule de définir une monnaie, d'assurer sa stabilité, et toute intervention étatique ne pourrait que perturber ces ajustements et conduire à une situation sous-optimale.

La conception marxiste pour laquelle la monnaie est un *rapport social* rompt totalement avec une telle vision. Sans la développer dans ce court article, montrons néanmoins comment elle permet de définir une perspective théorique originale sur les phénomènes monétaires, dans laquelle les processus politiques prennent toute leur place. Faisons-le à partir d'un examen de la fonction de réserve d'une monnaie.

Le développement des relations marchandes nécessite la permanence de signes monétaires dans les circuits économiques ; aussi leur stabilité dépend-elle de la capacité de la monnaie à assurer sa fonction de réserve. Mais la manière dont se formeront les valeurs et les prix dans les périodes futures est soumise à une *incertitude radicale* inhérente aux relations marchandes. Elle va affecter de plein fouet la thésaurisation : les conditions de la réinsertion de ces masses monétaires dans les circuits économiques sont soumises à de multiples aléas (crises diverses, faillites bancaires, conditions de l'émission monétaire, politique des changes, niveau des prix...), dans lesquels s'exprime le caractère fondamentalement imprévisible des mouvements affectant la formation de la valeur sociale. Pour ces raisons rien ne permet de protéger la valeur des sommes thésaurisées sur laquelle pèsent ces aléas. Il y a là l'effet d'une opacité constitutive de la société marchande qui se traduit dans l'aspect contradictoire de la détention d'encaisses monétaires, tout à la fois irrationnelle et absolument nécessaire.

Prendre au sérieux ces constatations, c'est reconnaître que la reproduction de la fonction de réserve de la monnaie ne peut se comprendre uniquement au niveau de la sphère des échanges. Elle nécessite une action extérieure à celle-ci par laquelle vont être posées des garanties à l'émission monétaire, ces garanties que les seules relations privées d'échange sont incapables d'engendrer. Ce sont ces garanties qui permettent d'asseoir le comportement de thésaurisation en affectant notre perception du futur, par elles la monnaie semble se donner comme étant cosubstantielle à la richesse. C'est ce que nous désignerons sous le terme de rapport $A \equiv M$. Il désigne donc en particulier la manière dont l'Etat se présente comme garant de sa monnaie. Cela recouvre à la fois les aspects techniques de couverture et les capacités générales de socialisation de l'Etat (consensus social...). Cela forme la base objective, enracinée dans une conjoncture politique, d'une représentation collective de l'horizon économique. C'est ainsi que sont engendrées les anticipations des divers agents. Aussi il serait vain de leur chercher une loi générale de formation procédant d'une rationalité transcendante constitutive de la nature humaine : elles sont

toujours le produit d'une dynamique sociale spécifique qu'il s'agit alors d'analyser pour rendre intelligible les phénomènes monétaires.

Pour l'hyperinflation allemande, le nœud des problèmes est, comme nous l'avons vu, à trouver dans les antagonismes opposant d'une part les rentiers aux capitalistes à propos du règlement de la dette publique, d'autre part le capital allemand au capital étranger à propos des répartitions. Cette situation va trouver sa traduction dans une certaine politique monétaire où les conditions d'émission seront assujetties au financement des déficits publics, et des entreprises. Elle entraînera une crise de la fonction de réserve du mark. La résolution de la crise provient d'un retournement total de la conjoncture intérieure (l'inflation a supprimé les dettes publiques) et internationale (la solution anglo-saxonne, dite technique, de paiements des réparations l'emportant sur la française). Cela marque la constitution d'un nouveau rapport $A \equiv M$.

Ainsi la reproduction du rapport monétaire se situe conjointement dans la circulation des marchandises (dans la continuité des actes $M - A - M$ où se forment les valeurs) et à l'extérieur dans la reproduction du rapport $A \equiv M$. On peut rompre ainsi avec la vision « économiste » nourrie par la conception qui fait de la monnaie une marchandise. A travers l'influence du rapport $A \equiv M$, la dynamique monétaire se trouve plongée dans la dynamique sociale.

Pour nous exprimer autrement, disons que ce qui est reconnu ainsi est le caractère fondamentalement instable des anticipations d'agents économiques laissés à leur propre sort. Cela n'est pas l'effet d'une insuffisance de leur compréhension des phénomènes économiques, mais bien celui du caractère contradictoire de la production marchande. On constate cela pleinement aux périodes de changes flottants : les anticipations loin d'être rationnelles se nourrissent de multiples causes disparates : changements politique, état des finances publiques, de la balance commerciale, taux d'intérêt... Cela est visible au cours de notre période où la baisse du mark est scandée par l'annonce de différents événements politiques (assassinat de Rathenau...), mais aussi aujourd'hui comme le prouvent les propos de John Barnett, vice-président de la Citibank (cité in J. R. Artus, *Journal of International Economics*, 1978, « Methods of Assessing the Long-run Equilibrium Value of an Exchange Rate ») : « There seem to be psychological switches that go off and on in people's heads. My idea is that the market is always focusing on a particular psychological variable. For a while, it interest rate. If they go up, in the case of dollar, then the dollar should probably go up. But now the big factor seems to be trade

balances. People seem to look at them first and a trend is determined. Look at all the emphasis on the Japanese encroachment on the U.S. market and the steel thing. These are the things that seem to move the market now, but it could change. » Ce désarroi apparaît aussi dans les avis contradictoires sur le caractère bénéfique ou, au contraire, malsain de l'appréciation ou de la dépréciation d'une monnaie. D'autre part la domination du change sur les prix qui caractérise ces périodes, particulièrement nette pour notre période (cf. [1] ou [5]), entraîne une auto-validation du mouvement des changes (encore appelée cercle vicieux ou vertueux) telle qu'aucune force de rappel n'existe capable de déterminer une position stable. Aussi ne peut-on définir aucun taux de change d'équilibre. On peut dire que lorsque l'instabilité d'une devise est produite par une crise du rapport $A \equiv M$ spécifiant un certain type d'enchaînement (change \rightarrow prix, ou déficit public \rightarrow émission monétaire) il n'existe aucun niveau du taux de change qui puisse résoudre cette instabilité. La rupture du phénomène ne peut provenir que d'une nouvelle intervention du politique et la constitution d'un nouveau rapport $A \equiv M$.

C. Première phase du processus hyperinflationniste (jusqu'à l'été 1922)

Un des résultats importants de cette analyse du phénomène hyperinflationniste est de mettre en évidence l'existence de deux phases contrastées, que l'évolution continue des prix avait masqué, la date charnière étant, comme on le verra, l'été 1922.

FORMATION DE CIRCUITS SPÉCULATIFS

Le point de départ est une crise de la thésaurisation. Il n'y a aucune loi mécanique qui puisse déterminer la naissance d'une telle crise. Elle est l'effet de la crise du rapport $A \equiv M$ produite, comme nous l'avons vu, par une nouvelle conjoncture politique et économique. Cette crise est indéterminée car s'y expriment aussi des phénomènes de nature symbolique touchant à la représentation de l'Etat.

La monnaie ne constituant plus une forme sûre de conservation de la valeur, les masses monétaires préalablement thésaurisées vont s'investir en biens divers (objets d'art, actions, devises...) censés remplir

mieux cette fonction. Il y a donc formation de marchés spéculatifs. La spéculation se développe sous forme de circuits autonomes qui déforment la structure de la demande monétaire globale, et entraîne donc une déformation de la structure des prix relatifs.

C'est cette forme de crise monétaire, crise de la fonction de réserve, qui nous semble dominer en Allemagne jusqu'à la période charnière de l'été 1922. La spéculation se porte évidemment sur le dollar, mais aussi sur les actions boursières. La convergence de la spéculation, en début de période, sur ces deux valeurs apparaît dans le tableau suivant où les cotisations boursières sont exprimées en dollar.

	(Base 100 : 1913)			
	1920	1921	1922	1923
Janvier	10.73	18.00	16.27	5.24
Février	8.47	17.82	16.98	6.79
Mars	9.82	17.84	14.57	6.66
Avril	12.93	18.17	14.69	8.61
Mai	14.45	18.71	12.63	8.38
Juin	17.93	18.12	10.89	13.44
Juillet	19.92	18.45	7.63	13.44
Août	17.98	19.36	4.28	11.33
Septembre	15.94	16.69	3.61	22.56
Octobre	15.06	18.00	2.72	28.47
Novembre	14.12	14.94	2.96	39.36
Décembre	15.79	15.99	4.97	26.80

Cf. [4].

Cette spéculation monétaire et financière a entraîné un gonflement considérable des activités bancaires : le nombre des employés y a triplé pendant l'hyperinflation.

Mais la spéculation a une nature contradictoire. Elle tente de trouver des formes sûres de valeur pour compenser la crise du rapport $A \equiv M$, c'est-à-dire de la garantie étatique : on a déjà vu que cela est impossible. Si M en quoi est échangé le mark n'est pas elle-même monnaie (à savoir des devises), elle est nécessairement une forme inadéquate de la valeur. Cela s'exprime dans la caractéristique de tout mou-

vement spéculatif : *sa précarité*. Toute marchandise est soumise à la loi de la valeur qui fixe son prix. La crise générale de réalisation des valeurs finit nécessairement par atteindre le mouvement spéculatif, exprimant ainsi les limites à l'automatisation de ce mouvement. Cela apparaît dans le tableau précédent à partir de février 1922. On assiste alors à une baisse prodigieuse des cours qui aboutit à une sous-évaluation considérable du capital (par exemple la très importante société Daimler voit l'ensemble de son capital évalué seulement au prix de trois cent trente voitures de sa production).

Un autre exemple met bien en lumière le caractère contradictoire de la spéculation : c'est celui de l'immobilier. On s'attendrait sur la base des expériences récentes à une forte spéculation immobilière. Il n'en est rien. Le régime de réglementation des loyers fixait des loyers maxima. Ils ne purent être augmentés au rythme de l'inflation. Aussi n'atteignaient-ils en 1922 et 1923 qu'une part infime des loyers d'avant-guerre. Dans ces conditions, la propriété foncière urbaine ne donnant plus aucun revenu, son prix chuta considérablement. Cela illustre combien la fonction de réserve ne renvoie pas seulement à une propriété intrinsèque du bien, mais est étroitement dépendante de règles juridiques.

CRISE CLASSIQUE DE SURACCUMULATION

Durant cette première phase, le mouvement économique pourrait être qualifié de « développement inflationniste stable ». La dépréciation du mark et l'inflation entraînent une ouverture de nouveaux débouchés (à l'exportation du fait des gains nominaux de compétitivité ; et augmentation puissante de l'investissement, conséquence des taux d'intérêt réels fortement négatifs) associée à une baisse des salaires réels.

Illustrons brièvement ces phénomènes

(i) Chômage. L'indicateur de chômage que donne le tableau ci-dessous est éloquent. On voit une réduction nette du chômage à partir de juillet 1920 jusqu'à juillet 1922, caractéristique de la croissance inflationniste de cette période. A partir de cette date, le mouvement s'inverse et l'indicateur atteint à la fin de l'année 1923, l'« année noire », des sommets historiques. Le retournement de la conjoncture est net. Le rôle de la dépréciation du mark dans la création de débouchés durant la première période apparaît encore nettement si l'on considère que la phase d'augmentation du chômage (novembre 1920-mai 1921) correspond à un période de stabilisation du mark.

Pourcentage de chômeurs parmi les effectifs syndiqués

	1920	1921	1922	1923
Janvier	3.4	4.5	3.3	4.2
Février	2.9	4.7	2.7	5.2
Mars	1.9	3.7	1.1	5.6
Avril	1.9	3.9	0.9	7.0
Mai	2.7	3.7	0.7	6.2
Juin	4.0	3.0	0.6	4.1
Juillet	6.0	2.6	0.6	3.5
Août	5.9	2.2	0.7	6.3
Septembre	4.5	1.4	0.8	9.9
Octobre	4.2	1.2	1.4	19.1
Novembre	3.9	1.4	2.0	23.4
Décembre	4.1	1.6	2.8	28.2

(ii) Salaire réel.

Tableau : Indice de salaire réel
(d'après Perderson et Laursen [6])

	1920	1921	1922	1923
Février	70.5	86.9	82.8	80.0
Avril	69.2	82.0	75.8	82.2
Juin	73.1	92.3	78.7	99.8
Août	85.2	82.7	71.3	144.0
Octobre	91.5	85.3	60.6	297.8
Décembre	85.3	92.7	66.0	69.1

(Base 100 en 1913).

Le mouvement du salaire réel est, jusqu'en octobre 1922, caractéristique des régulations inflationnistes : la hausse des prix permet une baisse importante de celui-ci. A partir de cette date, il y a une crise nette de cette régulation. Il y a une envolée du salaire réel : l'inflation ne permet plus de déplacer le partage salaires/profits.

(iii) Investissement. Nous n'apporterons pas ici de preuves statistiques sur le mouvement ascendant de l'investissement entre 1920 et 1922 d'autant que l'ensemble des analystes de la période s'accordent sur ce point (Bresciani-Turroni, Pedersen et Laursen, Giustiani, Gabillard...). La question de l'efficacité de ces investissements est, elle, très controversée.

(iv) Débouchés intérieurs.

Demande intérieure (consommation + investissement)
(d'après Pedersen et Laursen [6])

1913	1919	1920	1921	1922	1923
100	91	89	98	90	65

Comme l'indique l'ensemble de ces indicateurs, à partir de l'été 1922, cette « régulation » inflationniste rencontre ses limites : développement inégal des deux sections causé par le surinvestissement spéculatif, rétrécissement considérable des débouchés intérieurs, montée du chômage. L'expression la plus forte de la crise de la « régulation » inflationniste caractéristique de cette première phase est le développement d'une crise financière ; c'est toujours ainsi que finalement vont s'exprimer les difficultés dans la réalisation des valeurs. Aussi cette crise marque-t-elle une date charnière.

(v) Première crise monétaire. En juin 1922, les traites commerciales représentent environ 1 % du portefeuille de la Reichsbank : la création monétaire provient principalement de l'escompte de bons du trésor, c'est-à-dire de la monétisation d'un important déficit budgétaire.

A ce moment, la crise de méfiance sur le mark, crise de sa fonction de réserve, et les mouvements spéculatifs qui l'expriment, pose des problèmes aux banques commerciales. Elles ont des difficultés à réaliser la fermeture de leurs circuits monétaires du fait des retraits d'avoirs opérés par leurs déposants, et à réaliser la fermeture financière de ces circuits du fait des difficultés boursières. Or, dans le même temps, la demande de crédit de la part des entreprises touchées par la crise des débouchés est très forte. Les banques de second rang doivent donc faire appel massivement au refinancement de la Banque Centrale. On observe ici les modalités classiques de régulation qui font jouer

un rôle central aux relations contradictoires entre banques commerciales et Banque Centrale. La crise se concentre sur les monnaies bancaires privées. C'est la forme classique de résolution du mouvement inflationniste en période de convertibilité-or.

Mais la crise rebondit car la réaction de la Reichsbank est inverse de ce que nécessite la régulation du système politique dont nous avons vu la justification. Elle n'exerce aucune pression, maintient des taux bas et escompte massivement les traites commerciales qui lui sont présentées. Ces traites représenteront en février 1923 les deux tiers de son portefeuille. Par là, elle tente de monétiser les difficultés. Nous pouvons aussi caractériser cette tentative de résolution de la crise comme *un mouvement de centralisation et de socialisation des risques et des pertes* au niveau du bilan de la Reichsbank.

**D. Mouvement centralisateur
et nouvelles conditions
de la gestion monétaire**

Cette politique de la Reichsbank induit des transformations profondes dans le fonctionnement du système monétaire allemand. Le poids des banques de second rang y devient dérisoire. Elles n'ont plus qu'un rôle d'intermédiaires dans la distribution du crédit. Leur activité principale comme l'indique le tableau suivant devient essentielle-

	Traites et bons du Trésor (en % des engagements)	Avoir chez les correspondants (en % des engagements)
1916	45	6
1917	48	9
1918	59	6
1919	59	10
1920	61	8
1921	46	14
1922	20	45
1923	3	38
1924	25	22

ment spéculative, au détriment d'une activité de crédit, cela parce qu'elles ont perdu tout contrôle sur le mouvement inflationniste comme l'indique la baisse en valeur réelle de leur actif. Elles le subissent de plein fouet.

Il y a donc une baisse considérable du portefeuille de traites ; la moitié au moins des traites en circulation en décembre 1922 est dans le portefeuille de l'institut d'émission. Le poste « Avoirs chez les correspondants » comprend notamment les « Avoirs à l'étranger » : le réescompte de leurs effets a permis aux banques commerciales de se procurer des devises.

La baisse des dépôts en valeur réelle, qui, comme nous le verrons, est l'expression d'une tendance plus générale à la baisse de la valeur réelle de la monnaie fiduciaire, illustre clairement la perte d'influence exceptionnelle du capital bancaire dont nous verrons par la suite d'autres exemples. Les statistiques sont données pour six grandes banques de Berlin.

	Dépôts en millions de marks-papier	Dépôts en millions de marks-or	% de 1918
31 décembre 1913	5 771	5 771	60
31 décembre 1918	19 126	9 563	100
» » 1919	38 179	3 055	32
» » 1920	60 213	3 673	38
» » 1921	111 275	2 481	26
» » 1922	1 590 631	522	5

Cf. [4].

Le mouvement de chute est en fait sensible à partir de l'été 1922 comme le montrera le tableau de la masse monétaire réelle (cf. infra). Les banques commerciales perdent alors leur capacité à orienter et capter les flux de profit, à assurer la formation des épargnes, à régler les dévalorisations de capital. La grande industrie réussit à se rendre indépendante des banques, et même prend le contrôle de nombreux établissements bancaires (le groupe Stinnes acquiert ainsi 35 % des actions de la Berliner Handelsgesellschaft, une des sept plus grandes banques allemandes). La part du capital de prêt dans les bilans (sur un échantillon de 3 447 sociétés par actions) passe de 68 % à 31 % (cité in

Giustiani). Un dernier indicateur de cette modification est la décroissance importante en valeur-or des fonds propres des banques commerciales, et plus encore des banques hypothécaires, alors que dans le même temps, ces fonds propres, pour les entreprises industrielles (sauf les entreprises commerciales), ont augmenté en valeur-or.

Capital et réserves des grandes banques en mark-or

	1913	1924	
Capital	1 590	474	— 70,2 %
Réserves	474	185	— 61 %

Banques hypothécaires

	1913	1924	
Capital	712	154	— 74 %
Réserves	240	32	— 87 %

On voit dans ces données combien les conditions de la circulation monétaire se sont modifiées : tout repose en fait directement sur la Reichsbank ; les relations entre monnaies privées et monnaie centrale ont cessé d'être un élément de régulation. Le mouvement de centralisation a globalisé les contraintes pesant sur la circulation monétaire : elles n'apparaissent plus que dans le montant nominal vertigineux du passif de la Reichsbank, encore celle-ci n'en ressent-elle les effets *qu'indirectement* à travers la montée des prix. Comment peut s'imposer alors les limites à cette politique de monétisation des déficits alors que, comme dans le schéma de notre introduction, plus aucune contrainte directe ne semble peser sur la gestion étatique ? Par quelles nouvelles formes va s'exprimer la crise de reproduction de la monnaie ? Jusqu'à quand la Reichsbank pourra-t-elle nier la crise globale de l'économie allemande en injectant un montant illimité d'euphorisants monétaires ?

**E. Deuxième phase du processus hyperinflationniste
(été 1922 - novembre 1923)**

Le point central de cette deuxième phase est qu'à partir de l'été 1922 la crise monétaire n'est plus uniquement crise de la fonction de réserve mais principalement *crise du mark comme unité de compte et moyen de circulation*. Elle imprime au mouvement hyperinflationniste de nouvelles caractéristiques que nous analyserons.

CRISE DU MARK COMME UNITÉ DE COMPTE

A partir de l'été 1922, on assiste au développement de comptabilité en or ou en dollar. Peu à peu, la pratique d'indexation des prix sur le cours du dollar s'étend. Les salaires eux aussi sont indexés, souvent en tenant compte du délai entre la date de leur perception et celle de leur dépense, et en incluant donc directement les anticipations sur la dépréciation du mark. Cette réaction de l'économie pour se préserver de la dépréciation monétaire, cette naissance spontanée de nouvelles unités de compte, a de grandes conséquences. Dans la première phase de la crise, les mouvements spéculatifs ne mettent pas en cause la stabilité globale, l'inertie du système de prix. Ceux-ci réagissent toujours avec retard sur les mouvements de change. Dans ces conditions la Reichsbank, même si elle ne contrôle pas la convertibilité du mark, peut intervenir efficacement car sa monnaie conserve sa « valeur intérieure ». Dans la deuxième phase de la crise, l'indexation fait perdre une grande partie de son pouvoir à la Banque Centrale. Celle-ci n'a plus aucun contrôle sur la valeur interne du mark ; elle s'impose à elle. En quelque sorte, cette modification spontanée des relations économiques fait réapparaître pour la Reichsbank un problème de convertibilité auquel elle avait cru échapper car le taux de change détermine alors aussi les prix intérieurs. Ce nouveau phénomène déconnecte *de facto* la Reichsbank de la circulation marchande. Elle n'a plus aucun contrôle sur le montant nominal de ses interventions. Tout se passe comme si celles-ci devaient se faire en dollars. Toute la monnaie émise se dissout immédiatement. Un exemple frappant de cette remise en cause du pouvoir de la Reichsbank est le suivant : le seul prêt accordé en novembre 1923 par la Rentenbank pour commencer un timide assainissement des finances publiques (1.200 millions de rentenbanks) représentait une valeur correspondant à dix fois le montant des marks déjà existants !

Cela est d'autant plus vrai que la pratique de l'indexation touche aussi les actes de crédit. Fin 1922, la pratique a été introduite d'effectuer des prêts à long terme libellés en livres de seigle, en 1923 en unités de charbon, de potasse, et même en kilowatts électriques. A nouveau la Reichsbank se trouve confrontée au problème de la convertibilité dans la mesure où les conditions du remboursement de prêts ainsi libellés lui échappent totalement. Ainsi quand l'Etat lance par la loi du 14 août 1923 un emprunt-or de 500 millions de marks-or, le problème de la couverture se pose. La seule garantie qu'il propose est un recours possible à des impôts supplémentaires pour son remboursement. Ce sont des garanties vagues.

Cette crise de l'unité de compte s'exprime dans la diminution considérable de la masse monétaire réelle, malgré la montée vertigineuse de la masse nominale. Cette chute est particulièrement brutale entre juillet 1922 et janvier 1923.

Moyenne 1913		6 070
Janvier	1920	3 311
Juillet	1920	7 428
Janvier	1921	5 096
Juillet	1921	4 745
Janvier	1922	2 723
Juillet	1922	1 730
Janvier	1923	173
Juillet	1923	168
Août	1923	282
Septembre	1923	752
Octobre	1923	300
15 Novembre	1923	155

Circulation fiduciaire
(en millions de marks-or)

Cela illustre clairement le fait que le pouvoir monétaire est remis en cause : la Reichsbank subit les contraintes inflationnistes. *Il est incapable de stabiliser son actif réel.*

Cette baisse considérable est caractéristique de toutes les situations hyperinflationnistes de l'entre-deux-guerres (Autriche, Hongrie, Pologne), mais aussi des situations monétaires tendues contemporaines : Chili, USA... Elle exprime une raréfaction extrême de la monnaie nationale, en fait une quasi-disparition du mark dans la circulation.

FRACTIONNEMENT DE L'ESPACE MONÉTAIRE

Cette baisse exprime aussi la disparition « physique » du mark dans la circulation. Effectivement, l'unité de compte a tendance naturellement¹ à devenir moyen de circulation. Aussi les devises, malgré les interdictions formelles, circulent abondamment en Allemagne.

1. De même au cours des discussions sur la réforme monétaire à appliquer, l'idée est émise d'une monnaie gagée sur le seigle, dont nous avons vu qu'il servait aussi, pour certaines transactions, d'unité de compte.

Cette raréfaction extrême du mark pose des problèmes immenses au développement des rapports marchands. Le pouvoir central tente de les surmonter en permettant un développement anarchique de l'émission monétaire (loi du 17 juillet 1922) : désormais les Etats, les communautés locales, les chambres de commerce, les syndicats industriels et même certains commerçants privés peuvent émettre des « monnaies d'urgence » pour faire face à cette pénurie de moyens de circulation. Mais ces nouvelles monnaies ne respectant elles aussi aucune contrainte de reproduction ne font qu'augmenter le désordre dans les relations marchandes. Alors la forme ultime d'expression de la crise est *le fractionnement de l'espace monétaire* : ces nouvelles monnaies ne peuvent circuler que localement, alors que le mark lui-même n'est plus admis universellement sur l'espace allemand (en particulier dans les campagnes). Il y a rétention de produits agricoles dans les campagnes et début de blocus des villes. Le Reich commence à se morceler en îlots monétaires isolés, liés en particulier aux espaces de circulation des monnaies locales. On assiste donc à une régression profonde des relations marchandes, à un blocage de la division du travail jusqu'à dans ses aspects les plus fondamentaux (ville/campagne). Cette désagrégation se concrétise au niveau politique par le développement de mouvements séparatistes (Rhénanie, Bavière).

Mais cette crise a un autre contenu. A côté de ces forces centrifuges naissent des contre-tendances traduisant la stabilité et le haut développement des rapport marchands en Allemagne : elles expriment la nécessité d'émergence d'une nouvelle monnaie. Elles se concrétisent dans la mesure où existe déjà une monnaie « stable » : le dollar. Celui-ci envahit tout l'espace économique allemand et remplace le mark dans l'ensemble de ces fonctions. A l'opposé de la loi de Gresham, dans cette phase ultime de crise, c'est la bonne monnaie qui remplace la mauvaise. Une autre consécration de ces contre-tendances est l'émergence, ex-nihilo, de nouvelles « monnaies » remplissant certaines fonctions (« monnaies à valeur constante », différents systèmes d'indexation...). Ces contre-tendances expriment aussi la nécessité de solutions aux difficultés politiques induites par la dégénérescence de la structure marchande de la société allemande.

Elles se trouveront réalisées dans la création du rentenmark, et plus tard dans la réforme définitive d'avril 1924 portant création du Reichsmark.

Le fractionnement de l'espace monétaire, et la pénétration dans celui-ci du dollar sont les formes les plus achevées de remise en cause

du pouvoir monétaire. C'est ainsi que l'Etat subit la contrainte monétaire, et se voit obligé de respecter les contraintes de reproduction.

II. CONCLUSIONS THEORIQUES

Il apparaît à la fin de cette analyse qu'on ne peut considérer la période hyperinflationniste comme un tout homogène, mais que s'y succèdent deux processus de nature différente. Tout rabattre sur la hausse des prix est hautement contestable.

Dans une première phase, se déroule un processus inflationniste classique : mise en cause de la fonction de réserve, déficit des finances publiques, mouvements spéculatifs sur les changes. La crise monétaire à laquelle aboutit ce processus inflationniste est tout aussi classique : difficultés des banques commerciales à assurer la convertibilité de leurs monnaies du fait des retraits des dépôts. Cette crise fait jouer les mécanismes classiques de régulation mettant en œuvre les relations contradictoires entre Banque Centrale et banques commerciales.

Mais à partir de là se déclenche un deuxième processus traduisant une crise aiguë d'un type différent et plus rare dans l'histoire monétaire du xx^e siècle. Effectivement, au lieu de laisser se développer la crise, la Reichsbank tente de l'éviter en opérant, par la création accrue de monnaie centrale, une socialisation des pertes. Elle effectue ainsi une centralisation extrême de la gestion monétaire. Mais ce mouvement centralisateur ne peut en rien résoudre la crise dans la mesure où il ne modifie pas les conditions d'émission monétaire, sources de la crise de défiance généralisée vis-à-vis du mark. Cette centralisation n'opère pas une restructuration du rapport $A \equiv M$. Elle ne constitue donc qu'une simple solution technique de caractère provisoire. Celle-ci va rapidement entrer en crise à travers des processus originaux.

Il s'agit essentiellement d'une crise du mark comme unité de compte, du fractionnement de l'espace monétaire, de naissance de structures monétaires régionales, du développement de nouvelles monnaies. L'ensemble de ces phénomènes sont d'une rare intensité ; à travers eux s'expriment les limites du pouvoir monétaire. L'ancien espace monétaire de la Reichsbank se désagrège et les conditions de la circulation des marchandises lui échappent, d'une part à cause du refus pur et simple des agents de détenir des marks quitte à ne pas écouler leur production (rétention des produits agricoles), d'autre part à cause de l'indexation généralisée des prix. En définitive, la « solution » centra-

lisatrice adoptée à l'été 1922, en fonction d'une certaine configuration des forces politiques, a placé les contradictions à un niveau supérieur dont l'éclatement va alors être d'une extrême violence.

L'indicateur synthétique de ce processus de fractionnement est la baisse brutale de la masse monétaire réelle. Il exprime, comme on l'a vu, l'ensemble des tendances au fractionnement. C'est une illustration éclatante de la crise du pouvoir monétaire de la Reichsbank : celle-ci malgré toutes ses interventions, et les quantités nominales considérables de monnaie émise, ne peut maintenir un niveau de masse monétaire réelle en circulation. Cet aspect essentiel a toujours été mis en avant dans les études sur l'hyperinflation, mais souvent considéré en soi, comme le résultat de processus donné d'anticipations des agents de nature essentiellement psychologique. On l'a insuffisamment relié aux processus spécifiques de nature institutionnelle, politique et économique qui le fondent. Aussi, ces études ne permettent-elles pas une pleine compréhension de la sortie brutale de l'hyperinflation. Celle-ci correspond à une restructuration du rapport $A \equiv M$, liée à une nouvelle configuration politique allemande et internationale.

La compréhension de ces tendances au fractionnement, et donc au retour à certaines formes de bilatérisme et de cloisonnement de la circulation monétaire, est de première importance au point de vue théorique et pratique.

Au point de vue théorique, elle fonde une critique profonde de toutes les théories juridiques de la monnaie qui pensent le développement des relations marchandes dans le cadre de modèles où la création et la gestion monétaire procèdent uniquement de l'Etat. Ces modèles ne saisissent pas le caractère contradictoire au niveau logique de leur formulation. Une économie marchande ne peut se développer que s'il existe une décentralisation des contraintes « budgétaires » pesant sur chaque centre de production, et par là une décentralisation des risques. Seulement à travers cette décentralisation peuvent se développer de nouveaux centres de production mettant en œuvre de nouvelles techniques et qui donc, du fait de leur jeunesse, ne peuvent satisfaire à leur contrainte de valeur dans les mêmes termes que des centres plus anciens. Cette décentralisation s'exprime dans la naissance spontanée de rapport créanciers/débiteurs au sein de la circulation, et dans la création liée de monnaies de crédit.

La « gestion étatique pure » en globalisant les contraintes bloque ce processus. Elle ne peut qu'imposer des normes globales. Cela signifie une altération des relations marchandes. Si celles-ci persistent, s'il n'y a pas dégénérescence de ces relations, leur caractère irréductible

va s'exprimer dans ces tendances au fractionnement, réponse spontanée de la structure marchande pour obtenir une décentralisation des risques, une non-socialisation des pertes sans lesquelles les nouveaux pôles marchands ne peuvent se développer.

Ces tendances au fractionnement sont une des formes les plus violentes par laquelle s'exprime la contrainte monétaire.

Si nous examinons la situation actuelle, à savoir la crise du dollar, elle n'est pas sans rapport avec notre schéma central. L'émission de dollar semble procéder du même arbitraire : on ne voit pas comment peuvent s'exprimer des limites à la monétisation des déficits américains, étant donné que le dollar a statut de monnaie internationale. Schématiquement¹, lorsque les créanciers des Etats-Unis tentent de se débarrasser des balances dollar non désirées, cela provoque une hausse des taux de change des principales monnaies secondaires en dollar. Il en résulte un déficit de la balance des paiements américaine, et création instantanée de nouveaux dollars : « La variation dans le pouvoir d'achat international des balances dollar consécutive à une dépréciation de cette monnaie est automatiquement compensée dans la création monétaire américaine. » Nous avons vu dans l'exemple allemand comment les tendances au fractionnement remettaient en cause un tel schéma, comment elles exprimaient les limites à cette monétisation.

Si ces raisonnements théoriques permettent de saisir les enjeux de la situation actuelle (importance du problème de l'indexation comme remise en cause du dollar, développement de structures monétaires régionales, etc.), ils ne fournissent qu'un cadre très général pour penser la crise, et les transformations qualitatives dont elle est porteuse. Il y a nécessité pour dépasser ces abstractions, comme le développe M. Aglietta dans le texte déjà cité, d'une étude structurelle des modes de cohésion liant les espaces nationaux. Celle-ci ne peut être fondée que sur l'analyse de la structure actuelle de la division internationale du travail et de la configuration des mouvements de capitaux longs qu'elle induit. A partir de là pourront être mieux saisis les contours précis des tendances au fractionnement, comme les possibilités, à travers un nouveau compromis international, d'un réaffermissement du dollar comme monnaie internationale.

ANDRÉ ORLÉAN

Administrateur de l'INSEE

2. Voir pour plus de précision : M. AGLIETTA, « Monnaie internationale, taux de change et accumulation du capital », note INSEE (Service des programmes).

BIBLIOGRAPHIE

- [1] AFTALION A., *Monnaie, prix et change*, Sirey, 1927.
- [2] BRESCIANI-TURRONI, *The Economics of Inflation*, Londres, Allen-Unwin, 1937.
- [3] GABILLARD J., *La fin de l'inflation*, Sedes, 1952.
- [4] GIUSTINIANI G., *Le commerce et l'industrie devant la dépréciation et la stabilisation monétaire*, Paris, 1927.
- [5] ORLÉAN A., « Essai d'analyse monétaire de longue période : l'Allemagne (1870-1931) », INSEE : Quatre économies dominantes sur longue période.
- [6] PEDERSEN J., LAURSEN K., *The German Inflation (1918-1923)*, Worth Holland, 1964.
- [7] SAMUELSON A., *Le mark, histoire de la monnaie allemande*, Didier, 1971.
- [8] STOPLER G., « German Economy (1870-1940) », Reynal and Hitchcock.