



**Groupement de Recherches Economiques
et Sociales**

<http://www.gres-so.org>

**IFReDE
&
LEREPS**

Université Montesquieu-Bordeaux 4

Université des Sciences Sociales Toulouse 1

Cahiers du GRES

La FTPL, les réparations et l'expérience inflationniste des années 1920

Jean-Charles ASSELAIN
IFReDE-CMHE – GRES, Correspondant de l'Institut

Bertrand BLANCHETON
IFReDE-CMHE – GRES
blanchet@mail.u-bordeaux4.fr

Christian BORDES
TEAM, Université Paris I

Marc-Alexandre SENEGAS
GRAPE, Université Bordeaux IV
senegas@u-bordeaux4.fr

Cahier n° 2003 - 13

Décembre 2003

La FTPL, les réparations et l'expérience inflationniste
des années 1920Titre papier en français

Résumé

Cette étude revient sur l'inflation française des années 1920 en tentant de mettre en évidence le rôle joué par les Réparations de guerre. Elle utilise pour ce faire un modèle s'inscrivant dans le cadre de la théorie budgétaire du niveau général des prix. Reposant sur l'hypothèse que la fin de l'illusion du paiement par l'Allemagne des Réparations de guerre au cours de l'année 1922 conduit en France à basculer dans un régime budgétaire non ricardien, l'analyse en vient à s'intéresser à la nature de la politique monétaire menée pour expliquer la nature de la dynamique inflationniste jusqu'au retour au pouvoir de Poincaré. Cette contribution souligne également, à travers une mise en perspective historique, que la question des Réparations pourrait difficilement servir d'axe de symétrie si l'on souhaitait expliquer sur la période les épisodes inflationnistes français et allemands à travers le même cadre d'analyse.

Mots-clé : *inflation, dette publique, FTPL*

FTPL and war reparations : the French and German monetary
experiences in the Interwar period

Abstract

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 French and German monetary experiences 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 and German stylized facts, especially during the 1919-1926 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

Keywords: *inflation, public debt, FTPL*

JEL : N14, E63

La théorie budgétaire du niveau général des prix (*Fiscal Theory of the Price Level*) est un courant de l'analyse macro-économique qui étudie les conséquences en matière de détermination des prix de l'interaction des politiques monétaire et budgétaire induite par la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat.

La FTPL trouve des racines historiques dans des contributions postérieures à la critique de Lucas (Barro (1974), Sargent et Wallace (1981)...) mais s'est véritablement développée dans les années 1990 autour des travaux de Leeper (1991), Woodford (1994) (1995), Canzoneri et Diba (1996), Carlstrom et Fuerst (1999)... Dans ses versions les plus radicales (excluant le seigneurage de la contrainte budgétaire, c'est-à-dire reniant dans une large mesure le rôle la monnaie) elle a vocation à constituer une nouvelle théorie de la formation du niveau général des prix. Dans un régime budgétaire non-ricardien, suite à un accroissement non anticipée de la dette publique, le niveau général des prix est *de facto* la seule variable qui puisse ajuster la valeur réelle de la dette et la somme actualisée des soldes budgétaires futurs anticipée, la FTPL apparaît dès lors comme une théorie quantitative de la dette publique.

L'importance prise par la théorie budgétaire du niveau général des prix depuis une décennie invite à voir dans quelle mesure cette théorie permettrait d'opérer des avancées dans la représentation et l'analyse des expériences monétaires des années 1920 en particulier pour les inflations française et allemande où la dynamique de l'endettement paraît jouer un rôle clef. La FTPL n'est-elle pas susceptible aujourd'hui de constituer la matrice d'une troisième génération de modèles explicatifs de l'inflation des années 1920 ? La première génération nous paraît rassembler les travaux des contemporains. Ces derniers relient accumulation des déficits budgétaires, hausse de la création monétaire, progression des prix (avec en arrière plan la théorie quantitative de la monnaie) puis dépréciation du change avec la possibilité d'une rétroaction "à la Aftalion" qui constitue une déviation de court/moyen termes à la PPA (Cassel (1923)). La deuxième génération est celle des modèles issus de la révolution des anticipations rationnelles (voir surtout Sargent (1986), Webb (1986)) dans lesquels l'influence inflationniste du déficit budgétaire transite par les anticipations (*via* le prisme de la crédibilité) et non plus seulement par la création monétaire courante.

Notre démarche se déroule en deux temps. Nous proposons d'abord un modèle de FTPL en économie ouverte qui prolonge celui de Loyo (1999). Dans cette modélisation, en prenant en compte les transferts extérieurs, nous cherchons à intégrer le problème des Réparations de guerre dont le spectre domine l'histoire économique des années 1920. Nous confrontons ensuite ce modèle à certains faits historiques allemands et surtout français, puis nous tentons d'en dégager des enseignements.

1 - Un modèle de FTPL en économie ouverte

Le modèle proposé s'inscrit dans le prolongement de l'analyse suggérée par Loyo (1999) pour prendre en compte les conséquences des transferts extérieurs au sein de la FTPL.

On considère une petite économie ouverte sur l'extérieur modélisée par le biais d'un agent représentatif. Il y a un seul bien (ou un seul panier de biens) qui est échangé au niveau international et pour lequel la loi du prix unique s'applique (et débouche, dans ce cadre, sur la relation de parité des pouvoirs d'achat). La petite économie est placée sous un régime de changes flexibles.

A chaque période le ménage représentatif dispose d'une dotation (y_t) dans le bien considéré sur le territoire national. Le gouvernement prélève des taxes qui lui servent à effectuer des transferts (forfaitaires) à la fois vers le ménage représentatif (notés, en termes réels, et nets des impôts levés, g_t^H) et le reste du monde (notés, en termes réels, et nets des flux internationaux de même nature mais effectués en sens inverse, g_t^F). On désigne par g_t le déficit primaire réel qui en résulte. On a donc : $g_t = g_t^H + g_t^F$.

Le montant des transferts (nets) effectués vers l'étranger est noté x_t et on peut distinguer ceux opérés par le ménage (x_t^H) de ceux effectués par le gouvernement (x_t^G). Par recouplement, $x_t^G = g_t^F$. C'est par ce biais de cette variable que nous introduirons la question des Réparations de guerre.

Les seuls actifs financiers nationaux disponibles pour transférer la richesse sont les titres nominaux émis à une période par le gouvernement (et donc constitutifs de la dette publique). Ils peuvent être détenus soit par le ménage représentatif, soit par le reste du monde. On désigne alors par b_t le montant total et en termes réels de la dette publique nationale à la date t . a_t et $(b_t - a_t)$ représentent les parts détenues respectivement par le ménage représentatif et le reste du monde. Ce dernier émet aussi, *via* son gouvernement, des titres de dette en devises auxquels le ménage représentatif résident peut souscrire (le montant, en termes réels, de titres étrangers détenus par le secteur résident est alors noté \tilde{a}_t). Le ménage représentatif ne peut s'endetter ni auprès de son propre gouvernement, ni vis-à-vis de l'Extérieur (a_t et \tilde{a}_t ne peuvent donc être strictement négatifs¹). On suppose par ailleurs que la dette extérieure correspond à la dette publique émise en monnaie nationale et détenue par les non-résidents (il n'y a pas de dette nationale émise en devises) ; il s'agit donc, en termes réels, de $b_t - a_t$.

La monnaie (au sens d'un actif dominé en rendement mais fournissant un service de liquidité supérieur) n'est pas introduite dans la modélisation². L'économie peut cependant être qualifiée de monétaire dans la mesure où les prix et les contrats financiers sont libellés dans une unité de compte universellement acceptée.

Les comptes d'exploitation, traduisant les transactions entre les agents nationaux (ménage représentatif et gouvernement), au cours d'une période t sont déduits des remarques précédentes comme suit³ :

¹ Il s'ensuit que $(b_t - a_t)$ est, par construction, positif ou nul.

² De ce fait, nous ne prenons pas en compte le seigneurage dans la contrainte budgétaire de l'Etat. D'un point de vue qualitatif, cette hypothèse ne remet pas en cause significativement les résultats présentés *infra* (cf. Loyo (1999) et Christiano et Fitzgerald (2000)) bien que sur un plan historique l'importance du seigneurage comme voie de financement du déficit budgétaire dans les années 1920 soit substantielle.

³ Les facteurs d'intérêt relatifs aux détentions de titres sont explicités dans la suite de l'exposé.

Ménage	
c_t	g_t^H
x_t^H	y_t
a_t	$a_{t-1} \frac{I_{t-1}}{\Pi_t}$
\tilde{a}_t	$\tilde{a}_{t-1} \tilde{R}_{t-1}$

Gouvernement	
g_t	
$b_{t-1} \frac{I_{t-1}}{\Pi_t}$	b_t

En consolidant les deux derniers comptes, on obtient celui de la nation dans ses relations avec le Reste du Monde :

Nation	
\tilde{a}_t	y_t
x_t	$(b_t - a_t)$
c_t	$\tilde{a}_{t-1} \cdot \tilde{R}_{t-1}$
$(b_{t-1} - a_{t-1}) \cdot \frac{I_{t-1}}{\Pi_t}$	

• *Le comportement du ménage représentatif*

Le ménage représentatif maximise son utilité sur toute sa durée de vie (par hypothèse infinie) en choisissant son sentier de consommation optimal avec comme contrainte la

nécessité de respecter les termes de l'identité budgétaire à laquelle il est soumis par hypothèse à chaque période (que l'on déduit du compte présenté *infra*), soit le programme suivant⁴ :

$$\begin{aligned} & \text{Max}_{\{c_t\}_{t=0}^{\infty}} \sum_{t=0}^{+\infty} \beta^t u(c_t) \\ \text{s. c. } & a_t + \tilde{a}_t + c_t + x_t^H = y_t + g_t^H + a_{t-1} \frac{I_{t-1}}{\Pi_t} + \tilde{a}_{t-1} \tilde{R}_{t-1} \quad \forall t = 0, 1, \dots \end{aligned}$$

avec : I_t désignant le facteur d'intérêt nominal relatif au titre national émis entre t et $t+1$, Π_t , le facteur d'inflation⁵ prévalant entre $t-1$ et t . Le facteur d'intérêt réel d'équilibre correspondant, entre t et $(t+1)$, noté R_t est donné par $\frac{I_t}{\Pi_{t+1}}$.

Dans le cadre d'une petite économie ouverte, la valeur de cette dernière variable n'est pas déterminée par les dotations de l'économie mais imposée par le reste du monde (et dans ce cas ce statut lui confère une nature exogène au modèle et la fait désigner par \tilde{R}_t). En d'autres termes, la parité des taux d'intérêt réels (d'équilibre) entre la nation et le reste du monde est supposée prévaloir à toute date⁶ et il vient : $\frac{I_t}{\Pi_{t+1}} = \tilde{R}_t$.

Pour simplifier l'analyse et afin d'en permettre une représentation graphique, on fait l'hypothèse que le taux d'intérêt réel mondial est constant et fixé à \tilde{R} (on s'intéresse donc à des équilibres stationnaires)⁷.

La détermination du sentier optimal de consommation par le ménage représentatif aboutit à deux équations habituelles dans cette configuration dynamique :

1- *La condition d'Euler* traduit tout d'abord la substitution intertemporelle des niveaux de consommation. Conjuguée avec la parité des taux d'intérêt réels, elle peut s'écrire sous la forme suivante :

⁴ On fait l'hypothèse restrictive que le ménage adopte un comportement de consommation optimale dans un contexte dépourvu d'incertitude. Voir *infra*.

⁵ Dans le cadre de la petite économie ouverte et en supposant que la valeur exogène du taux d'inflation prévalant dans le reste du monde soit nulle, taux d'inflation et taux de dépréciation de la monnaie nationaux coïncident.

⁶ La parité des taux d'intérêt réels découle de ce que l'économie est preneuse de prix sur le marché des biens et sur celui des capitaux ainsi que de la nature parfaitement libéralisée des échanges en ces lieux. Dans ces conditions, les relations de parité des pouvoirs d'achat et celle (non couverte) des taux d'intérêt nominaux sont vérifiées et, combinées, conduisent à celle portant sur les taux d'intérêt réels (*ex ante*).

⁷ Plus généralement, on considérera par la suite une évolution stationnaire de l'ensemble des variables exogènes nationales (i.e. le taux d'intérêt réel, les dotations et les déficits primaires réels en régime non-ricardien – cf *infra*).

$$(1) \frac{u'(c_t)}{\beta u'(c_{t+1})} = \frac{I_t}{\Pi_{t+1}} = \tilde{R}$$

2- La condition de transversalité (nécessaire à la détermination d'une trajectoire optimale de consommation) impose une limite à l'accroissement de la richesse (financière) de l'agent et peut se formuler comme suit⁸ :

$$\lim_{t \rightarrow +\infty} \frac{1}{(1 + \tilde{R})^t} (a_t + \tilde{a}_t) = 0$$

Combinée avec l'identité budgétaire en termes de flux, cette condition implique que l'agent privé représentatif doit respecter à toute date t une contrainte budgétaire intertemporelle traduisant le fait que le montant total des créances qu'il détient doit correspondre à la valeur présente (à cette date) de tous ses revenus futurs disponibles, soit :

$$(2) \frac{a_{t-1}I_{t-1}}{\Pi_t} + \tilde{a}_{t-1} \cdot \tilde{R} = \sum_{s=0}^{\infty} \frac{c_{t+s} - y_{t+s} - g_{t+s}^H + x_{t+s}^H}{\tilde{R}^s} \quad \forall t \geq 0$$

- Contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat en économie ouverte

L'identité budgétaire auquel répond à chaque période le gouvernement traduit l'hypothèse selon laquelle le financement du déficit primaire et des intérêts sur la dette publique est opéré par recours à l'emprunt auprès du secteur privé (résident ou non résident), soit :

$$(3) b_t = g_t + b_{t-1} \frac{I_{t-1}}{\Pi_t}.$$

Contrairement au cas d'une économie fermée, la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat ne peut être directement déduite de (3) en utilisant la contrainte portant sur le ménage représentatif et les conditions attenantes à l'équilibre du marché des biens (autarcique). Les échanges auxquels se livre la petite économie ouverte impliquent en effet de considérer l'égalité emplois ressources au niveau de la nation et les contraintes auxquelles cette dernière est confrontée à ce niveau dans une perspective intertemporelle⁹. En reprenant le compte d'exploitation de la nation dans ses relations avec le reste du monde, on obtient l'identité budgétaire suivante :

⁸ Cette formulation découle de la réunion de deux conditions, l'une (arbitraire) portant sur l'exclusion d'un comportement d'endettement (strict) du ménage envers le gouvernement national ou celui du reste du monde, l'autre (associée au programme d'optimisation) stipulant que le premier ne peut être le partenaire d'un jeu de Ponzi engagé délibérément par l'un et/ou l'autre des deux gouvernements s'il veut s'assurer d'un sentier de consommation optimal. Elle utilise aussi le fait que la condition de parité des taux d'intérêt réels est vérifiée.

⁹ Les conséquences induites par le passage au cadre de l'économie ouverte sur la question de la solvabilité intertemporelle des gouvernements nationaux ne donnent pas lieu à une réponse univoque. Nous retenons la démarche adoptée par Loyo (1999) (voir pour un cas similaire, Canzoneri et Diba (2000) et Daniel (2001)). D'autres représentations sont envisageables, cf., *inter alia*, Bergin (2000), Daniel (2001), Dupor (2000) ou Loyo (1998).

$$(4) \quad \tilde{a}_t + x_t + c_t + (b_{t-1} - a_{t-1}) \cdot \frac{I_{t-1}}{\Pi_t} = y_t + \tilde{a}_{t-1} \tilde{R} + (b_t - a_t)$$

A l'instar de la condition posée sur le comportement du ménage représentatif, on suppose que la nation dans son ensemble ne peut accumuler¹⁰ sur un horizon très éloigné des créances nettes sur le reste du monde qui s'accroissent plus vite que le taux d'intérêt réel (et vice versa). En conséquence, si l'on désigne par f_t le montant des créances nettes (en termes réels) détenues par la nation sur le reste du monde – avec $f_t \equiv \tilde{a}_t - (b_t - a_t)$ –, la condition de transversalité correspondante de la nation s'écrit :

$$(5) \quad \lim_{s \rightarrow +\infty} \tilde{R}^s \cdot f_{t+s} = 0$$

En combinant (4) et (5), on déduit la contrainte budgétaire intertemporelle de la nation, soit

$$(6) \quad \frac{(a_{t-1} - b_{t-1})I_{t-1}}{\Pi_t} + \tilde{a}_{t-1} \tilde{R} = \sum_{s=0}^{\infty} \frac{c_{t+s} - y_{t+s} + x_{t+s}}{\tilde{R}^s}$$

La nation ne peut envisager de consommer plus que ce qu'elle ne produit période après période que si, à toute date, ses détentions *nettes* d'actifs sur l'Extérieur sont strictement positives.

Cette condition, parce qu'elle se substitue à l'équation traduisant l'équilibre du marché des biens en situation d'autarcie, permet d'établir la contrainte budgétaire intertemporelle du gouvernement national à partir de celle portant sur le ménage représentatif. De fait, en retranchant (2) de (6), on obtient :

$$(7) \quad \frac{b_{t-1}I_{t-1}}{\Pi_t} = - \sum_{s=0}^{\infty} \frac{g_{t+s}}{\tilde{R}^s}$$

• Nature du *policy-mix* et détermination de la dynamique inflationniste

La spécification du comportement des autorités monétaires et budgétaires permet de clore le modèle.

(1) On suppose que la politique monétaire peut être décrite par une règle de taux d'intérêt (nominal). Le degré d'activisme (passivité *versus* rigueur) de la Banque centrale est mesuré par le coefficient de réaction du taux d'intérêt nominal au taux d'inflation :

$$(8) \quad I_t = \theta_0 + \theta_1 \cdot \Pi_t$$

¹⁰ Même si cette condition n'est pas issue explicitement d'un programme d'optimisation comme pour le ménage, elle s'inscrit dans une continuité logique avec cette dernière, compte tenu des hypothèses formulées sur le comportement de l'agent privé représentatif. Appréhendée conjointement avec la réalisation de l'équilibre du marché des biens envisagée au niveau mondial, elle permet en outre de remédier au problème potentiel d'indétermination du niveau général des prix en régime non ricardien en économie ouverte (*cf.* Canzoneri et Diba (2000), Corsetti (2001) et Daniel (2001)).

Plus θ_0 et θ_1 sont élevés, plus la politique monétaire s'avère être restrictive (du point de vue de la lutte contre l'inflation) : elle fait réagir plus que proportionnellement le taux d'intérêt à une modification de l'inflation

(2) La politique budgétaire peut recouvrir deux facettes alternatives qui conditionnent la détermination du taux d'inflation dans le modèle

(2-1) Le solde primaire réel peut être, tout d'abord, déterminé sans prise en considération de la contrainte budgétaire intertemporelle du gouvernement. Compte tenu des variables prédéterminées dans cette équation, l'exogénéité de g_t implique que la variable endogène de l'équation (7) soit π_t . On se situe alors *dans un régime non-ricardien*.

La trajectoire d'équilibre du taux d'inflation est alors déterminée selon le système suivant (après substitution de (8) dans (1)) :

$$(9) \begin{cases} \frac{\theta_0 + \theta_1 \cdot \Pi_t}{\Pi_{t+1}} = \tilde{R} \\ \frac{b_{t-1} I_{t-1}}{\Pi_t} = - \sum_{s=0}^{\infty} \frac{g_{t+s}}{\tilde{R}^s} \text{ pour } t = 0 \end{cases}$$

Le taux d'inflation initial (*i.e.* pour $t = 0$) se détermine sur la base de (9b) compte tenu des valeurs prédéterminées de b_{-1} et I_{-1} et celles exogènes de g_s ($s=0, 1, \dots$). Les taux d'inflation ultérieurs s'établissent selon l'équation aux différences premières (9a).

(2-2) Le solde primaire réel constitue à chaque période la variable d'ajustement de l'équation (7), et ce, en particulier, *quel que soit le taux d'inflation à la date considérée*. Il s'agit alors d'un régime ricardien. Sous cette configuration, le sentier suivi par l'inflation est déterminé par le système suivant :

$$(10) \begin{cases} \frac{\theta_0 + \theta_1 \cdot \Pi_t}{\Pi_{t+1}} = \tilde{R} \\ \Pi_t = \bar{\Pi} \text{ pour } t = 0 \end{cases}$$

La valeur initiale du taux d'inflation, $\bar{\Pi}$, est donnée de manière exogène au modèle. Les facteurs budgétaires n'interviennent pas dans le processus de détermination de la dynamique inflationniste.

Dans les deux cas, en régime ricardien comme non-ricardien, les paramètres de la fonction de réaction de la politique monétaire conditionnent (de concert avec les valeurs du taux d'intérêt réel) la stabilité de la trajectoire inflationniste. L'équation (9a) – ou (10a) – peut en effet être formulée comme :

$$\Pi_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \Pi_t$$

avec : $\beta_0 \equiv \frac{\theta_0}{\tilde{R}}$ et $\beta_1 \equiv \frac{\theta_1}{\tilde{R}}$. La convergence vers une valeur stationnaire du taux d'inflation (et, par là même, la stabilité de la dynamique inflationniste) n'est assurée que si $\beta_1 < 1$, *i.e.* $\theta_1 < \tilde{R}$.

Voyons maintenant dans quelle mesure cette modélisation permet d'apporter un éclairage original sur la dynamique de l'inflation dans les années 1920, notamment en France.

2. La FTPL face aux expériences inflationnistes des années 1920

Un retour sur les faits historiques fait ressortir le rôle - *a priori* décisif - de l'évolution de la valeur réelle de la dette publique pour rendre compte de certaines trajectoires inflationnistes du début des années vingt.

2.1. Pertinence historique du cadre d'analyse

La guerre de 1914-1918, en raison de sa durée et du coût sans précédent des opérations militaires, est à l'origine d'un changement de dimension dans l'endettement des pays belligérants. Dans le cas de la France, par exemple, le rapport Dette / PIB, qui, au lendemain de la défaite de 1871, était seulement passé de 0,6 en 1869 à 0,95 en 1875, atteint 2,3 en 1919. Le problème de la dette occupe alors dans la vie publique la place centrale que lui reconnaît la FTPL, parce qu'il conditionne de toute évidence le rétablissement des équilibres : les intérêts de la dette (intérieure) absorbent en 1921 l'équivalent de 45% des recettes budgétaires, ils sont largement responsables, au même titre que les dépenses de Reconstruction, des déficits budgétaires massifs de l'immédiat après-guerre (28% du PIB en 1919), et toute politique monétaire restrictive comportant un relèvement appréciable des taux d'intérêt nominaux se trouve pratiquement exclue, de l'aveu même des autorités monétaires, parce qu'elle aurait pour conséquence automatique de gonfler encore davantage le déficit des finances publiques.

Le montant de la dette, en valeur nominale, correspond par définition à la valeur cumulée des déficits passés ; il continue donc à augmenter durant l'après-guerre en raison directe des déficits qui persistent, dans le cas de la France, jusqu'en 1925. Mais le fait essentiel de la période est que la dette exprimée en valeur réelle ou en proportion du PIB commence néanmoins très vite à diminuer, dès 1920 en ce qui concerne la France, dont l'évolution n'apparaît nullement comme un exemple isolé parmi les ex-pays belligérants : ce qui incite à adopter l'approche "prospective" de la FTPL, consistant à envisager la détermination de la valeur réelle de la dette non à partir des soldes passés, mais à partir des soldes futurs anticipés.

Un gouvernement confronté à un endettement public excessif dispose, de façon générale, de quatre voies distinctes pour réduire le poids de la dette (Alesina, 1988) : (1) la répudiation de la dette, en faisant partiellement ou totalement défaut ; (2) un prélèvement sur le capital, effectué une fois pour toutes ; (3) une politique budgétaire de déflation prolongée, assurant la résorption progressive de la dette grâce à des excédents ; (4) l'allègement automatique de la valeur de la dette opéré par l'inflation.

Les deux premières solutions ont été peu pratiquées dans les années 1920 (notamment parce que l'inflation permettait de parvenir à un résultat très proche de la répudiation, sous des dehors moins brutaux et avec des coûts politiques moindres en apparence). Reste alors l'opposition polaire entre les orientations déflationnistes et inflationnistes, illustrées respectivement par les choix divergents de la Grande Bretagne qui donne la priorité au

rétablissement de la livre à son ancienne parité or et accepte les maux de la déflation au nom d'une logique ricardienne, et de la France qui laisse les déséquilibres inflationnistes persister jusqu'en 1926 et qui émerge de la crise avec une dette considérablement allégée en valeur réelle en comparaison de l'Angleterre (rapport Dette / PIB en 1930 : France 0,9 ; Grande Bretagne 1,55), malgré une situation initiale plus compromise et des années de "laxisme" financier¹¹. Cette opposition doit cependant être tempérée par l'observation que l'expérience de tous les pays inflationnistes inclut un ou plusieurs épisodes déflationnistes, notamment au stade final du retour à l'équilibre (Italie après 1923, Allemagne en 1924, France en 1926...). Inversement, l'expérience britannique, indépendamment même des coûts économiques qu'elle a comportés, ne saurait être présentée comme un modèle alternatif opposable à la voie suivie par la France, dans la mesure où il s'agit d'un exemple unique parmi les belligérants, concernant le pays financièrement le moins atteint par les conséquences de la guerre, et dans la mesure aussi où même l'Angleterre a bénéficié d'une forte réduction du poids réel de la dette par la hausse des prix, avec le doublement du niveau général des prix intervenu entre 1913 et 1919-1920, suivi d'une stabilisation au milieu des années 1920 environ 75% au dessus du niveau d'avant-guerre.

Le fait majeur demeure donc le rôle joué de façon très générale par le Niveau Général des Prix dans l'ajustement au choc financier de la Première Guerre mondiale : c'est à travers ses variations (à la hausse) et à travers leur incidence sur la valeur réelle de la dette, conformément à l'analyse de la FTPL, que se trouve assuré le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat. Alfred Sauvy, dans son analyse classique de l'évolution française entre les deux Guerres, avait parfaitement montré déjà comment l'érosion du poids réel de la dette par l'inflation représentait un préalable au rétablissement de l'équilibre des finances publiques ; la "stabilisation Poincaré" est intervenue au moment où l'inflation avait fait son œuvre¹², ce qui ne conduit pas forcément à nier les mérites de l'homme d'Etat, mais du moins à corriger et à relativiser l'image du "miracle Poincaré". Au delà de cette interprétation générale, la FTPL explique comment cet ajustement par le niveau des prix est susceptible de prendre la forme d'une brusque discontinuité à la hausse, dans l'hypothèse d'un changement des anticipations sur le cours ultérieur de la fiscalité et d'un contexte de faible viscosité des prix, comme cela a pu être le cas vers 1919 dans certains pays lors de l'abolition des contrôles du temps de guerre et de la libération des prix. Mais cette éventualité n'est pas la seule possible, et l'ajustement peut également prendre la forme d'un processus inflationniste plus complexe, marqué par des rebonds successifs au fur et à mesure que des données nouvelles viennent modifier les perspectives d'évolution des finances publiques (Webb, 1986), qu'il s'agisse de fiscalité proprement dite (surprises budgétaires) ou d'anticipations de dépenses et de transferts internationaux.

La réduction du volume de la dette à travers les variations du NGP peut s'interpréter en termes de taux d'intérêt réels (*ex post*) négatifs. Même une fois effectué le réajustement initial des anticipations ("surprise inflationniste" de l'immédiat après-guerre), la conjonction entre une inflation devenue plus ou moins permanente et la quasi rigidité des taux d'intérêt nominaux (leurs relèvements occasionnels demeurent sans commune mesure avec l'accélération de la hausse des prix) se traduit dans plusieurs pays, comme la France, par le maintien de taux d'intérêt réels fortement négatifs durant plusieurs années. Le seigneuriage

¹¹ Le fait que les taux d'intérêt français soient - à la fin de la décennie (dès 1927) - inférieurs au taux anglais démontre que l'expérience de la livre sterling n'a pas même été bénéfique en termes de crédibilité ; Keynes résume l'histoire ainsi « it does not paid to be good ».

¹² Conjointement avec le relèvement du volume de la production nationale.

afférent à la masse monétaire, qui tient une place centrale dans les analyses classiques du processus inflationniste, s'accompagne d'un quasi seigneurage portant sur l'encours de la dette, presque aussi intense et d'un montant global encore plus considérable le cas échéant. L'écart qui se creuse alors avec le niveau d'équilibre (mondial) du taux d'intérêt réel, que l'on peut considérer comme fixe, est à l'origine des déséquilibres les plus caractéristiques de la période, comme le non-renouvellement des titres de la dette ou la fuite des capitaux, mettant à profit les failles du contrôle des changes.

Les diverses expériences nationales comportent cependant des différences significatives, et une comparaison entre la France et l'Allemagne, correspondant respectivement au cas d'une inflation forte, mais finalement maintenue sous contrôle, et au cas d'une dérive vers l'hyperinflation, peut être particulièrement indiquée pour tester la capacité explicative d'un cadre de FTPL en économie ouverte incluant des transferts. Les deux expériences sont étroitement liées l'une à l'autre à travers la question des Réparations de Guerre, dont l'Allemagne est la principale redevable parmi les pays vaincus et la France la principale créancière parmi les pays victorieux. *Mais il faut se garder de toute symétrie abusive*¹³. Si la fin des illusions quant aux Réparations allemandes marque effectivement, en 1922, un tournant décisif du processus inflationniste en France, à travers ses effets sur les anticipations et la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat, comme l'explique la FTPL (cf. paragraphe suivant), l'interruption des versements, loin d'apporter à l'Allemagne un soulagement immédiat, s'inscrit dans un contexte d'incertitude et de désorganisation – du point de vue budgétaire et fiscal notamment, mais pas uniquement – qui mène droit à l'hyperinflation. On ne saurait non plus souscrire sans nuances à la vision dominante (du moins dans les pays anglo-saxons), remontant à Keynes, selon laquelle la "charge écrasante" imposée à l'Allemagne après sa défaite l'engageait irrémédiablement sur la voie de déséquilibres explosifs, alors que la France victorieuse aurait été en mesure de contenir l'inflation si seulement les autorités politiques et monétaires avaient assumé leur responsabilités. Car ce schéma méconnaît totalement le poids des destructions subies par la France (et non par l'Allemagne, dont le territoire a été épargné par les combats), et on peut lui opposer des objections décisives, de nature quantitative. En premier lieu, le poids relatif des Réparations allemandes, même à leur maximum durant la courte période où elles ont été régulièrement acquittées par l'Allemagne vers 1921-1922, reste sans commune mesure avec les charges supportées en France au titre de la Reconstruction (pour fixer un ordre de grandeur : respectivement, moins de 2% du Revenu National allemand et plus de 10% du Revenu National français). Les Réparations ne sont aussi que très partiellement responsables des déficits budgétaires massifs de l'Allemagne d'après-guerre (à concurrence de 28,5 % en 1922). Mais surtout il faut souligner que la première poussée très violente de l'inflation allemande intervient dès 1919, antérieurement à la mise en place du système de versement des Réparations¹⁴. Le retournement des anticipations se manifeste par une dépréciation du mark

¹³ Toute interprétation en termes de « vases communicants » serait inadéquate, dans la mesure où elle méconnaît l'intervention de tiers - en l'occurrence les Etats-Unis, qui joueront finalement le rôle de « tiers payant ».

¹⁴ La FTPL dans sa forme faible peut être utile pour expliquer l'inflation allemande en 1919. La combinaison d'une politique monétaire souple (parfaite stabilité des taux nominaux, voir Holtfrerich (1986)) et d'un régime budgétaire non ricardien est clairement identifiable. Le déficit budgétaire de 1919 n'est pas lié aux réparations (dont le versement n'a pas débuté), il résulte d'une désorganisation fiscale et de la nécessité de ne pas fragiliser un régime politique faible par une hausse des impôts. Les futures réparations sont un facteur aggravant en ce qui concerne la formation d'anticipations pessimistes sur les soldes budgétaires à venir, elles ne paraissent pas structurellement responsables de la nature du régime budgétaire contrairement à ce qui se passe en France à l'époque où l'on pense jusqu'en 1922 que l'Allemagne paiera. D'emblée la voie inflationniste est utilisée en Allemagne pour réduire la valeur réelle de la dette publique. Par la suite l'incertitude qui entoure le règlement de la question des réparations a pu introduire une certaine instabilité des anticipations inflationnistes comme le

encore beaucoup plus accentuée que ne justifieraient les relations de PPA : le rétablissement du mark à son ancienne parité n'est plus désormais considérée comme une hypothèse crédible.

L'Allemagne a donc connu une première rupture inflationniste plus précoce que la France, et bien plus intense. Il en découle une dynamique de la dette exprimée en valeur réelle très sensiblement différente dans les deux pays : la hausse du NGP ramène la dette allemande de 55 milliards de marks aux prix de 1913 en janvier 1919 à 10 milliards seulement quatorze mois plus tard en mars 1920¹⁵, malgré l'énormité du déficit budgétaire, alors que le volume de la dette française ne subit qu'une amputation proportionnellement beaucoup plus modérée (réduisant le rapport Dette / PIB de 2,3 en 1919 à 1,75 en 1920), suivie d'une quasi stabilisation durant les trois années suivantes. A l'été 1922, au seuil de l'hyperinflation allemande, le montant de la dette publique équivaut tout juste en Allemagne au montant de la masse monétaire, dont la valeur réelle a pourtant fortement diminuée. En France au même moment, la dette, qui approche les 300 milliards de francs, représente plus de sept fois le "plafond" de la circulation monétaire : les variations des anticipations dont dépend à tout moment, selon la FTPL, la valeur réelle de la dette représentent donc un enjeu d'une toute autre portée dans le cas de la France. Ceci permet de comprendre pourquoi la FTPL, "théorie quantitative de la dette" dont l'objet n'est pas de rendre compte de l'inflation dans n'importe quel contexte, peut revendiquer une capacité explicative à l'égard de l'inflation française de 1922 (poussée inflationniste paradoxale dans une situation où la circulation monétaire reste sous contrôle et les déficits budgétaires approximativement stabilisés), sans prétendre pour autant à une explication *originale* des mécanismes – monétaires – beaucoup plus classiques de l'hyperinflation allemande.

2.2. Transferts extérieurs et dynamique inflationniste : le rôle de la politique monétaire

La schématisation de la dynamique inflationniste dans le cadre de la FTPL en économie ouverte proposée dans la section 1 s'avère intéressante dans la mesure où elle permet d'envisager les conséquences d'un basculement d'un régime à l'autre provoqué par un choc touchant les transferts entre l'économie nationale et le reste du monde. Cette configuration suggère une utilisation du modèle pour appréhender la rupture potentielle provoquée, dans le cas français, par la cessation (pressentie) du paiement des réparations allemandes au début des années 1920 et mettre en perspective l'impact du retour au pouvoir de Poincaré en juillet 1926.

Les transferts apparaissent sous deux formes dans la modélisation que nous retenons : ils peuvent émaner soit du gouvernement et des ménages nationaux (vers l'étranger) soit de l'étranger (vers le ménage représentatif et le gouvernement nationaux).

D'après l'équation (9b), seuls les transferts impliquant le gouvernement national dans un régime non-ricardien ont un impact sur le taux d'inflation et sa dynamique. En régime ricardien, tout choc sur les transferts gouvernementaux vers ou en provenance de l'étranger,

suggère Webb (1986) et ouvrir, en partie, la voie à une hyper-inflation (1922-1923) dont l'explication ne saurait rentrer que difficilement dans le cadre de la FTPL. Nous n'abordons cependant pas ce point dans cette étude.

¹⁵ Calculé d'après Webb (1986), p.770.

est compensé par un ajustement des transferts vers les ménages ou de la fiscalité pour préserver la compatibilité de g_t avec le taux d'inflation correspondant dans la contrainte budgétaire intertemporelle (7). Les transferts émanant des ménages ou les visant directement n'ont pas de conséquence sur la dynamique inflationniste, et ce quel que soit le régime envisagé¹⁶.

Comme le suggère Loyo (1999), "*Realistically, foreign shocks might simultaneously affect x and g , but that would have the same impact on inflation as an equal change in g in a closed economy. Larger government transfers abroad would call for as much inflation as if they were transfers to the domestic household – unlike domestic transfers, they do not make households feel any richer, but instead consumption must be made to conform with the tightened external constraint*"

• L'illusion des réparations allemandes : un changement de régime budgétaire...

A ce stade, il semble alors intéressant d'utiliser le cadre d'analyse précédemment établi pour évaluer, de manière stylisée, les conséquences potentielles sur l'inflation française d'une cessation du paiement des réparations par l'Allemagne pressentie dès 1922 (qui prennent la forme dans le modèle d'un choc sur les transferts gouvernementaux en provenance de l'Extérieur).

Dans cette optique, on fait l'hypothèse que le gouvernement français pouvait mener une politique plus ou moins ricardienne en se basant sur l'espoir des rentrées fiscales étrangères que constituaient les réparations jusqu'en 1922. Les événements internationaux qui surviennent au cours de cette année poussent néanmoins à envisager la probable dissipation de cette manne étrangère. Dès lors, et à défaut d'avoir pu réajuster immédiatement le montant du solde primaire, on peut penser que les autorités budgétaires se placèrent *ipso facto* dans un régime non-ricardien, basculement qui, dans le cadre d'une analyse budgétaire de l'inflation, n'est pas sans modifier *a priori* les conditions de détermination de cette variable.

Examinons de manière plus détaillée cette configuration à l'aide du graphique 1. Supposons que, jusqu'à une date T , les autorités budgétaires françaises se comportent de manière ricardienne : elles ajustent donc g_t de manière à satisfaire l'équation (10b). Dans ce contexte, le taux d'inflation initial ($\bar{\Pi}$) aura été fixé de manière exogène et les taux d'inflation successifs auront été déterminés sur la base de (10a). On suppose que la trajectoire est stable, *i.e* que $\theta_1 < \tilde{R}$. En T , le taux d'inflation a convergé vers sa valeur stationnaire,

$\Pi_T = \frac{\theta_0}{\tilde{R} - \theta_1}$. Cet équilibre est représenté par le point A sur le graphique 1.

A la fin de la période T , des incertitudes apparaissent quant à la capacité de l'Allemagne à assurer le paiement des réparations de guerre et il s'ensuit que la valeur des transferts en provenance d'Outre-Rhin doit être révisée à la baisse pour les périodes à venir (soit à la date $(T+1)$, soit à une date ultérieure et, ce, pour toutes les périodes suivantes).

¹⁶ Ils sont en effet endogènes du point de vue du programme d'optimisation du ménage.

Cette rupture a deux implications. La première est qu'elle se traduit, *ceteris paribus*, par une augmentation de g_t et correspond par conséquent à une hausse du déficit primaire réel. La seconde est que, sans ajustement des autres composantes du budget, cette variation implique le passage à un régime non-ricardien, puisqu'à cette date, la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat ne peut être satisfaite que par un saut compensateur du taux d'inflation en $T+1$ (la détermination de ce dernier devient endogène du point de vue de (9b) en $t = T+1$). Par la suite, les taux d'inflation futurs se déterminent sur la base de (9a).

Qu'en est-il alors de la stabilité de la trajectoire inflationniste suite au choc ?

Supposons que la politique monétaire demeure inchangée. Dans ce cas, l'équilibre se déplace en $(T+1)$ au point B. Comme les conditions de stabilité de la dynamique inflationniste n'ont pas été modifiées, le choc budgétaire n'aura qu'un *impact transitoire* sur le taux d'inflation. L'économie rejoint *in fine* l'équilibre initial au point A.

Cela étant, on peut également faire l'hypothèse alternative que, face à cette poussée inflationniste, les autorités monétaires décident de réagir de manière agressive et modifient leur fonction de réaction. Cet infléchissement peut avoir des conséquences radicales sur la trajectoire prise par l'inflation. En effet, si ce changement de politique est tel que la dynamique inflationniste devient potentiellement instable (cas illustré sur le graphique avec $\beta_1^* > 1$), le choc budgétaire (positionnement en $(T+1)$ au point C) induit des taux d'inflation de plus en plus élevés.

La nature passive ou rigoureuse de la politique monétaire a donc une importance considérable dans le maintien d'une dynamique stable de l'inflation à la suite d'un choc budgétaire. En ce sens, le modèle suggère que la conduite plutôt accommodante des affaires monétaires par la Banque de France sur la période aurait permis d'éviter que l'inflation française ne dérive vers une situation explosive (comme celle vécue en Allemagne en 1922-23¹⁷). Les modifications de la politique budgétaire, à moins d'être permanentes, ne peuvent infléchir structurellement la nature de la dynamique inflationniste et, partant, la valeur du taux d'inflation tendanciel. C'est la nature de la politique monétaire menée qui doit être prise en compte à ce niveau.

•... qui conduit à relativiser le "miracle Poincaré"

Ce premier enseignement du modèle amène d'ailleurs à reconsidérer l'impact du retour de Poincaré au pouvoir en juillet 1926. Si ce changement de régime doit être interprété comme un réajustement de la politique budgétaire (en lui donnant une orientation plus ricardienne que celle de ses prédécesseurs), ses effets désinflationnistes doivent être replacés, selon notre modèle, dans le cadre de la dynamique du "retour à l'équilibre" à l'œuvre depuis le printemps 1922 et le choc des réparations allemandes. Cette mise en perspective invite donc à réévaluer "à la baisse" l'importance prise par l'arrivée de Poincaré au cours de l'été 1926 sur la dynamique des prix.

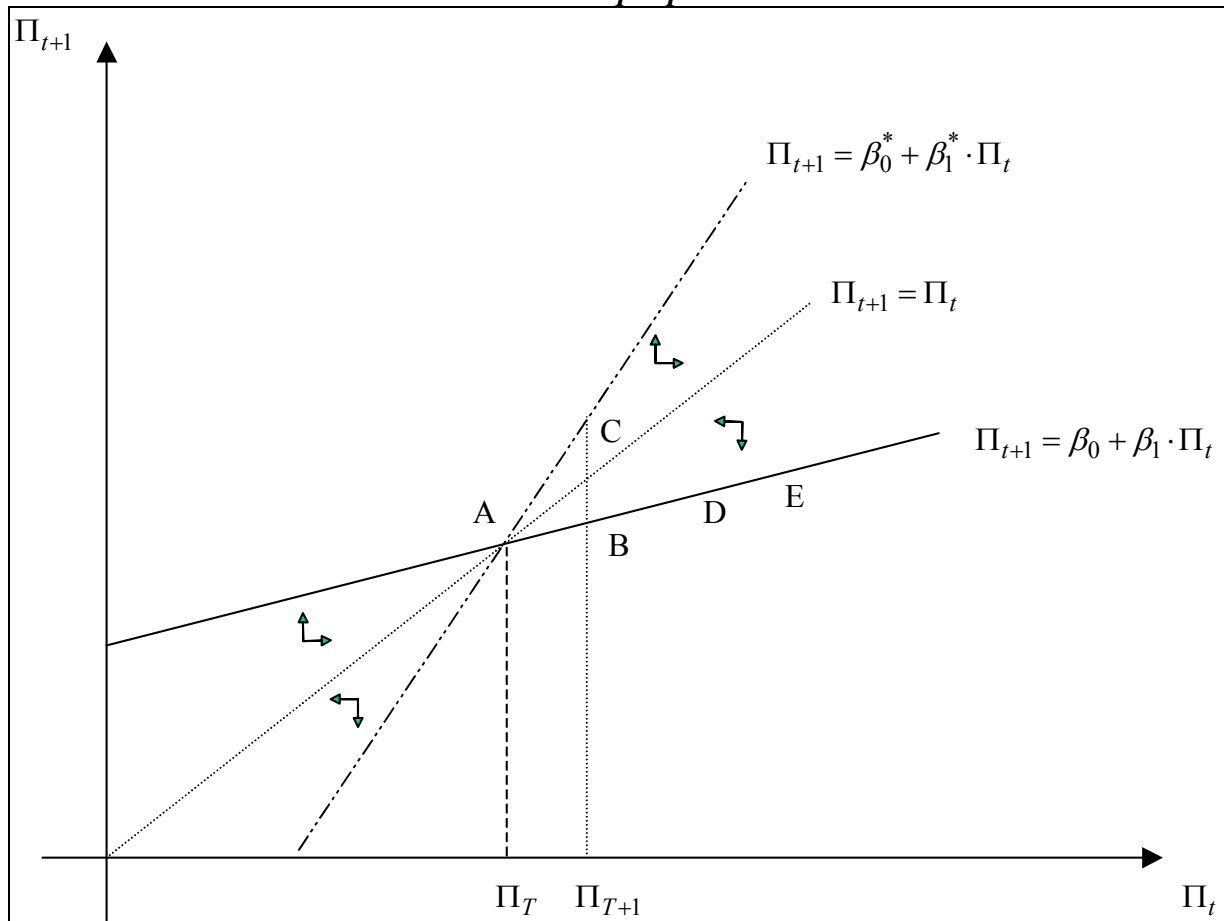
Au delà, si l'on pense que le retour à l'équilibre budgétaire était même engagé avant juillet 1926, on tend à relativiser d'autant plus l'infléchissement produit en matière de

¹⁷ Pour des raisons néanmoins a priori distinctes.

dynamique inflationniste par l'arrivée de Poincaré. Illustrons de nouveau cette configuration à l'aide du graphique 1. Supposons que le choc des réparations amène le taux d'inflation à se positionner au point (E). Par la suite, des réajustements budgétaires sont en cours et conduisent à anticiper des améliorations du solde budgétaire primaire pour les périodes futures (sans pour autant constituer un retour à un régime ricardien). Ces modifications se traduisent par autant de diminutions (sauts discrets à la baisse) du taux d'inflation le long du sentier qui le mène vers l'équilibre de long terme (point (A)), soient les points (D) et (B) sur le graphique. Si l'on peut concevoir l'arrivée de Poincaré comme un nouveau changement de régime budgétaire (et le retour à une configuration ricardienne), les ajustements successifs entrepris par les gouvernements précédents dans ce domaine amènent à relativiser la portée (dés)inflationniste de la "rupture" de l'été 1926.

A contrario, le concours d'une politique monétaire adéquate, eu égard aux inflexions de la politique budgétaire semble devoir être mis en avant pour juger de la réussite du retour au *statu quo ante* et de son caractère pérenne.

Graphique 1



3- Limites de l'analyse et directions de recherche

La FTPL a pour ambition de mettre en relief certains déterminants – jusqu'alors incompris ou mal perçus – du processus inflationniste, sans prétendre à une description exhaustive de tous les éléments pertinents dans tel ou tel contexte historique. Les limites de l'explication proposée ici peuvent être considérées comme la contrepartie (inévitable) des

simplifications inhérentes à la théorie. Cela dit, le décalage qui existe entre certaines hypothèses du modèle et les réalités historiques des années 1920 ne saurait être minimisé : il appelle une adaptation et une extension de l'analyse pour mieux rendre compte des mécanismes et enjeux propres à cette période.

Rappelons d'abord le caractère radicalement nouveau pour les contemporains des développements monétaires au sortir de la Première Guerre mondiale, ce qui apparaît peu compatible *a priori* avec l'hypothèse des anticipations rationnelles, au moins en ce qui concerne le début de la période. L'inflation d'après-guerre est d'abord ressentie comme une anomalie et un scandale, que l'on dénonce bien plus qu'on ne cherche à en comprendre les mécanismes¹⁸. L'information sur les variables clés, comme l'intensité du déficit budgétaire, demeure déficiente, même pour les observateurs les plus compétents. A plus forte raison, l'incertitude sur les évolutions futures est nécessairement considérable (au point d'enlever toute signification précise à des variables comme la valeur anticipée des excédents budgétaires à venir), lorsque les gouvernants exercent leur action au milieu de gigantesques aléas et que leurs décisions sont largement dominées par des impératifs de court terme.

Du même coup, la distinction tranchée entre "régime ricardien" et "régime non ricardien", qui tient une place centrale dans la FTPL, apparaît peu réaliste. Une situation où l'autorité budgétaire détermine les dépenses publiques sans aucun souci *ex ante* de leur mode de financement – ce qui constitue la définition d'un pur régime "non ricardien" – doit être considérée comme un cas limite exceptionnel¹⁹, peu susceptible de se prolonger compte tenu notamment de la pression de l'opinion publique. La conviction dominante est que les déficits vont persister dans l'immédiat, mais que le gouvernement devra tôt ou tard rétablir l'"équilibre" (autrement dit assurer des excédents primaires, permettant le service de la dette). Et de fait toute la période est jalonnée, en France et même aussi en Allemagne (Webb 1986), par des tentatives de redressement budgétaire dont l'impact sur la dynamique de l'inflation et sur la valeur de la dette s'avère très variable – plus ou moins intense et plus ou moins prolongé – selon l'énergie des mesures adoptées et la crédibilité des engagements gouvernementaux. Il ne s'agit pas pour autant de contester qu'en certaines circonstances (stabilisation monétaire allemande de 1924, stabilisation Poincaré de 1926), l'action du pouvoir n'ait été en mesure de provoquer un réajustement des anticipations à la fois immédiat et durable, avec des effets qui se renforcent d'eux-mêmes : mais toute la question est alors de pouvoir préciser quelles ont été les conditions de ce "changement de régime" dans un contexte historique donné.

L'approche en termes d'agent représentatif constitue une simplification théorique importante, elle ne saurait en l'occurrence constituer le point terminal de l'analyse, pour au moins deux raisons. La première est que la question de la dette met en jeu, bien plus que la recherche d'un optimum intertemporel (intergénérationnel), des conflits de répartition entre groupes d'intérêt antagonistes (Alesina 1988). Les inflations des années 1920 ont typiquement pour origine le creusement d'un déficit budgétaire lié à une situation de "blocage fiscal", où la nécessité d'un rééquilibre est reconnue par tous, mais où différents partis politiques s'opposent quant à la nature des prélèvements à opérer (impôt sur la consommation, le revenu, le capital, amputation de la dette : il est clair que les catégories sociales visées ne sont pas les mêmes) et se neutralisent réciproquement. Le dénouement survient, souvent avec une

¹⁸ La notion d'un taux d'inflation d'équilibre est totalement étrangère aux contemporains.

¹⁹ Inversement, on a pu contester aussi (cf. Loyo 1999) la conception d'un pur régime ricardien où l'Etat-emprunteur serait soumis à une contrainte budgétaire de même nature que celle des ménages.

rapidité déconcertante, dès lors que l'un des camps en présence parvient à s'imposer et que l'application des solutions qu'il préconise est tenue pour certaine. Reste cependant à prendre en compte une seconde dimension de l'hétérogénéité des agents économiques, concernant non plus leurs intérêts et leurs préférences, mais leur accès à l'information et le mode de formation de leurs anticipations ; le brusque retournement des anticipations qui caractérise les "changements de régime" n'a a priori aucune raison de s'opérer simultanément pour toutes les catégories d'agents.

Cette dimension est importante notamment pour rendre compte des dynamiques de court terme de l'inflation, qui ne rentrent pas pour l'heure dans le champ de la FTPL, mais qui constituent un aspect marquant du processus tel qu'il a été vécu par les contemporains. On pense ici en particulier aux analyses classiques d'Albert Aftalion (1940) sur le mouvement du change et les interactions entre dépréciation interne et dépréciation externe. Cette dernière, comme le montre Aftalion, prend son origine dans l'affaiblissement du pouvoir d'achat de la monnaie (conformément aux relations de PPA), mais, à un certain stade, elle tend à l'amplifier, ou même à exercer un rôle moteur plus ou moins autonome par rapport aux déterminants fondamentaux, avec pour effet tantôt de retarder et de masquer les retournements, tantôt d'accentuer leur soudaineté. Une interprétation réaliste du processus historique de l'inflation des années 1920 devrait bien entendu prendre en compte ces mécanismes et les intégrer dans les analyses de la FTPL.

Enfin, l'approche historique a aussi l'intérêt d'attirer l'attention sur ce qu'il faut bien appeler une "énigme" (Alesina (1988)) : la persistance durable dans les pays inflationnistes de taux d'intérêt réels fortement négatifs, en contradiction flagrante avec les hypothèses plausibles sur la structure des préférences intertemporelles comme avec l'hypothèse de parité des taux d'intérêt réels. Ce constat est d'autant plus troublant qu'on l'observe dans des situations comme celle des années 1920, où la mobilité internationale des capitaux était loin d'être nulle (voir Flandreau et Rivière (1999)), au moins pour certaines catégories d'agents, et d'autre part que l'explication en termes de "surprise inflationniste" devient de moins en moins convaincante : les taux réels négatifs sont tout aussi fréquents lors du second après-guerre (et au-delà), alors qu'il s'agit de générations sensibilisées de longue date aux réalités de l'inflation. S'agit-il d'un problème de non information et de méconnaissance des mécanismes économiques ? N'y avait-il pas de placement alternatif ? Le rôle des intermédiaires doit-il être mis en cause ? Quoi qu'il en soit, on a là un témoignage singulier de la puissance des politiques monétaires non orthodoxes (conduisant à une quasi destruction de la valeur réelle de la dette, véritable substitut d'une défaillance de l'Etat), et une incitation à tenter de mieux comprendre la véritable nature des choix auxquels sont confrontés les décideurs en situation inflationniste.

Bibliographie

- Aftalion A. (1940), *Monnaie, prix et change*, Paris, Sirey, 1^{ière} édition 1927.
- Alesina A. (1988), "The end of large public debts", chapitre 2 dans F. Giavazzi et L. Spaventa (eds), *High public debt: the Italian experience*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 34-79.
- Asselain J-Ch. (1997), "Le miracle du franc Poincaré (1926-1928)", dans *Aux sources du modèle libéral français*, (ss la dir de Madelin A), Paris, Perrin, pp.377-393.
- Asselain J-Ch., Blancheton B., Bordes Ch. et Sénégas M-A (2002), "L'inflation française de 1922-1926 : les enseignements de la FTPL en perspective historique", *Economies et Sociétés*, ME, n°4, pp.305-325.
- Blancheton B. (1998), "Albert Aftalion, précurseur de la théorie moderne du change", *Revue d'Economie Politique*, vol. 108 (5), pp. 711-728.
- Blancheton B. (2001), *Le Pape et l'Empereur. La Banque de France, la direction du Trésor et la politique monétaire de la France (1914-1928)*, Paris, Albin Michel, collection de la Mission Historique de la Banque de France.
- 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 AF, n°27, pp.115-161.
- Blancheton B., Sénégas M-A (2003), "La théorie budgétaire du niveau général des prix face à l'histoire monétaire française : assise empirique et éclairages théoriques", *Economie appliquée*, tome LVI, n°1, pp.19-43.
- Canzoneri M.B., Diba B. (1996), "Fiscal Constraints on Central Independence and Price Stability", *CEPR*, n°1463.
- Carlstrom C.T., Fuerst F.S. (1999), "Money Growth and Inflation : Does Fiscal Policy Matter ?", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*, avril.
- Cassel G. (1923), *La monnaie et le change après 1914*, Paris, Giard.
- Christiano L. et T. Fitzgerald (2000), "Understanding the Fiscal Theory of the Price Level", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*, 2^{ème} trimestre.
- Cochrane J.H (2000), "Money as Stock : Price Level Determination with no Money Demand", *NBER*, n°7491.
- Creel J., Sterdyniak H. (2001), "La théorie budgétaire de l'inflation, un bilan", *Revue d'Economie Politique*, vol.111, n°6, pp.909-939.
- Daniel B. (2001), "The Fiscal Theory of the Price Level in an Open Economy", *Journal of Monetary Economics*, vol.48 (2), oct. pp.293-308.
- Debeir J-C. (1980), "Inflation et stabilisation en France (1919-1926)", *Revue Economique*, vol.31, n°4, pp.622-647.
- Dornbusch R. (1989), "Credibility, Debt and unemployment : Ireland's failed stabilization", *Economic Policy*, n°8, pp.173-209.
- Dupor B. (2000), "Exchange Rates and the Fiscal Theory of Price Level", *Journal of Monetary Economics*, vol.45, pp.613-630.
- Eichengreen B. (1982), "Did speculation destabilize the French franc in the 1920's ?", *Explorations in Economic History*, n°19, pp.71-100.

- Eichengreen B., Wyplosz C. (1988), "The economic consequences of the franc Poincaré", dans Helpman E., Razin A., Sadka E. (Eds.), *Economic effects of the government budget*, Cambridge, MIT Press.
- Flandreau M., Rivière C. (1999), "La grande "Retransformation" ? Contrôles de capitaux et intégration financière internationale, 1880-1996", *Economie Internationale*, n°78, pp.11-58.
- Holtfrerich C-L. (1986), *The German Inflation 1914-1923. Causes and Effects in International Perspective*, New York, de Gruyter.
- Jeanneney J-N. (1976), *François de Wendel en République, l'argent et le pouvoir 1914-1940*, Paris, Le Seuil.
- Leeper E. (1991), "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary Policies", *Journal of Monetary Economics*, (45).
- Loyo E. (1999), "Going International with the fiscal theory of the price level", Manuscript, Harvard University, December.
- Mouré K. (1998), *La politique du franc Poincaré*, Paris, Albin Michel.
- Rist Ch. (1933), *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, Paris, Sirey.
- Rueff J. (1926), "Le mécanisme de l'escompte et le taux des bons de la Défense Nationale", *Revue Politique et Parlementaire*, t.128, pp.80-90.
- Sargent T.J., Wallace N. (1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review*, vol.5, pp.1-17.
- Sargent T.J. (1986), "Stopping Moderate Inflation : The Methods of Poincaré and Thatcher", in *Rational Expectations and Inflation*, pp.110-157.
- Sauvy A. (1965), *Histoire économique de la France entre les deux guerres*, Paris, Fayard.
- Villa P. (1993), *Une analyse macro-économique de l'économie française au XXè siècle*, Paris, CNRS Editions.
- Webb S.B. (1986), "Fiscal News and Inflationary Expectations in Germany After World WarI", *Journal of Economic History*, vol.XLVI, n°3, pp.769-794.
- 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.

Cahiers du GRES

Le Groupement de Recherche Economique et Sociales (GRES) réunit deux centres de recherche :

- *IFReDE* (Institut Fédératif de Recherches sur les Dynamiques Economiques), Université Montesquieu-Bordeaux IV
- *LEREPS* (Laboratoire d'Etudes et de Recherche sur l'Economie, les Politiques et les Systèmes Sociaux), Université des Sciences Sociales Toulouse 1

www.gres-so.org

Université Toulouse 1
LEREPS – GRES
Manufacture des Tabacs
21, Allée de Brienne
F - 31 000 Toulouse
France
Tel. : +33-5-61-12-87-07
Fax. : +33-5-61-12-87-08

Université Montesquieu-Bordeaux IV
IFReDE – GRES
Avenue Léon Duguit
F - 33 608 Pessac Cedex
France
Tel. : +33-5-56-84-25-75
Fax. : +33-5-56-84-86-47

Cahiers du GRES

- 2003-1 : DARAUT Sandrine, *Le système d'information organisationnel, objet et support d'apprentissage. Essai d'une analyse théorique.*
- 2003-2 : VICENTE Jérôme, *De l'économie des interactions à l'économie géographique : théories et évidences.*
- 2003-3 : OLTRA Vanessa, SAINT JEAN Maïder, *The dynamics of environmental innovations: three stylised trajectories of clean technology.*
- 2003-4 : FRIGANT Vincent, *Défection et prise de parole dans les relations verticales interfirmes : propositions pour une transposition du modèle d'Hirschman.*
- 2003-5 : GILLY Jean-Pierre, PERRAT Jacques, *La dynamique institutionnelle des territoires: entre gouvernance locale et régulation globale.*
- 2003-6 : DUPOUËT Olivier, YILDIZOGLU Murat, *Organizational performance in hierarchies and communities of practice.*
- 2003-7 : LARRUE Philippe, *Lessons learned from the Californian ZEV Mandate: From a "technology-forcing" to a "market-driven" regulation.*
- 2003-8 : CARAYOL Nicolas, ROUX Pascale, *Self-Organizing Innovation Networks: When do Small Worlds Emerge?*
- 2003-9 : BONIN Hubert, *Geopolitics versus business interests: the case of the Siberian gas-pipeline in the 1980s.*
- 2003-10 : LUNG Yannick, *The Changing Geography of the European Automobile System.*
- 2003-11 : BORDENAVE Gérard, *Ford of Europe, 1967-2003.*
- 2003-12 : FILIPPI Maryline, TRIBOULET Pierre, *Modalités d'exercice du pouvoir dans le contrôle mutualiste : Le cas des groupes coopératifs agricoles*
- 2003-13 : ASSELAIN Jean-Charles, BLANCHETON Bertrand, BORDES Christian, SENEGAS Marc-Alexandre, *La FTPL, les réparations et l'expérience inflationniste des années 1920*

La coordination scientifique des Cahiers du GRES est assurée par Alexandre MINDA (LEREPS) et Vincent FRIGANT (IFReDE). La mise en page est assurée par Dominique REBOLLO.