332(498).5
313502
K63

ARMAND-M. CALINESCO
DOCTEUR ÈS SCIENCES ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS.

BIBLIOTECA C. C. P. C. R.
Nr. III 4224

LE CHANGE ROUMAIN

SA DÉPRÉCIATION

DEPUIS LA GUERRE

ET SON RÉTABLISSEMENT

Acad. Rom. 132.379/60.

DEPOZITUL GENERAL
LA
Librăria Cartea de Aur
H. PENCHAS
Bucureşti - Calea Victoriei, 65
47/2731
22472/67

PARIS
JOUVE ET Cie, ÉDITEURS
15, Rue Racine, 15
—
1921

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ
BUCUREȘTI
COTA II 314.453

917/05

B.C.U. Bucuresti
C20056599

BIBLIOTECA
C. C.
P. C. R.
Nr. III 4224

LE CHANGE ROUMAIN

SA DÉPRÉCIATION DEPUIS LA GUERRE ET SON RÉTABLISSEMENT

CHAPITRE PREMIER

QU'EST-CE QUE LE CHANGE? CONSIDÉRATIONS THÉORIQUES

§ 1. — Les engagements internationaux et la modalité de leur liquidation

La désorganisation qui affecta le marché des changes pendant la guerre et surtout depuis l'armistice, donna l'impression qu'on se trouvait en présence d'un phénomène capricieux. Une dépréciation sensible avait atteint les devises des pays dont les monnaies auparavant valaient de l'or. Le phénomène paru avoir alors un caractère presque mystique. Il semblait soumis à des lois impénétrables. L'examen plus attentif de cette question prouva pourtant que non seulement il ne s'agissait pas de nouveaux principes, mais que se confirmaient intégralement les théories déjà classiques en cette matière.

En effet, qu'est-ce que le change (1)?

Le change, c'est le moyen de paiement des dettes d'un pays vis-à-vis d'un autre.

Comment naissent ces dettes ? Longtemps on avait cru que la totalité des engagements internationaux se réduisait à ceux dont l'origine était les opérations d'échanges commerciaux. La pratique des services de statistique qui dressaient des tableaux seulement pour les entrées et les sorties des marchandises, attirait l'attention des spécialistes principalement sur la balance commerciale. D'après cette conception, seuls les pays dont les exportations excédaient les importations avaient une situation favorable. Il est vrai qu'on ne comprenait pas suffisamment, pourquoi les plus riches pays de l'Europe accusaient constamment un excédent considérable d'importations sur les exportations. Ces pays auraient dû arriver depuis longtemps à la faillite, d'après l'ancienne théorie, et et ils n'ont pas cessé pourtant de figurer parmi les plus puissants.

Le manque d'informations statistiques a largement contribué à l'ignorance des autres chapitres de la balance générale des comptes. Car en effet, pour rédiger un tableau complet des créances et des dettes d'un pays, il ne faut pas se contenter d'envisager la

1. Goschen, *Théorie des changes étrangers*, Tr. fr., 1863 ; Reboud, *Essai sur les changes étrangers*, éd. Rousseau, 1900 ; Gide, *Cours d'économie politique*, Sirey, 3e éd., 1913.

BIBLIOTECA
C. O.
P. C. R.

balance commerciale, mais il faut examiner aussi la balance des comptes dont la première est un élément seulement. Cet élément est souvent l'élément le plus considérable sans doute, mais il n'est pas l'unique.

Les causes qui peuvent donner lieu aux créances d'un pays sont par conséquent plus nombreuses. Premièrement il y a, comme nous l'avons déjà fait remarquer, les exportations de marchandises. Les pays anciens qui possédaient d'immenses réserves accumulées en argent, comme c'était le cas de la France, de l'Angleterre, de l'Allemagne avant la guerre, avaient placé leurs épargnes soit sous forme d'emprunts consentis aux Etats étrangers, soit sous forme de participations dans les entreprises industrielles et commerciales de ces mêmes pays. Des sommes considérables revenaient annuellement dans les pays exportateurs de capitaux, constituant les intérêts de ces capitaux. Voilà une seconde source de créances. En troisième lieu il faut noter les services fournis par les pays qui possédaient d'importantes marines marchandes. Ces pays faisaient non seulement le service de transport des passagers indigènes et des marchandises nationales, mais aussi celui des pays qui n'avaient pas de marine Le paiement de ces services représentait d'importantes sommes. Nous ajoutons que les pays où existait un courant d'émigration de la population, recevaient tous les ans les fonds que leurs nationaux qui tra-

vaillaient à l'étranger envoyaient dans leur patrie. En dernier lieu nous pouvons signaler aussi, les dépenses que les visiteurs étrangers font à l'intérieur du pays.

En ce qui concerne les moyens par lesquels un pays devient le débiteur de l'étranger ils sont inverses : ce sont les importations de marchandises, le paiement des intérêts dus aux capitaux empruntés à l'étranger, le paiement des transports, effectués pour leur compte par les marines étrangères, le paiement des ouvriers étrangers, les dépenses faites par les nationaux dans les pays étrangers, etc. Il est facile de constater maintenant, combien nous sommes loin de la théorie d'après laquelle seule la balance commerciale indique les créances et les dettes d'un pays.

Après avoir ainsi énuméré les éléments de la balance générale des comptes nous allons examiner maintenant comment on procède à leur liquidation. En principe le paiement des créances doit s'effectuer en monnaie de cours libératoire. Chaque pays ayant sa monnaie propre composée en grande partie de monnaie fiduciaire, dont le pouvoir libératoire est limité aux frontières du pays, les paiements à l'étranger doivent se faire en monnaie de cours international. Cette monnaie est la monnaie d'or. Prenons pour exemple les relations entre la France et la Roumanie. A tout moment la Roumanie devient le

débiteur de la France pour une somme quelconque et inversement. Théoriquement, pour effectuer le paiement de ces dettes il faudrait imaginer un courant de l'or, qui circulerait tantôt de la France à la Roumanie, tantôt de la Roumanie à la France. Le stock du métal or que possèdent ces deux pays devrait voyager continuellement en chemin de fer. Pratiquement les choses ne se passent jamais ainsi, ou très rarement.

Il est évident que dans l'hypothèse examinée plus haut, chacun des deux pays se trouve être réciproquement créditeur et débiteur de l'autre. On a pu imaginer alors un moyen de faire le paiement par voie de compensation, c'est-à-dire qu'un pays paie les marchandises et les services obtenus à l'étranger au moyen de ses propres marchandises qu'il envoie, ou des services qu'il rend à son tour. Pratiquement ces compensations se font par l'intermédiaire des banquiers et portent sur des lettres qui constatent les opérations et qui à cause de cela prennent le nom de lettres de change. Lorsqu'un exportateur de céréales de Roumanie expédie une cargaison de blé à un négociant de Marseille par exemple, il rédige un ordre de paiement du prix de cette marchandise, adressé à l'acheteur. Il tire donc une traite ou une lettre de change sur l'acheteur ou d'une façon plus générale sur le marché respectif. Une fois l'ordre rédigé, l'exportateur, ayant besoin

d'argent, présente cet ordre à un banquier qui consent à lui acheter la lettre. Inversement, lorsqu'un importateur roumain reçoit un wagon de soieries de France, il se présente au banquier qui lui cède la traite sur le marché français, traite que celui-ci s'était procurée chez l'exportateur roumain. Cette lettre est expédiée ensuite en France où, par l'intermédiaire d'un correspondant elle sera encaissée et pourra ainsi éteindre les deux dettes. Il y a des maisons de banque qui s'occupent spécialement du commerce des lettres de change. Elles font les paiements des opérations d'échange entre les divers pays.

Dans les opérations d'échanges que nous avons envisagées plus haut, il peut arriver que les compensations ne puissent pas s'effectuer totalement. En d'autres termes, que se passe-t-il lorsque les créances qu'un pays possède sur un autre, créances qui résultent des nombreux chapitres de la balance des comptes, ne sont pas suffisantes pour couvrir intégralement les dettes qu'on a envers ce pays?

Dans ce cas on procède d'abord au paiement par voie d'arbitrage. Quand un marché *A* ne peut pas couvrir les dettes qu'il a vis-à-vis d'un marché *B*, avec les créances qu'il a sur ce marché *B*, mais possède un excédent de créances sur un troisième marché *C*, alors on emploie les créances sur le marché *C* à effectuer le paiement des dettes vis-à-vis du marché *B*. A la place du troisième marché il peut y en

avoir un quatrième, un cinquième, etc. Cela signifie qu'il faut envisager dans ce cas non seulement la balance des paiements d'un pays avec un autre, mais aussi la balance des paiements d'un pays avec la totalité des pays avec lesquels il se trouve être en relations d'affaires. Un exemple très intéressant d'application de l'arbitrage se trouve dans la modalité suivant laquelle le gouvernement français a effectué le paiement de l'indemnité de guerre de 5 milliards dû à l'Allemagne au lendemain de la guerre de 1870 (1).

Enfin seulement lorsqu'on a épuisé tous les moyens de paiement à l'étranger, on a recours à l'envoi d'or effectif. L'importateur qui ne trouve pas sur le marché de remises pour se libérer de la dette contractée à l'étranger, expédie le montant de sa dette en numéraire. Sans doute ce moyen de paiement est plus onéreux, car à la valeur de l'or, il faut ajouter les frais du transport, de l'assurance de l'or, les intérêts de l'argent pendant le voyage, etc.

§ 2. — Le change entre pays à étalon d'or

Nous avons dit plus haut que la lettre de change est négociée moyennant une prime ou une perte suivant les circonstances. Son prix, composé de la valeur

1. Say, Introduction à l'ouvrage de Goschen.

nominale à laquelle on ajoute la prime ou bien dont on déduit la perte, constitue le cours du change.

Quels sont les facteurs qui interviennent dans la fixation du cours du change ?

D'abord nous signalons que les lettres de change sont une marchandise comme toute autre et qu'en temps normal le prix de cette marchandise sera déterminé par la quantité offerte sur le marché et par la demande de cette marchandise. Etant donné l'origine des traites que nous avons établie déjà, nous dirons que, en dernière analyse, c'est l'état de la balance des comptes qui détermine le rapport entre l'offre et la demande des lettres de change. Il nous est impossible d'établir un rapport mathématique entre la quantité du papier et sa valeur. Mais il n'est pas douteux que toutes les fois que la quantité de devises offertes sur le marché sera supérieure à la demande, il y aura une tendance de dévalorisation de ces devises. Le banquier qui voudra vendre ses devises, pour ne pas les garder sur ses bras consentira une légère diminution du prix. Inversement lorsque les paiements qui doivent être effectués à l'étranger seront supérieurs aux créances à récupérer, les possesseurs de ces créances deviendront plus exigeants.

Jusqu'à quel point le banquier poussera-t-il cette exigence, ou bien quelle sera la réduction de prix maxima que pourra consentir le banquier sur ses

devises ? Nous savons que dans le cas où les importateurs ne trouvent pas sur le marché les remises dont ils ont besoin, ils ont recours au dernier moyen de paiement qui est l'envoi d'or effectif. Par ce moyen qui pourra être employé à tout moment, le débiteur verra sa dette augmentée des frais de transport, d'assurance du numéraire, etc. Le prix ainsi obtenu constitue ce qu'on a nommé le *gold point*. Il y a un point de l'or supérieur, lorsqu'on effectue le paiement par envoi de numéraire et un point d'or inférieur lorsqu'à l'inverse on obtient la récupération d'une créance sur l'étranger, en se faisant envoyer de l'or en espèces. Les gold points constituent les limites maxima des oscillations du cours des devises. En effet, il est facile à comprendre que lorsque la balance des comptes est défavorable, les possesseurs des devises élevant le prix de leur papier, les débiteurs qui ont besoin de ce papier font un envoi de numéraire. Ils n'achèteront les lettres de change que lorsque leur prix sera égal au point d'or supérieur et qu'ils leur sera indifférent de faire le paiement par un moyen ou par un autre. Il y a la loi économique dite de l'indifférence qui s'applique dans ce cas.

Cependant nous répétons que les gold points sont des limites maxima de hausse ou de baisse du cours des devises et qu'en réalité ces limites sont très rarement atteintes. Avant d'employer l'or comme moyen

de paiement on peut faire d'autres combinaisons. D'abord on peut influencer même sur la balance des comptes pour la remettre en équilibre. Lorsque les dettes sont plus nombreuses et lorsque le prix des devises commence à s'élever, les maisons qui font les opérations de change prévoient une sortie de numéraire qui sera puisé dans leurs caves. Pour l'éviter elles élèvent le taux de l'escompte. En élevant ainsi les intérêts de l'argent on provoque une entrée des capitaux étrangers qui ne tarderont pas à affluer sur ce marché afin de profiter d'une rémunération plus avantageuse. Ce phénomène équivaut à un accroissement du chapitre des créances. D'autre part l'élévation du taux de l'escompte ralentit les importations, les moyens de paiement devenant plus difficiles. On ramène ainsi automatiquement la balance des comptes à l'équilibre.

Les banquiers feront encore une autre opération. Nous savons que surtout dans les pays agricoles, l'époque des exportations ne coïncide pas avec celle des importations. Tandis que les achats à l'étranger se font toute l'année, la vente des produits agricoles a lieu à certaines époques, après les récoltes, à savoir, en automne et au printemps. Par conséquent la balance des paiements d'un pays agricole sera favorable durant l'époque des exportations seulement. Les devises sur l'étranger pourront être obtenues très facilement alors à cause de leur grande

quantité. A l'inverse, les importations étant plus grandes pendant le reste de l'année, les devises étrangères feront prime. Dans ces conditions, même si en dernière analyse les créances d'un pays dépassent ses dettes, faute de les équilibrer à temps ce pays sera condamné à une perte certaine. Pour remédier à cet inconvénient les banquiers créent artificiellement des traites qu'ils mettent à la disposition des intéressés. Escomptant des opérations commerciales futures, ils créent les lettres de change qu'ils couvriront à l'époque où commenceront ces exportations.

Enfin on peut obtenir des ouvertures de crédit, toujours pour suppléer au manque de devises. Par tous ces procédés on peut influencer sur le cours du change, de sorte que celui-ci monte ou descend très rarement jusqu'aux points d'or.

§ 3. — Le change des pays à étalon d'or avec les pays à monnaie dépréciée

Les principes que nous avons exposés plus haut trouvent leur application rigoureuse lorsqu'il s'agit de pays dont le régime monétaire est celui de l'étalon d'or et qu'on trouve réellement dans la circulation de l'or, de sorte que les intéressés puissent se le procurer sans aucune prime. Mais dès qu'il s'agira de pays dont l'un seulement possède l'étalon d'or et l'autre est soumis au régime de la monnaie d'argent

ou bien du papier-monnaie, d'autres facteurs interviendront également dans la fixation du cours du change. Car, dans cette hypothèse, les lettres de change sont payées en monnaie nationale, monnaie qui n'est plus la monnaie d'or. Le prix de ces lettres de change sera indiqué aussi par le rapport qui existe entre la valeur de l'unité monétaire d'or et celle de l'autre monnaie. Nous allons examiner trois hypothèses.

Dans la première, le change s'effectue entre un pays à monnaie d'or et un pays à monnaie d'argent dont la frappe est libre. C'est le cas du change entre l'Angleterre et les Indes vers 1890. Au moment où les Indes avaient pris l'argent comme étalon monétaire, le rapport entre les valeurs sur le marché des deux métaux précieux était de 1/15 1/2. Le change entre ce pays et les autres qui possédaient l'étalon or se faisait donc, en prenant le rapport 1/15 1/2 pour base. La parité des monnaies d'argent et des monnaies d'or était déterminée par le rapport des valeurs des métaux fins. Cette parité théorique était influencée ensuite par l'état de la balance des comptes qui faisait varier le cours du change dans le même sens. Quelque temps après, par suite de la découverte de nouvelles mines d'argent et de l'intensification de la production, la valeur du métal argent commence à baisser. Vers 1895 en échange d'un kilogramme d'or on pouvait obtenir non seulement 15 1/2 kilos d'argent comme aupara-

vant, mais 17, 18 et même 30 kilos. Sans doute le change subit alors une dépréciation proportionnelle. Il ne pouvait pas se maintenir au taux ancien, car le débiteur qui voulait faire un paiement sur le marché à monnaie d'argent dépréciée, pouvait très bien se procurer l'argent dont il avait besoin, au prix courant. Il envoyait ensuite l'argent aux Indes où moyennant des frais minimes de frappe, il obtenait la monnaie avec laquelle il payait sa dette. Par conséquent dans cette hypothèse le cours du change est en rapport direct avec le cours du métal argent et leur dépréciation se poursuit simultanément.

Mais les pays à monnaie d'argent, devant la dépréciation de leur change national ne tarderont pas à prendre des mesures propres à arrêter cette dépréciation. Nous arrivons ainsi à la seconde hypothèse.

Les pays dont nous parlons suspendront la liberté de la frappe. Dans cette nouvelle situation le débiteur ne pourra plus se procurer sur le marché le métal argent pour le monnayer ensuite et se libérer de sa dette. Il sera forcé de se procurer l'argent monnayé déjà. La dépréciation de cette monnaie ne suivra pas la dépréciation du métal argent car le stock de cette monnaie reste le même. Sa valeur sera déterminée en grande partie par la balance des comptes. Très recherchée, la monnaie d'argent commencera à monter sans toutefois pouvoir dépasser la valeur de l'or, car ce métal de cours international

C 200559
28972/47
BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ BUCUREȘTI

pourra toujours être substitué à l'argent dans les paiements extérieurs. A l'inverse, offerte en grande quantité pour se procurer du change, la monnaie d'argent commencera à se déprécier, sans toutefois aussi que son cours tombe au-dessous de celui du métal argent, car dans ce cas la monnaie sera vendue au poids du métal fin qu'elle contient.

Enfin dans la troisième hypothèse, celle du change entre un pays à étalon d'or et un pays à papier-monnaie, si le cours supérieur de ce change du papier-monnaie ne peut pas dépasser le cours de l'or pour les mêmes raisons déjà indiquées, le cours inférieur au contraire ne présente plus aucune limite. Dans cette hypothèse le cours du change est donné par la prime que fait l'or exprimé en papier-monnaie, sur le marché intérieur même. Le papier-monnaie est toujours une monnaie dépréciée. Théoriquement sa dépréciation est sans limites. La balance des comptes continue à être un facteur qui influence la fixation du cours du change mais son importance sera réduite (1).

La valeur du papier-monnaie par rapport à l'or est déterminée par les facteurs suivants.

a) *La quantité de la monnaie en circulation.* — Il est impossible de fixer un rapport mathématique entre la quantité des monnaies en circulation et leur

1. Achille Loria, *Le peripezie monetarie della guerra.* Milan, 1920, p. 41.

valeur. Mais nous pouvons affirmer avec certitude qu'on ne peut pas augmenter indéfiniment les émissions de papier-monnaie au delà des besoins de la circulation sans que par cela même on produise une tendance de dévalorisation de ce papier.

b) *Le crédit de l'Etat.* — Il est incontestable qu'une mauvaise administration des finances publiques aura pour conséquence un affaiblissement du crédit de l'Etat. Pour couvrir les déficits budgétaires, l'Etat aura recours à des emprunts qui seront réalisés dans des conditions d'autant plus onéreuses que les chances d'amélioration des finances seront plus petites. Les charges des nouveaux emprunts pèseront d'autant plus lourdement sur les finances.

c) *La situation politique.* — Dans le cas du change du papier-monnaie, les facteurs psychologiques de confiance et de méfiance jouent un grand rôle. Un pays menacé par des troubles intérieurs ou par une guerre extérieure, dont on ne sait pas s'il ne sortira affaibli économiquement et financièrement ne jouira pas de la confiance. Le papier-monnaie qui est en dernière analyse une monnaie de crédit, sera très déprécié dans un tel pays. Nous signalons enfin que dans ce cas les oscillations du change seront beaucoup plus fréquentes et plus amples. Plus le cours du change aura abandonné la parité théorique, plus il perdra toute orientation. Il deviendra alors l'objet de grandes spéculations.

CHAPITRE II

LE PROBLÈME DU CHANGE PENDANT LA GUERRE

§ 1. — Considérations historiques

Nous ne pouvons pas commencer l'étude du problème du change roumain pendant la guerre et surtout depuis l'armistice, sans le faire précéder d'un bref exposé du problème du change en général, chez tous les pays belligérants et neutres. Il nous semble en effet qu'il s'agit d'un mouvement d'ensemble et que nous ne pourrons comprendre suffisamment le problème roumain sans montrer qu'il s'agit là d'une situation générale, dont les causes et les caractères sont pareils aux causes et aux caractères de la situation dans laquelle se trouve la Roumanie.

Pendant la première moitié de l'année 1914, c'est-à-dire dans le semestre qui précède le commencement de la guerre mondiale, le marché des changes suivait son cours normal avec les légères fluctuations déterminées par les balances des paiements. L'introduction de l'or comme étalon monétaire

dans tous les pays continentaux apportait naturellement une stabilité des changes dont les variations se trouvaient limitées par les points d'entrée et de sortie du métal jaune. La possibilité qu'avait tout intéressé de faire ses paiements à l'étranger, dans le cas le plus défavorable de pénurie de devises, par l'envoi d'or effectif dont le pouvoir de libération était général, contribuait à ce que le cours supérieur du change ne dépasse jamais la valeur de l'or augmentée des frais de transport, d'assurance, etc., qui normalement sont minimes. Les différentes combinaisons qu'on pouvait faire dans le monde financier, comme nous l'avons déjà signalé, constituaient autant de moyens propres à conduire le marché des devises. Le problème du change présentait alors un caractère économique. Il reflétait la situation économique du pays telle que la déterminaient les opérations d'échange de marchandises et de prestation de services.

Cependant cette situation est loin d'avoir constitué un phénomène général dans le passé. L'histoire financière nous révèle au contraire de nombreux cas dans lesquels l'effondrement des cours du change a largement dépassé les limites normales en donnant au problème un tout autre caractère.

Sans entrer dans les détails, nous rappelons le cas des pays américains qui à l'époque de leur formation comme Etats indépendants, pendant la première

moitié du XIXe siècle, passent par une terrible crise des changes. Au Brésil, en Argentine, au Chili, aux Etats-Unis, la dépréciation des devises nationales avait atteint des proportions fantastiques. Le piastre de Colombie était tombé par rapport à l'or, à un moment donné, à 25.000 o/o (1)! La cause d'une si profonde désorganisation du marché des changes n'était plus la même que celle qui produit en temps normal une baisse des cours. En introduisant au commencement un système monétaire métallique, ou de billets de banque convertibles à vue en monnaie métallique, les Etats américains dans la période de leur lutte pour l'indépendance ne purent pas le maintenir longtemps. La situation politique précaire, les difficultés pour établir une organisation économique plus stable avaient contraint les gouvernements à faire appel, pour subvenir à leur multiples nécessités, à des émissions énormes de monnaie fiduciaire. Entraînés sur la pente de ces émissions, ils ont changé totalement le caractère des monnaies qui cessent d'être convertibles en métal, pour devenir du simple papier-monnaie, avec un pouvoir d'achat affaibli et un cours libératoire limité aux frontières nationales. Comme elles ont perdu tout rapport constant avec le métal, ces monnaies étaient devenues de simples titres de crédit, dont la valeur

1. Subercaseaux, *Le papier-monnaie*, éd. Giard, 1920, p. 60.

était donnée par la valeur même du crédit de l'Etat, à l'époque d'instabilité politique et économique où il se trouvait. Dans ce cas ce n'est pas seulement la balance des paiements qui fixe le cours du change, mais il y intervient aussi la dépréciation de la monnaie sur le marché intérieur du pays. Le problème du change présente alors un caractère monétaire.

Nous rappelons en second lieu l'exemple de certains pays d'Europe, notamment la Russie et l'Autriche, qui voient leurs devises nationales très dépréciées sur les marchés étrangers dans la seconde moitié du XIXe siècle. En effet, tous ces pays avaient adopté comme étalon monétaire le métal argent ou les billets de banque convertibles en argent. Le change de ces pays par rapport aux pays qui possédaient l'étalon or, se faisait en ayant pour base la quantité de métal fin qui contenait l'unité de chaque catégorie de monnaie et le rapport entre les valeurs de ces deux métaux sur le marché. Vers 1875 pour 1 kilogramme d'or on obtenait 15 kgr. 1/2 d'argent. Depuis cette époque, l'accroissement de la production du métal argent et la découverte de nouvelles mines en Amérique a eu pour conséquence une offre plus accentuée de l'argent et une baisse de la valeur de ce métal par rapport à l'or. Parallèlement à cette baisse se produisit aussi une dépréciation du rouble et du florin autrichien, dans la même proportion. Dans ce cas comme dans celui des Etats à papier-

monnaie, le cours du change est influencé par le régime monétaire.

Nous n'examinerons pas les moyens par lesquels on a pu obtenir dans le passé une amélioration dans le marché des devises ou du moins une stabilité des cours. Nous constatons seulement que cette amélioration ou cette stabilité était déjà depuis longtemps réalisée et que dans le premier semestre de l'année 1914 nous étions en présence d'une situation normale.

Dès le lendemain de la déclaration de la guerre européenne, de graves perturbations paraissaient dans le marché des changes. Chacun cherchait à retirer les fonds qu'il possédait à l'étranger, pour les mettre en sûreté pendant une époque aussi troublée. En même temps, les devises offertes sur le marché ne trouvaient plus preneur, les relations commerciales entre les divers pays étant interrompues à cause de la guerre et les cours commencèrent à s'effondrer. Si nous examinons les cotes de la bourse de Genève au 30 juillet 1914 en ce qui concerne les changes des principaux pays de l'Europe et des Etats-Unis d'Amérique, nous voyons que les oscillations variaient entre 0.50 o/o prime que faisait le franc français sur le franc suisse et 6.50 o/o perte du rouble par rapport au même change. Les variations étaient donc comprises entre les points d'entrée et de sortie de l'or. Par contre en examinant les cotes

sur le même marché de Genève à la fin de l'année 1919 nous voyons que seul le dollar fait une prime de 6.50 o/o, tandis que toutes les autres devises accusent des pertes considérables. Ainsi Londres perd 16 o/o, Paris 46 o/o, Rome 57 o/o ! Quant aux devises des pays vaincus dans cette guerre, elles perdent presque complètement le pouvoir d'acquisition. Berlin perd 91 o/o, Vienne 96 o/o et la Russie 97 o/o ! Nous donnons plus loin un tableau graphique sur lequel on peut suivre les oscillations des changes pendant la guerre ! (Voir le tableau graphique I, p. 27).

§ 2. — Le change des pays neutres pendant la guerre actuelle.

Quelles sont les causes de la désorganisation du marché des devises que nous avons signalé plus haut.

Ce serait trop long d'examiner les causes spéciales de désorganisation de chaque devise ainsi que les différentes oscillations au cours de la guerre. Mais nous allons envisager d'une façon plus générale le problème du change dans son ensemble pour en dégager quelques indications.

Tout d'abord il est à remarquer que les pays neutres gardent entre eux le taux du change presque

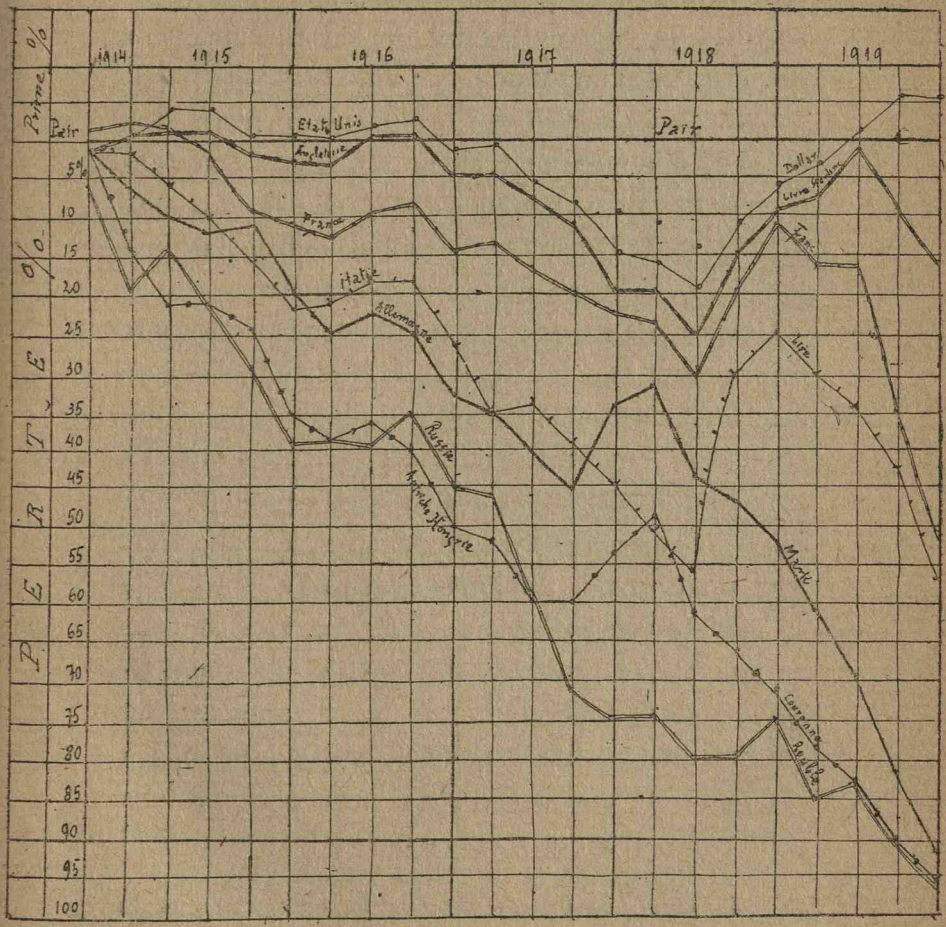
1. D'après le supplément à la *Situation économique et financière* du 7 février 1920.

normal et qu'il n'y a que les pays belligérants qui voient leur devises s'effondrer. Sans doute la Suisse, ainsi que la Hollande, l'Espagne etc, n'ont pu se soustraire totalemcnt à l'influence d'une guerre éclatée à leurs frontières. Elles ont été obligées aussi de prendre des mesures de protection de leurs intérêts politiques et économiques. En mobilisant une partie de leurs effectifs militaires nécessaires à la défense de leurs frontières, ces pays ont accru leurs dépenses budgétaires. D'autre part, une élémentaire précaution les a obligé à souspendre eux aussi la convertibilité de leurs billets de banque en or. Pourtant les pays neutres ont eu la possibilité d'administrer leurs finances avec une facilité incomparable. Quant à leurs productions nationales, loin d'être enrayées, elles ont été au contraire stimulées par les demandes accrues des belligérants. Ils sont devenus les fournisseurs de ceux-ci et en ont retiré d'immenses bénéfices.

§ 3. — Le change des pays belligérants. — L'introduction du cours forcé et le désiquilibre de la balance des paiements.

Telle n'était pas la situation des pays qui se trouvaient en guerre. Le premier élément qui domine cette situation, c'est la nécessité des dépenses qui dépassaient de beaucoup les prévisions du temps de

TABLEAU GRAPHIQUE I



paix. Pour couvrir ces dépenses il était impossible de se contenter des ressources normales des impôts. Malgré leur accroissement, l'élasticité des impôts était encore insuffisante. Même l'Angleterre qui du premier moment s'est engagée dans une politique financière particulière, obéissant ainsi à une vieille tradition qui consistait à faire un plus large appel aux ressources de l'impôt pour conduire la guerre, n'a pu couvrir par ce moyen que 21 o/o de ses dépenses (1). Si nous ajoutons qu'il fallait du temps pour que les impôts puissent donner des résultats, nous comprendrons facilement combien était difficile la situation des belligérants au début de la guerre.

Dès le commencement il a fallu donc recourir aux emprunts et tous les pays l'on fait d'une manière iucalculable. Premièrement les gouvernements ont obtenu le concours des banques d'émission. En attendant la réalisation des emprunts publics, pour subvenir aux nécessitées immédiates, les gouvernements ont obtenu les fonds dont ils avaient besoin en compte courant chez ces banques. Très contents de pouvoir se procurer ainsi assez facilement les fonds pour la continuation de la guerre, le seul fait qui était intéressant à ce moment, personne ne songea et ne pouvait songer aux conséquences d'une telle politique inévitable d'ailleurs. On inaugura ainsi

1. Seligman, *Le coût de la guerre et la manière dont on y a pourvu*, éd. Giard, 1920, p. 18.

une politique d'émissions croissantes de billets de banque. Normalement les billets de banque sont lancés par l'intermède des opérations d'escompte, représentant ainsi des opérations réelles d'échange. Par les emprunts répétés consentis aux trésors on accroissait d'une manière factice les moyens de paiements (1). L'augmentation des émissions ne tarda pas à influencer sur la valeur du billet en circulation.

Nous ne reprendrons pas la controverse suscitée par ce phénomène en Allemagne entre la théorie officielle de Helfferich et von Havenstein et la théorie défendue par Lansbourgh. Sans doute, en prétendant que la dépréciation du mark était due aux événements de guerre qui ont empêché le développement du commerce extérieur de l'Empire, ainsi qu'aux caractères tout particuliers que revêtait le commerce allemand en ce qui concerne les modalités de paiement, Helfferich obéissait plutôt à des préoccupations politiques. En échange les opinions de Lausbourgh nous paraissent avoir été confirmées pleinement par les faits. Aussi nous citons cette controverse à titre de document seulement (2).

Etant donné que toutes les banques, en échange des avantages consentis aux gouvernements s'étaient

1. Vissering, *Problèmes internationaux économiques et financiers*, éd. Giard, 1920, p. 90 et s.

2. Rist, *les Finances de guerre de l'Allemagne*, éd. Payot, 1921, p. 150 et s.

empressées de demander et d'obtenir la suspension de la convertibilité des billets en or, on remplaçait les anciens régimes monétaires, à cause de l'introduction du cours forcé, par le régime du papier monnaie. Seule l'Angleterre a pu assurer pendant la guerre la convertibilité de ces billets en or. Cela a contribué d'ailleurs à ce qu'elle se trouve dans une situation plus favorable sous le rapport financier.

Outre les billets des banques d'émission la circulation fiducière fut encore accrue par l'émission d'une considérable quantité de différents billets d'Etat. En Angleterre les *currency notes*, en Allemagne les *Reichkassenscheine* et les *Darlehens Kassenscheine*, etc. Voici un tableau dans lequel on peut voir dans quelles proportions furent accrues les circulations monétaires des différents pays. (1).

Années	Belgique	Angleterre	France	Aut.-Hongrie	Allemagne
			En millions de francs		
1914	960	718	5.852	2.441	3.003
1916	—	3.949	15.806	—	10.967
1917	1.268	—	—	19.362	—
1918	3.210	7.675	28.550	45.157	25.116
1919	4.695	10.515	34.442	47.554	52.494
1920	4.903	10.445	38.042	58.280	61.650

1. Raffalovich, *le Marché financier*, 1914-1919, éd. Alcan, 1920, p. 179.

Nous avons dit plus haut, que l'accroissement des moyens d'achat au delà des besoins réels du marché, accroissement effectué d'une manière factice, conduit à une inflation monétaire qui ne tardera pas à exercer une influence sur la valeur du papier, sur le marché intérieur. Le symptôme de cette influence fût la hausse des prix. Sans doute d'autres facteurs aussi produisent une hausse des prix, tel la diminution du stock des marchandises, l'affaiblissement de la production ; mais en grande partie, le phénomène, tant qu'il se manifeste d'une façon générale, est dû à la dépréciation de la monnaie. La dépréciation de la monnaie sur les marchés intérieurs contient en germe, une dépréciation sur les marchés extérieurs et par conséquent une baisse du cours des changes.

Nous arrivons ainsi au second élément qui domine la situation des pays belligérants. Par la mobilisation pour les besoins militaires de l'élément le plus vigoureux de la population des pays belligérants on enlevait au travail productif son facteur le plus précieux. D'autre part l'interruption des relations commerciales apporta de sérieux obstacles à la production nationale. Non seulement la production industrielle diminua à cause de l'adaptation des installations aux besoins de la guerre et par l'épuisement du stock des matières premières ; mais la production agricole même s'en ressentit, faute de main-d'œuvre et de bétail. Voici dans quelle proportion diminuè-

rent pour la France, par exemple, tant les surfaces cultivées que les récoltes. Le blé est tombé de 6.500.000 à 4.300.000 hectares et de 89.600.000 à 63.600.000 quintaux ; les pommes de terre de 1.500.000 à 1.100.000 hectares et de 132.000.000 à 62.100.000 quintaux. Pour le blé la production baisse de 30 o/o et pour les pommes de terre de plus de 100 o/o !

Mais pendant que la production nationale s'affaiblissait, les besoins de la guerre, au contraire, demandaient des quantités de produits alimentaires et industriels de plus en plus importantes. Les gouvernements se trouvent forcés alors de faire un appel d'autant plus large aux marchés étrangers. A l'exception des Empires centraux qui par suite du blocus se voient réduits à leurs propres réserves et aux quantités insignifiantes de marchandises qui pouvaient passer à travers les pays neutres, les pays de l'Entente ayant les voies de mer ouvertes ont pû s'approvisionner abondamment. L'augmentation des importations rendait la balance des paiements défavorable. Il est vrai que les grands pays avaient même en temps normal une balance commerciale défavorable. C'était d'ailleurs l'un des caractères des grands pays. Le déficit résultant de la valeur des importations qui dépassaient les exportations était couvert par d'autres chapitres de la balance des comptes, à savoir les intérêts des capitaux placés à

l'étranger, les services de transport effectués par la marine, les dépenses faites par les étrangers, etc. Mais la guerre avait supprimé presque complètement ces chapitres ce qui agravait d'avantage la balance des paiements. Voici par exemple un tableau des importations et des exportations de la France pendant la guerre :

Années	Importation	Exportation	Excédent des import.
	En millions de francs		
1905	4.778	4.866	— 88
1913	8.421	6.880	+ 1.541
1914	6.402	4.869	+ 1.533
1915	11.036	1.937	+ 9.099
1916	20.640	6.215	+ 14.425
1917	27.553	6.012	+ 21.541
1918	19.915	4.144	+ 15.771

Le déséquilibre survenu dans la balance des paiements provoqua une baisse de changes. Au début les gouvernements s'efforcèrent à maintenir le change par toutes les combinaisons financières possibles. L'exportation de l'or étant prohibée, afin de pouvoir préserver le stock des banques d'émission, les gouvernements effectuèrent les paiements des fournitures et en général de tous les achats soit par ouvertures de crédits, soit par l'exportation des nombreuses valeurs étrangères qu'ils possédaient. Les pays européens avaient placé dans les temps normaux, surtout en Amérique, d'immenses capitaux,

dans les entreprises d'Etat comme dans les entreprises des particuliers (1). Les titres de ces capitaux constituaient maintenant un excellent moyen de paiement dans ces pays. On évalue à plus de 10 milliards de dollars les valeurs américaines ainsi rapatriées.

Par la conclusion d'arrangements pour les ouvertures de crédits réciproques, les pays belligérants ont pu maintenir quelque temps la stabilité du cours des changes entre eux. En inspectant le tableau graphique donné plus haut, nous voyons que les changes des pays amis sont désignés par des courbes parallèles. Mais ces arrangements ont été dénoncés peu de temps après l'armistice et les oscillations commencèrent à être plus accentuées. D'ailleurs malgré ces arrangements, les changes des belligérants n'ont pas cessé de se déprécier sur les marchés neutres.

Ainsi le déséquilibre survenu dans la balance des paiements des pays belligérants accentua l'effondrement des cours contenu en germe dans le régime du papier-monnaie introduit dans tous ces pays après la déclaration de guerre.

Enfin plus le rapport entre la monnaie fiduciaire et le métal qui l'avait garantie disparaissait, plus les oscillations des changes étaient prononcées. D'autant plus que dans cette situation les facteurs

1. Germain Martin, *Les problèmes du crédit en France.* Payot, 1919, p. 56 s.

psychologiques de confiance et de méfiance faisaient leur apparition. Les devises étant payées en monnaie qui ne représentaient que des titres de crédit sur l'Etat, il était naturel qu'elles vaillent tant que valait le crédit de l'Etat. Au cours d'une guerre si difficile et si longue, la valeur du crédit de l'Etat était en rapport avec la situation politique et les opérations militaires dont dépendait son avenir. Par ce côté le cours du change devenait un vrai baromètre de la situation. Il faisait ainsi l'objet d'intenses spéculations et apparaissait comme un vrai pari sur les chances de la guerre.

§ 4. — La situation des belligérants par rapport aux neutres

Tel est dans son ensemble le problème du change pendant la guerre. Nous ajoutons qu'après la conclusion de la paix, loin de constater une amélioration sur le marché des devises, nous assistons au contraire à de plus grandes oscillations. Les Etats européens sortent de cette guerre, portant sur leurs épaules un lourd fardeau qui ne sera pas effacé facilement.

De même il est intéressant à signaler que l'effondrement des changes des pays qui ont fait la guerre a lieu non seulement par rapport aux pays neutres de l'Europe mais surtout par rapport aux pays américains.

En regardant ce phénomène à la lumière du passé, nous serons frappés par ce bizarre renversement des rôles. Tandis qu'avant les pays américains ont passé par une terrible crise des changes qui les a rendus débiteurs de l'Europe, à la suite de la guerre actuelle au contraire, les Etats américains, par l'immense développement économique qu'ils ont pris, par leur situation de fournisseurs de toutes sortes de produits aux pays belligérants, non seulement ont eu la possibilité de se libérer des charges du passé, mais même se sont constitués largement les créditeurs des plus vieux pays de l'Europe (1).

1. Demangeon, *Le déclin de l'Europe*, édit. Payot, 1920.

CHAPITRE III

LE PROBLÈME DU CHANGE EN ROUMANIE

§ 1. — La situation économique et financière de la Roumanie avant la guerre

L'unité monétaire de cours libératoire en Roumanie était, avant la guerre, le *leu* d'or introduit par la loi du 17 mars 1890. Un kilogramme d'or à 9/10 de fin valait 3.100 *lei*. Un *leu* d'or contenait ainsi $\frac{900 \text{ gr.}}{3.100} = 0 \text{ gr. } 2903$ de métal fin étant au pair du franc. A côté de la monnaie métallique il y avait aussi en circulation les billets émis en vertu d'un privilège exclusif par la Banque Nationale de Roumanie. D'après la loi organique de 1892 de cette banque, les billets étaient convertibles à vue en *lei* d'or. Pour assurer cette convertibilité, la banque devait posséder une réserve métallique de 40 0/0 de l'émission.

En 1914 le cours du leu sur les marchés étrangers variait entre les points d'or. Cela était dû à la situation économique et financière prospère du pays. En

effet dans les dernières années, à la suite de la guerre pour l'indépendance, la Roumanie enregistrait des progrès considérables sur tous les terrains. Pour signaler ces progrès il suffit de rappeler que l'indice synthétique totalisateur de l'évolution économique du pays passait de 50 en 1880 à 290 en 1912. Son cours est représenté par une courbe qui surtout depuis 1900 monte sensiblement sans aucune dépression (1). Dans ces conditions il est évident qu'en ce qui concerne les relations d'échange, la Roumanie avait la balance des paiements favorable. Cette balance assurait le cours normal de la monnaie nationale.

Quels étaient les éléments de cette balance ?

La Roumanie devenait le créditeur de l'étranger seulement par l'exportation de ses marchandises. Elle n'avait pas de capitaux placés à l'étranger pour pouvoir retirer annuellement leurs revenus. De même elle ne possédait pas de marine marchande pour faire le service de transport pour le compte des autres pays. En ce qui concerne les exportations, elles comprenaient deux articles importants : les céréales qui représentaient 78,37 o/o du total des exportations et le pétrole qui représentait 21 o/o. Sans doute le caractère aléatoire des produits agri-

1. Dr N. I. Angelesco, *Cunoasterea si conducerea pietei economice*. Bucaresti, 1915, p. 144.

coles qui dépendent en grande partie des éléments atmosphériques, donnait au commerce qui s'appuyait sur un tel article un caractère d'incertitude. La crise de 1899, lorsque nous avons eu une mauvaise année agricole nous a édifié sur ce point. Mais à partir de 1900 jusqu'à la veille de la guerre, nous avons eu une série de bonnes années agricoles, d'importantes productions de céréales et une expansion du commerce extérieur. En ce qui concerne le second article d'exportation, le pétrole, plus son exploitation se développait, plus le commerce extérieur du pays obtenait un appui constant. Le pétrole est une des plus importantes richesses de la Roumanie. Nous croyons inutile d'insister sur l'importance de cet article, avec ses multiples emplois, surtout dans l'industrie et dans les transports comme générateur d'énergie. Nous mentionnons seulement que la Roumanie occupait le troisième rang dans la production mondiale du pétrole, après l'Amérique et la Russie et que les deux millions de tonnes obtenues annuellement étaient tirées de l'exploitation de 2.500 hectares de terrains pétrolifères. La surface de régions reconnue, à la suite de recherches scientifiques, comme possédant des gisements de pétrole était de 20.000 hectares, et la surface des régions possédant probablement des sources était d'environ 150.000 hectares !

La balance commerciale se soldait constamment

avec un considérable excédent des exportations. Voici un tableau statistique :

Années	Importations		Exportations	
	Quantités Tonnes	Valeurs Lei	Quantités Tonnes	Valeurs Lei
—	—	—	—	—
1911	986.300	569 745.027	5.390.280	691.720.408
1912	1.213.957	637.905 560	4.326.735	642.103.783
1913	1.374.116	590.012.640	4.569.076	670.705.335

Il faut ajouter que généralement le chiffre des exportations est inférieur à la réalité. Le tableau est dressé d'après les déclarations des négociants qui ne sont rigoureusement contrôlées que pour l'entrée des marchandises à cause de la perception des taxes de douane. D'autre part l'évaluation des exportations comprend seulement le coût de production et le transport des marchandises dans les ports et non pas aussi le fret et le bénéfice du négociant. Cela signifie que les exportations sont supérieures au chiffre donné par la statistique et que l'écart entre les importations et les exportations est plus accentué en faveur de ces dernières.

En ce qui concerne les dettes du pays, il y a à côté des importations des marchandises, le paiement du coupon de la dette publique contracté à l'étranger. Au 1er avril 1914 la dette publique de la Roumanie s'élevait à 1.500 millions avec une annuité de 85 millions lei. D'après les indications de N. Xenopol la plus grande partie de cette annuité était payée à l'é-

tranger, à savoir en Allemagne 46 millions, en France 37 millions et en Belgique 82 mille lei (1). Nous ajoutons enfin parmi les paiements effectués par le pays à l'étranger, les bénéfices réalisés par les entreprises commerciales et industrielles commanditées par la finance étrangère et les dépenses des nationaux à l'étranger.

Il nous est impossible de dresser un tableau complet de la balance des paiements. D'ailleurs une telle statistique comprenant tous les éléments de la balance des comptes n'est dressée nulle part. Mais en ce qui concerne la Roumanie, on peut affirmer avec certitude, d'après les principaux éléments que nous avons examinés, que la balance des paiements nous était favorable avant la guerre. D'ailleurs si nous envisageons la situation du stock or de la Banque Nationale qui aurait dû couvrir un déficit éventuel, nous remarquerons qu'il a passé de 49 millions lei en 1900, à 207 millions en 1913.

§2. — La situation de la Roumanie pendant la neutralité

La guerre mondiale éclata en 1914 et trouva la Roumanie en plein essor économique. Nous ne sommes pas entrés en guerre au commencement. Quoique liés par un traité d'alliance avec les Empires

1. N. Xenopol, ancien ministre, *La richesse de la Roumanie*. Bucarest, 1916, p. 67.

centraux, le gouvernement roumain ne pouvait pas s'associer à l'acte d'injuste agression commise par eux. Nous sommes restés neutres pendant deux années.

La Roumanie aurait pu réaliser des bénéfices considérables sous le rapport économique. Mais dés le début de la guerre nos relations commerciales avec l'étranger furent profondément atteintes. La situation géographique du pays était telle que notre commerce extérieur devait se faire par voie d'eau, par le Danube et par la Mer Noire. Les opérations militaires contre la Serbie et l'invasion de ce pays ont empêché les transports sur le Danube et ont coupé nos communications avec l'occident par Salonique. D'autre part la fermeture des Dardanelles survenue après l'entrée en guerre de la Turquie a supprimé aussi le trafic maritime. Le commerce extérieur de la Roumanie avec l'Occident fut anihilé ; en échange le commerce avec les pays limitrophes prit un plus grand développement.

Ce commerce non plus n'a pas pu atteindre une très grande extension. D'abord il a été enrayé par une crise des transports. Les exportations de la Roumanie comprenaient principalement des marchandises volumineuses dont le transport par voie de terre était difficile. Le parc des wagons des chemins de fer était assez grand, mais il ne pouvait pas suppléer intégralement au tonnage de la marine et le

transport par charrette se faisait dans de mauvaises conditions. D'autre part en 1914 nous avons eu une faible récolte de blé ; quant aux produits pétrolfères, une partie, comme la benzine, étant une fourniture de guerre, son exportation fut prohibée. Ainsi nous enregistrons un affaiblissement sensible tant du tonnage que des valeurs de notre commerce extérieur de l'année 1914 en comparaison de l'année 1913 et un excédent de 50 millions des importations.

Pendant l'année suivante, en 1915, les conséquences de la guerre se font sentir davantage. La crise des produits alimentaires survenue sur les marchés des Centraux attirait les regards vers la Roumanie. Les prix commencent à monter. Le gouvernement roumain inaugura une politique de contrôle du commerce extérieur. D'une part il fallait assurer la consommation intérieure menacée par la demande de marchandises de la part des Centraux, d'autre part il fallait profiter de la situation dans laquelle se trouvaient nos voisins pour obtenir en compensation des céréales, les objets fabriqués dont nous avions besoin. Enfin la politique de contrôle était justifiée aussi par un sentiment de prévoyance. La Roumanie avait déjà commencé les préparatifs militaires en vue de l'entrée en guerre.

Le régime de contrôle du commerce extérieur a enrayé davantage les opérations d'échange. En comparaison de l'année précédente, l'année 1915 enre-

gistre une plus forte diminution. Nous voulons parler naturellement du tonnage, car les valeurs sont indiquées par la pratique des prix plus élevés. En échange la politique de contrôle a rétablie la balance commerciale. Les exportations dépassent de nouveau les importations de plus de 250 millions. Et nous ajoutons qu'en réalité les exportations dépassent le chiffre donné par la statistique. En effet à cette époque de vastes spéculations engendrées par les Centraux et par les abus commis sous le régime de contrôle, on a fait une immense contrebande des marchandises dont l'exportation était prohibée. On évalue à plus de 100.000 têtes seulement les bœufs passés en contrebande à travers les montagnes pendant cette époque. Voici un tableau statistique du commerce extérieur pendant la neutralité :

	Importations		Exportations	
Années	Tonnes	Lei	Tonnes	Lei
1914	1.145 298	504.240.522	3.127.449	451.890.823
1915	290.607	332.942.161	1.412.633	570.182.097

Les exportations dépassant les importations sur les marchés Centraux, ceux-ci ont dû couvrir le paiement du solde avec les titres de rente roumaine Ainsi nous avons assisté à un rapatriement d'une grande partie de notre rente extérieure. En échange nos relations commerciales avec l'occident étant interrompues, le cours de notre change sur les mar-

chés alliés a été légèrement affecté. Le len était coté en France en 1914-1916 de *o fr. 80 à o fr. 90.*

§ 3. — Situation de la Roumanie pendant la guerre et depuis

En 1916 la Roumanie entra en guerre. En franchissant ce pas au moment où elle aurait pu s'enrichir, et lorsque la ruine démontrée ailleurs par la guerre était des moins encourageantes, elle obéissait à un double instinct. D'une part c'était le caractère de haute justice que revêtait la guerre supportée par les Alliés et d'autre part la perspective de la libération des provinces roumaines soumises à l'Autriche-Hongrie. Malheureusement la guerre roumaine prit bientôt un caractère défavorable. Au bout de quelques mois de résistance héroïque les armées roumaines, sans aucun appui, commencèrent une retraite désastreuse en abandonnant à l'ennemi plus des deux tiers du territoire national, avec les plus fertiles régions agricoles, comme les plaines du Danube et la plus grande partie des régions pétrolifères. Sans doute nous n'insisteront pas ici sur les différentes phases de notre guerre. Du point de vue qui nous intéresse, il suffit de signaler qu'elle a eu une répercussion douloureuse.

La production du pays a été profondément affaiblie. Les communications avec l'étranger étant

interrompues — car nous n'avions plus que les difficiles routes d'Archanghelsk et de Vladivostock par lesquelles à peine arrivait une partie des fournitures de guerre — le commerce extérieur du pays devenait nul. D'ailleurs pour cette époque on n'a plus dressé aucun tableau statistique. Enfin les opérations militaires donnaient à la situation de la Roumanie un caractère d'incertitude. Il a eu une fâcheuse répercussion sur la valeur de la monnaie nationale. En introduisant le cours forcé, cette monnaie devenait un titre de crédit et les facteurs psychologiques de confiance dans l'avenir même du pays eurent une grande influence. Les Bourses étrangères ne cotaient plus officiellement le leu. Dans les opérations de change en France le leu valait pendant cette période de 1916-1918, *de 65 à 75 centimes*.

Après la conclusion de l'armistice, les communications étant reprises les opérations d'échanges de marchandises recommencèrent. Dans ces nouvelles circonstances le problème du financement du commerce extérieur prenait un autre aspect. Comme nous n'avions aucun arrangement financier avec les Alliés la valeur de notre change était abandonnée maintenant au hasard de toutes les fluctuations. Pour la première fois on a coté officiellement le leu à *62 centimes*, en décembre 1918, à l'occasion de l'entrée de l'armée française du Danube en Roumanie. Mais ce cours a été vite dépassé dans les transactions. En

août 1919 le leu est introduit dans la cote officielle de la Bourse de Paris. C'est à partir de cette date que nous pourrons suivre avec plus de précision son cours. C'est d'ailleurs aussi à partir de cette date que commence l'effondrement du change roumain qui est tombé à *18 centimes* sur le marché français.

Voici un diagramme du change roumain comprenant les oscillations maxima dressées d'après les cotes de la Bourse de Paris. Nous donnons aussi un diagramme du cours du leu par rapport au franc suisse, depuis le début de la guerre, calculé approximativement d'après les cours moyens en rapport avec le franc français (Tableau graphique II et III).

TABLEAU GRAPHIQUE II

Cours moyen du change roumain sur le marché suisse.

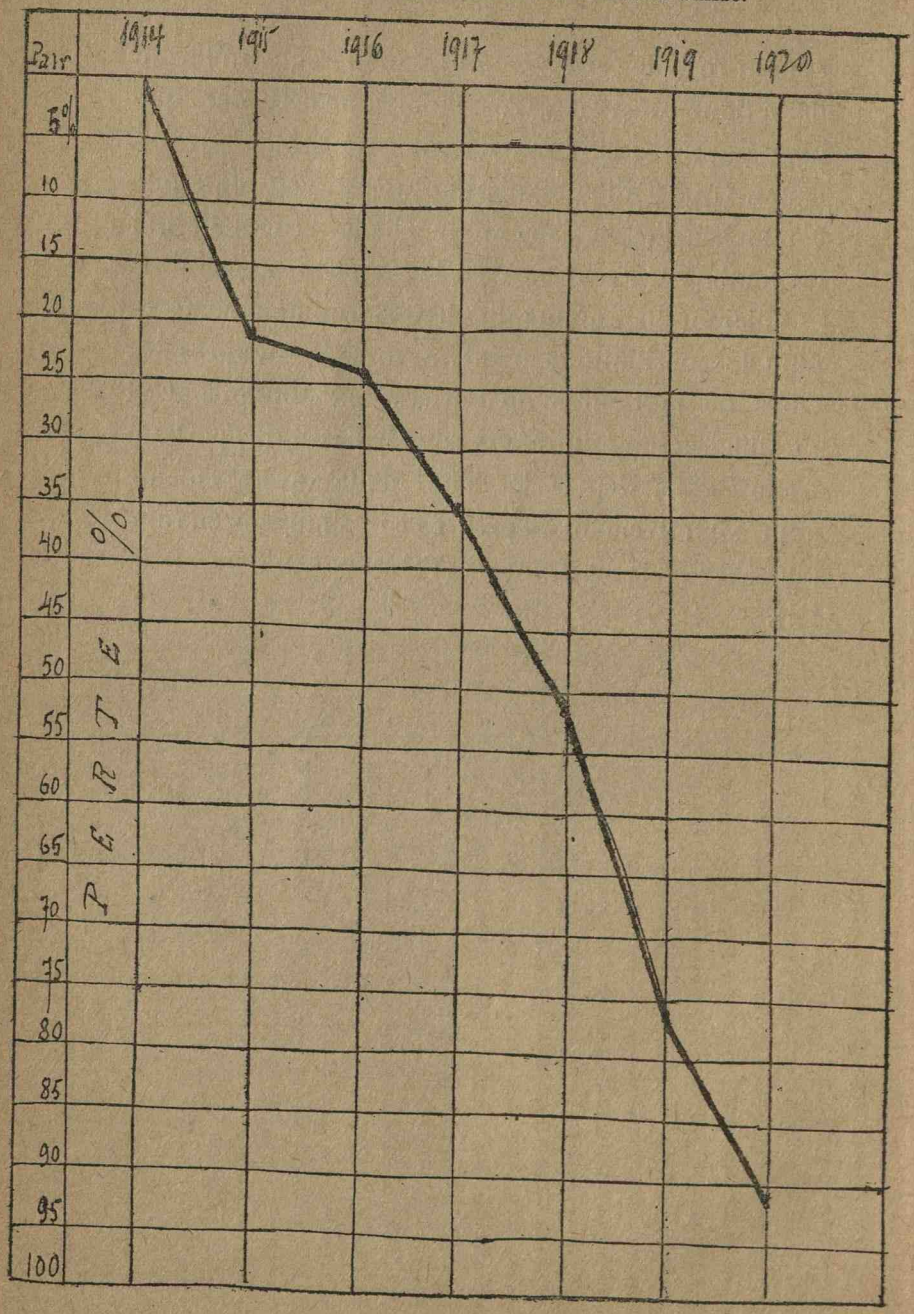
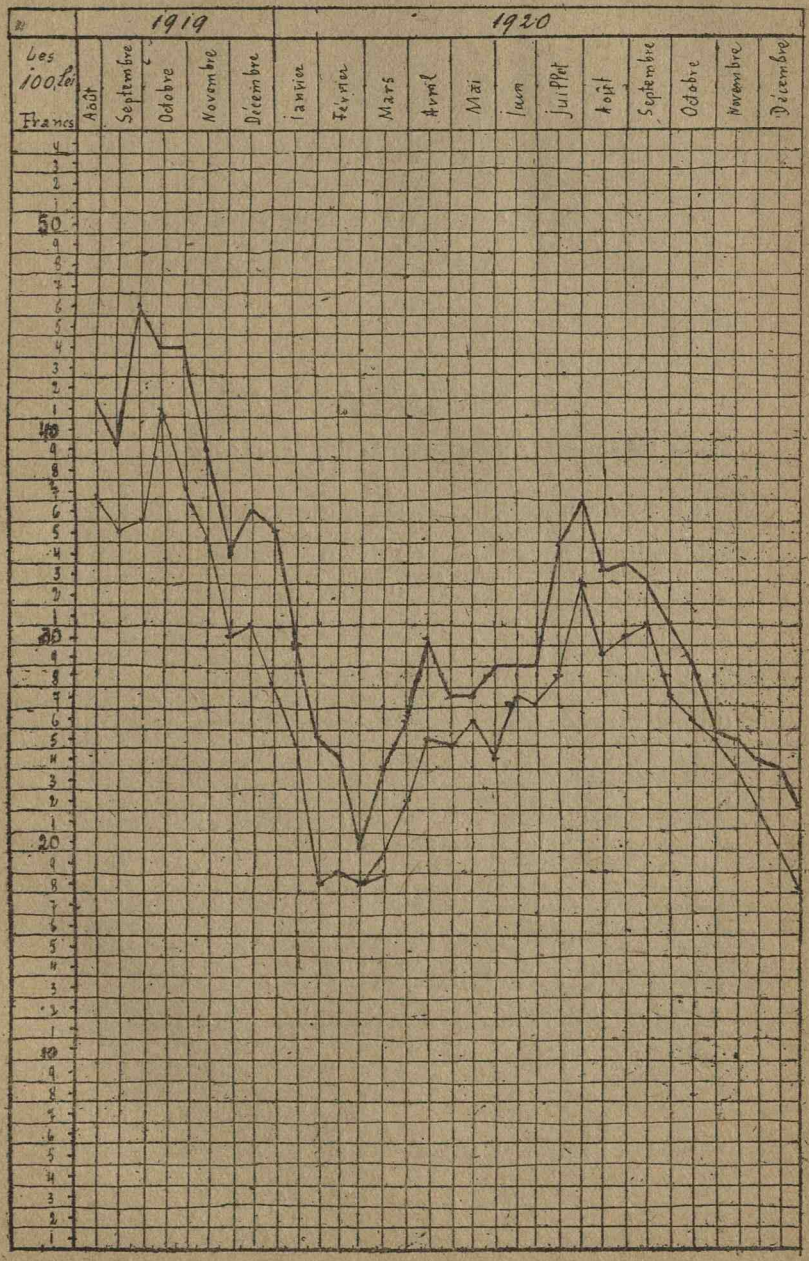


TABLEAU GRAPHIQUE III

Oscillations maxima du change roumain d'après les cotes de la Bourse de Paris.



CHAPITRE IV

LES CAUSES DE LA DÉPRÉCIATION DU CHANGE ROUMAIN

A. — LA CIRCULATION MONÉTAIRE

§ 1. — La théorie quantitative et la valeur de la monnaie

En examinant dans un chapitre précédent les considérations théoriques sur le problème du change, nous disions que dans certaines circonstances, la circulation monétaire constitu une facteur d'influence sur la valeur de la monnaie. Nous ajoutons pourtant qu'il est impossible de fixer un rapport mathématique entre ces deux facteurs. En effet, la théorie quantitative, d'après laquelle il existerait un rapport proportionel entre la quantité de la monnaie en circulation et sa valeur, a été complètement abandonnée. Surtout en ce qui concerne la monnaie métallique, la théorie quantitative a été infirmée.

L'augmentation de la production des mines aurait dû provoquer une baisse proportionnelle de la valeur des monnaies métalliques. Il est vrai qu'en regardant à travers l'histoire, cette théorie a l'apparence d'être

confirmée. La valeur de la monnaie a suivit un cours descendent. Le pouvoir d'acquisition de l'unité monétaire n'est plus aujourd'hui ce qu'il était il y a un siècle. Mais du point de vue de la théorie quantitative, cela n'est pas concluant. Car l'offre des métaux précieux n'influence pas sur la fixation des prix de la même manière que les autres marchandises. En ce qui concerne spécialement les marchandises de consommation, il est évident que les nouvelles productions sont indépendantes des anciennes qui ont été consommées en majeure partie. Par rapport à la demande, les nouvelles productions des marchandises de consommation sont plus étroitement liées. Ces productions constituent un stock unique qui influence immédiatement les prix. Tandis que, en ce qui concerne les métaux précieux, nous nous trouvons en présence de marchandises qui ne sont pas consommées. Car on ne peut pas dire que les pertes subies par l'usage par les naufrages, etc., constituent une consommation considérable. Les productions anciennes constituent dans ce cas un stock important, à côté duquel les nouvelles productions seront trop insignifiantes pour pouvoir influencer immédiatement les prix.

Par conséquent, si à travers les temps la quantité des métaux précieux continuellement accrue par accumulation, exerce une action de dévalorisation lente de ces métaux, nous ne pouvons pas affirmer aussi, que la production annuelle des métaux exerce

une action immédiate sur leur valeur et d'autant moins une action proportionnelle.

Quant à la monnaie fiduciaire les choses se passent de la même manière. La quantité déjà existante atténue les influences de nouvelles émissions.

Si pourtant la théorie quantitative avec la forme rigoureusement mathématique sous laquelle elle a été énoncée, a été infirmée par les faits, il n'est pas moins vrai que l'expérience nous montre que l'augmentation du stock des monnaies en circulation contient en germe une tendance à la dépréciation de ces monnaies. Cette tendance est beaucoup plus dangereuse dans le régime du papier-monnaie. Car l'accroissement de la quantité des monnaies métalliques dépend de la production des mines qui échappe à toute action du gouvernement, tandis que l'augmentation du stock de papier-monnaie est moins indépendante de cette action.

Dans presque tous les pays, le privilège d'émission de monnaie fiduciaire est concédé à des banques privées. Normalement les banques lancent les billets en circulation par les opérations d'escompte des effets de commerce et par des avances sur titres. Par ce procédé, d'une part les émissions se font pour un court laps de temps, généralement pour trois mois, après quoi les billets rentrent dans les caisses des banque et d'autre part elles répondent à des besoins réels de la circulation. Les opérations d'escompte et

d'avances sur titres représentent des opérations réelles d'échange. L'émission des billets par l'intermédiaire de ces opérations constitue le meilleur procédé d'adaptation de la quantité des monnaies en circuiation au besoin de l'échange. Tant que le stock de monnaie qui se trouve en circulation est strictement limité aux besoins du marché, sa valeur reste stationnaire. L'augmentation ou la diminution de la quantité de cette monnaie n'influera pas sur sa valeur, lorsqu'elle se fera parallèlement à l'augmentation où à la diminution des opérations d'échange. Mais lorsque l'augmentation se fera d'une manière factice, sans répondre aux besoins réels de la circulation, alors la valeur de la monnaie commencera à baisser.

Comment peut-on faire des émissions anormales ?

Par des emprunts consentis aux particuliers, insuffisamment contrôlés, mais surtout par des emprunts consentis à l'Etat. Ces emprunts ont un caractère dangereux du point de vue des émissions. En effet, généralement l'Etat emprunte lorsque les ressources budgétaires sont insuffisantes pour couvrir les dépenses. Et les ressources sont insuffisantes soit à une époque de perturbation économique quand le recouvrement des impôts ne peut pas être effectué ; soit à une époque de dépenses extraordinaires, en temps de guerre par exemple. Dans un cas, comme dans l'autre, nous nous trouvons en présence d'une situation anormale. Cette situation vicie la circula-

tion monétaire, d'une part parce que les émissions se font simultanément pour des quantités considérables et d'autre part parce que les billets ainsi émis resteront longtemps en circulation. L'Etat n'aura pas la possibilité de les retirer à bref délai.

Il est vrai que l'Etat à son tour lance le montant des emprunts obtenus chez les banques d'émission, soit par le paiement de ses fournisseurs, soit par le paiement des services demandés. Du point de vue de l'échange, ces opérations ne sont pas immédiatement productives.

Nous dirons ainsi que les emprunts accordés à l'état provoquent des émissions de papier-monnaie en grande quantité, qui ne répondent pas aux besoins de la circulation. Par ces émissions on crée une situation dite d'inflation monnétaire qui arcentue la tendance de dépréciation du papier-monnaie.

§ 2. — L'introduction du cours forcé

Quelle a été la situation en Roumanie ?

Premièrement nous constatons que dès le début de la guerre, la Roumanie abandonna son ancien régime monétaire d'or ou de billets de banque convertibles à vue en or. A la place de ce régime, on arriva petit à petit au régime du papier-monnaie qui dans la situation actuelle se trouve être un billet d'Etat.

Par quels moyens sommes-nous arrivés à ce régime ? A la suite des opérations commerciales très avantageuses que la Roumanie avait réalisées pendant la neutralité, le stock d'or de la Banque nationale s'était accru sensiblement. Ce stock garantissait l'émission des billets. Pourtant suivant l'exemple de tous les pays entrés en guerre, le gouvernement accorda à la Banque la suspension du paiement de ces billets en espèces. Le gouvernement prenait ainsi une excellente mesure de prévision. Il était nécessaire en effet de conserver le stock or qui devait constituer une réserve pour l'avenir. Dès ce moment la monnaie fiduciaire devint une monnaie de cours forcé. Sans doute ce caractère aurait dû être provisoire. Sur ce point la politique monétaire aurait dû être telle, qu'on puisse reprendre facilement la convertibilité des billets en espèces, au retour à la situation normale du temps de paix. Dans ce but les émissions de papier monnaie-auraient dû être très pondérées. Mais les besoins croissants de la guerre ont poussé à des mesures qui aggravèrent davantage la situation faite au billet de la Banque nationale. Les fonds dont l'Etat avait besoin ne pouvaient plus être obtenus, dans les limites des dispositions des statuts de la banque. En 1915, la circulation avait atteint 86, 83 o/o du droit d'émission. Le stock métallique restant stationnaire, le droit d'émission se voyait limité lui aussi.

Nous savons que d'après le statut de la Banque, la

couverture des billets devait être de 40 o/o et en cas exceptionnel seulement le gouvernement pouvait autoriser la diminution de cette couverture jusqu'à 33 o/o. Dans la composition du stock métallique il pouvait entrer aussi des traites sur certains marchés extérieurs jusqu'à concurrence de 30 o/o du stock. En 1915, le gouvernement accorda à la banque la possibilité d'abaisser la couverture métallique à 33 o/o et la banque fut obligée d'user immédiatement de cet élargissement de son droit d'émission. Ensuite, comme la réserve d'or effectif ne pouvait plus s'accroître, le gouvernement accorda aussi le droit de dépasser la côte de 30 o/o en traites et d'employer une plus grande quantité des traites que cet établissement possédait, dans son stock or. Bientôt la banque a dû satisfaire des besoins de fonds insoupçonnés. Elle épuisa toutes les possibilités d'émission. Pour pouvoir continuer, la banque fut autorisée à porter en compte dans le calcul de sa couverture une partie des bons de trésor or avec lesquels l'Etat garantissait ces emprunts.

A cela il faut ajouter qu'en 1917, étant donné la possibilité d'invasion de la Moldavie par l'ennemi. le gouvernement évacua avec d'autres valeurs, le stock d'or de la Banque Nationale pour le mettre en sûreté à Moscou. La révolution russe éclata quelque temps après et le trésor ne put être rapatrié. Il est vrai que le gouvernement obtenait la signature par

les représentants de l'Entente d'un protocole par lequel on nous garantissait ce trésor. Mais il n'est pas moins vrai que la banque ne possède pas en ce moment ce stock d'or à sa disposition.

D'après le dernier bilan de la Banque Nationale (1) nous nous trouvons en apparence devant une situation normale. Le stock métallique représente une couverture de 33,77 o/o. Mais en examinant la composition de ce stock, nous constatons qu'il y a 495.102. 686 lei or effectif, dont :

315.179.980 à Moscou
80.469.650 à la Reichsbank de Berlin
98.105.800 à la Banque d'Angleterre

et seulement 1.347.256 dans les caves de la banque.

Le dépôt à la Banque d'Angleterre est sûr : celui de Berlin nous est garanti par un texte du traité de Versailles et la Banque Nationale a déjà fait les démarches en vue de sa réalisation. Le reste du stock dont la valeur atteint 915,763.113 lei, c'est-à-dire 64.9 o/o consiste en traites et en bons du trésor. Nous signalons que les effets sur Londres, Paris, Bruxelles, Berlin etc., sont eux aussi loin de représenter de l'or. Quant aux bons du trésor or, ils représentent des titres de crédit sur l'Etat. Il est évident que le crédit de l'Etat roumain n'est pas ruiné, mais cela n'empêche pas que le billet de la banque soit garanti par

1. Publié dans le *Monitorul oficial*, du 5 février 1920.

ce titre de crédit et qu'il devienne à cause de cela un billet d'Etat. D'ailleurs lorsque nous examinerons le procédé par lequel l'Etat a retiré de la circulation monétaire les couronnes, les roubles des nouvelles provinces roumaines, ce caractère du billet de la Banque Nationale apparaîtra plus clairement.

En présence de cette réserve ainsi composée, il y a une circulation monétaire considérable. Voici dans quelle proportion s'est accrue la quantité des billets en circulation depuis le commencement de la guerre.

Années	Circulation	Stock métallique			Rapport
		Or	Traites et Bons	Total	o/o
1914	578.243.647	154.056.720	62.941.120	216.997.840	44,72
1915	762.250.210	220.969.615	80.980.160	301.949.775	39,61
1916	1.451.712.438	493.268.173	80.980.160	574.248.332	39,55
1917	1.961.322.376	493.732.744	196.257.780	689.990.524	35,18
1918	2.489.145.311	493.736.880	346.796.280	842.533.160	33,84
1919	4.215.031.872	495.102.686	915.763.113	1.410.865.799	33,47

§ 3. — L'inflation monétaire et la dépréciation de la monnaie sur le marché intérieur

Par quelles opérations ont été effectuées les nouvelles émissions ? Le commerce roumain ayant été enrayé, les opérations d'escompte diminuèrent considérablement. En échange les emprunts consentis à l'Etat se sont énormément accrus. Voici un tableau de ces accroissements, représentant les sommes

obtenues annuellement et la situation totale à la fin de chaque année :

Années		Total
1914	109.110.667	109.110.667
1915	195.912.545	305.023.212
1916	190.806.774	495.829 956
1917	556.089.474	1.051.919.431
1918	544.182.523	1.596.101.955
1919	2.196.663.144	3.792.765.100

Ce moyen d'augmentation des émissions a un caractère factice, qui ne répond pas aux besoins de la circulation et produit sur le marché une inflation monétaire. L'afluence de la monnaie ne tarde pas à manifester ses effets.

Le papier-monnaie commence à se déprécier. L'or fait prime. Deux phénomènes révèlent cette dépréciation.

Le premier phénomène c'est la disparition de la monnaie métallique, qui ne circule plus. Avant la guerre la circulation métallique était composée de :

Or	10.725.800 lei
Argent	70.181.005 —
Nikel	10.500.000 —
Total.	90.406.805 lei

Une fois le mouvement de dépréciation commencé, obéissant à la loi de Gresam, la monnaie métallique disparaît de la circulation. Personne ne consent plus à l'échanger contre du papier-monnaie, d'après la valeur nominale.

Le second phénomène c'est la hausse des prix. Sans doute il y a d'autres facteurs aussi qui provoquent une hausse des prix. La pénurie de marchandises à une époque aussi troublée, contribue à ce que les prix s'élèvent lorsque la demande est considérable. La production affaiblie, l'épuisement des anciens stocks, l'impossibilité d'importations amènent un déséquilibre entre l'offre et la demande. Mais le phénomène de la hausse des prix manifeste tout de suite un caractère général en s'étendant aux articles plus abondants comme à ceux plus rares. Tant qu'elle revêt un aspect aussi général, la hausse des prix est due aux causes qui concernent l'étalon commun de mesure des valeurs. Cet étalon, c'est la monnaie. Sa dépréciation eut pour conséquence la hausse des prix. Voici un tableau par lequel on peut voir dans quelles proportions ont augmenté les prix. Il nous a été impossible de nous procurer les données pour les années 1916, 1917, et 1918, les statistiques faisant défaut.

1 kilogramme en lei

Années	Pain	Viande	Lait	Fromage salé	Beurre fondu
1913	0.32	0.93$_5$	0.35	1.80	3.81
1914	0.32$_5$	0.90	0.35	1.85	3.33$_2$
1916	0.35	1.50	0.50	2	6
1919	3.17	7.09	2.02	13.06	27.51

Parmi les nombreux articles mentionnés par les statistiques nous avons choisis à dessein les articles

de première nécessité qui sont produits à l'intérieur pour examiner le phénomène de la hausse des prix provoqué par l'inflation monétaire. Nous avons écarté les articles d'importation justement pour ne pas faire intervenir d'autres facteurs dans la fixation des prix. En calculant *le nombre indice* des prix par la méthode de la moyenne arithmétique simple — car nous avons cru que les moyennes pondérées n'auraient pas une grande importance en ce qui concerne les articles de premières nécessités et compliqueraient nutilement les calculs — et en prenant pour base la moyenne des années 1910-1913, que nous désignons par 100, nous avons obtenu les résultats suivants que nous pouvons rapporter au *nombre indice* de la circulation monétaire :

Années	Nombre indice de la circulation	Nombre indice des prix
Moyenne 1910-1913	100	100
1914	147	107
1915	195	—
1916	370	150
1917	502	—
1918	634	—
1919	1.072	769

De quelle manière la dépréciation de la monnaie sur le marché intérieure provoquée par l'inflation monétaire, peut-elle influencer le cours du change ?

Nous avons signalé dans l'examen théorique de la

question, que dans les pays où l'or ne circule pas, les traites seront payées en monnaie nationale. Que cette monnaie soit la monnaie d'argent ou le papier-monnaie, le rapport qui existe entre la valeur de l'or et la valeur de ces dernières monnaies est le rapport qui fixe aussi le cours du change. Lorsque l'or fait prime sur le marché intérieur, la lettre de change qui vaut l'or fera prime aussi. Car si les choses ne se passaient pas ainsi, il serait très aisé pour les personnes intéressées de transformer la lettre de change en or effectif d'envoyer ensuite cet or effectif sur le marché à monnaie dépréciée où on doit faire le paiement et avec cet or, étant donné la prime, d'acquérir un plus grand nombre d'unités de cette monnaie dépréciée. Le pouvoir d'acquisition du papier-monnaie est plus faible que celui de l'or. Avec 100 unités en or on peut acheter un objet qu'il faudrait payer en monnaie dépréciée 150 unités par exemple. Par conséquent une lettre de change de 100 unités envoyée dans un pays à monnaie dépréciée aura un pouvoir d'achat égal à 150 unités de cette monnaie. Le cours de cette lettre exprimé en monnaie dépréciée sera 150 au moins (1).

1. Théorie défendue par le Suédois Cassel dans l'*Economic journal*.

§4. — **La multiplicité des signes monétaires**

L'inflation monétaire a été agravée en Roumanie par deux autres circonstances.

a) Dans le territoire occupé pendant deux ans par les armées ennemies, les autorités occupantes ont émis une nouvelle monnaie. Le paiement des services dans l'administration publique,le paiement des réquisitions, etc., exigeaient des sommes considérables, qui, fournies en monnaie des Empires centraux, en marks ou en couronnes auraient provoqué une dépréciation de leurs changes. Pour éviter cet inconvénient, les occupants ont créé un nouveau billet, par l'intermédiaire d'une banque de Bucarest, *la Banque Générale*, commanditée d'ailleurs par la finance allemande et qui s'est prêtée à cette opération. L'émission a été faite pour le compte de la Banque Nationale de Roumanie et sur la base d'un dépôt que cette banque possédait à la *Deutsche-Bank* de Berlin. Le billet a été intitulé *leu* mais il était différent du leu de la Banque Nationale tant par le dessin que par le papier dont il était fabriqué. D'autre part, cette monnaie était fabriquée dans de mauvaises conditions, sans filigrane, de sorte qu'elle était facile à imiter.

La Banque Nationale a protesté contre l'usurpation de son droit exclusif d'émettre de la monnaie

fiduciaire sur le territoire roumain, même si ce territoire était temporairement occupé. Cette usurpation était contre le droit des gens. Le billet de la Banque Générale, à cause de la longue occupation a pénétré pourtant dans la circulation, remplaçant l'ancien leu qui était thésaurisé dans le territoire occupé. Dans les premiers moments les Allemands ont usé avec beaucoup de précaution de cette émission qu'ils effectuaient dans les limites strictes des nécessités, craignant une hausse des prix. Après la signature du traité de Bucarest, les monnaies créées par eux étant passées aux charges de l'Etat roumain et les Allemands gardant les machines lithographiques, ils ont fabriqué une quantité considérable de ces billets. Par suite des circonstances politiques cette monnaie circula au pair de l'ancien leu.

A la fin de l'occupation nous nous trouvâmes ainsi en présence d'une circulation augmentée par la monnaie créée par les Allemands. On a estampillé les billets de la Banque Générale pour limiter leur quantité. Mais l'opération n'a pas donné les résultats espérés étant effectuée dans de mauvaises conditions, l'estampille pouvant être contrefaite. Les Allemands ont continué à fabriquer des billets qu'ils introduisaient par contrebande dans le pays. Il y avait ainsi un robinet continuellement ouvert, qui augmentait la circulation monétaire d'une manière abusive.

b) La seconde cause d'augmentation de l'inflation monétaire est la suivante.

En Bessarabie, province qui faisait partie de l'Empire russe et qui s'était rattachée à la Roumanie, circulait la monnaie russe : le rouble Rommanoff, le rouble Lwoff, Kerensky, etc. Cette monnaie n'a pas été retirée immédiatement et elle a continué à servir comme moyen d'échange dans le territoire d'au delà du Prouth.

En Transylvanie et en Bukovine, provinces qui faisaient partie de l'Autriche Hongrie et qui se sont rattachées aussi à la Roumanie, circulait naturellement la couronne. Cette monnaie non plus n'a pas été retirée et elle a continué aussi à servir comme moyen d'échange dans les territoires d'au delà des Carpathes.

La circulation monétaire en Roumanie est devenue plus malsaine par l'existence de plusieurs monnaies de cours libératoire. Il y a trois considérations à l'appui de cette opinion.

Premièrement, la circulation de plusieurs monnaies de cours libératoire sur le territoire d'un pays, constitue par elle-même un facteur de perturbation économique. L'absence d'un étalon commun de mesure de valeurs, provoque une différenciation des prix. Les différentes monnaies n'ayant pas un pouvoir d'achat égal, les prix des marchandises dépendront de la monnaie dans laquelle elles seront

payées. Le dédoublement des prix constitué un élément d'insécurité dans les opérations commerciales. Cette insécurité stimule les spéculations qui agravent d'avantage les perturbations économiques.

En second lieu le régime sous lequel se trouve la Roumanie échappe à tout contrôle. Excepté *le leu*, toutes les autres monnaies, le leu de la Banque Générale, le rouble, la couronne sont des monnaies fabriquées abusivement à l'étranger. Par des contrebandes qu'on ne peut empêcher malgré toute la vigilance administrative, des quantités considérables de ces monnaies sont introduites continuellement dans le pays. On pourrait objecter que l'entrée du rouble et de la couronne dans la circulation monétaire de la Roumanie ne constitue pas par elle-même une inflation monétaire, car ces nouvelles monnaies sont destinées à servir les besoins accrus par l'agrandissement du territoire même sur lequel on effectue les opérations. La couronne et le rouble sont employés dans les opérations d'échange en Transylvanie et en Bessarabie. En réalité c'est la possibilité d'accroître d'une manière abusive, sans aucun freins, la quantité de ces monnaies qui accentue l'inflation.

Enfin, troisièmement, le rouble et la couronne sont des monnaies dépréciées. Elles sont les monnaies nationales des pays effondrés. La chute de l'Autriche-Hongrie et son démembrement, le chaos révolutionnaire de la Russie ont amené la ruine économique

et financière complète de ces pays. Cette ruine a été suivie d'une dépréciation fantastique des monnaies nationales. Les territoires annexés à la Roumanie après la guerre nous sont venus évidemment avec ces monnaies dépréciées. Dans la mesure où elles étaient employées dans la circulation de ces territoires, ces monnaies devenaient aussi en quelque sorte des monnaies roumaines. Tôt ou tard elles devront être remplacées par le leu, l'ancienne monnaie nationale. Etant donnée cette perspective, la couronne et le rouble étaient une charge de plus qui pesait sur le leu. Elles ont commencé à entraîner le leu aussi dans le mouvement de dépréciation.

En résumé nous dirons que la circulation monétaire en Roumanie avait un caractère malsain. Elle a sensiblement contribué à la dépréciation du change roumain.

B .— LA BALANCE DES PAIEMENTS

§ 1. — Le déséquilibre de la balance des paiements

Le change est le moyen de paiement des engagements d'un pays vis-à-vis d'un autre. Le papier qui constate ces engagements est une marchandise comme toute autre marchandise. Si la valeur de la monnaie dans laquelle s'expriment en dernière analyse les lettres de change a une influence sur la fixation de leur taux, il n'est pas douteux que le rapport

qui existe entre l'offre et la demande de cette marchandise ajoute aussi son influence. La circulation monétaire ayant déterminé un rapport entre le papier-monnaie et l'or, la balance des comptes vient imprimer à son tour au change ses propres variations. Une augmentation des dettes envers les pays étrangers poussera le cours du change vers la baisse en partant du point où la circulation monétaire avait laissé la valeur de la monnaie. Par contre une amélioration survenue dans la balance des paiements poussera le change à la hausse en partant du même point de base. Dans le régime du papier-monnaie le taux du change est obtenu par l'influence combinée des deux facteurs que nous avons signalés.

En examinant la balance des paiements de la Roumanie en ce moment nous verrons qu'elle nous est largement défavorable. Elle agravera davantage la situation créée par la circulation monétaire malsaine que nous avons déjà exposée.

Pendant la guerre, à cause de l'interruption des communications, les relations commerciales avec l'étranger, n'existaient presque plus. Il n'y avait que les fournitures militaires achetées par le gouvernement à l'étranger qui arrivaient assez difficilement d'ailleurs. Pour le paiement de ces fournitures le gouvernement avait obtenu des crédits sur les marchés étrangers. Ces crédits étaient garantis par des bons du trésor émis d'après la parité des monnaies dans

lesquelles ils étaient obtenus. Nous croyons que ce moyen de paiement n'a pas pu exercer une influence, du moins immédiate, sur le change. Il équivalait à un emprunt.

Du point de vu qui nous intéresse, ces emprunts extérieurs ont deux caractères. Au commencement lorsque l'emprunt vient d'être contracté, le pays qui l'a accordé se constitue débiteur du montant de l'emprunt jusqu'au dernier versement. De cette manière l'emprunt équivaut, pour le pays qui l'a obtenu, à une exportation, à savoir l'exportation des titres de rente ou des bons du Trésor, qui sont eux aussi une marchandise. Elle fait pencher la balance des comptes en faveur du pays emprunteur. Une fois le capital totalement versé, la situation devient inverse. Le pays qui l'a obtenu devient débiteur de l'étranger pour les intérêts annuels d'abord et plus tard pour le paiement du capital même à l'expiration du délai convenu. Nous remarquerons pourtant que des deux effets produits par le fait de contracter un emprunt extérieur, le premier qui rend la balance favorable est beaucoup plus important, car il se dessine immédiatement et le montant de l'emprunt le rend plus appréciable. L'agravation de la balance des comptes par la nécessité de payer les intérêts annuels sera atténuée par le montant réduit de ces intérêts. Quant au paiement du capital même il sera différé par le terme de l'emprunt ou bien il sera réduit aux annui-

tés. Voilà pour quels motifs nous croyons que le moyen employé pour effectuer le paiement des fournitures militaires n'a pas pu exercer une influence défavorable immédiate sur le cours du change.

Après la conclusion de l'armistice, les communications avec l'étranger étant reprises, on commence l'importation de marchandises sur une grande échelle.

La situation dans laquelle se trouvait la Roumanie à la fin de la guerre était des plus difficiles. L'occupation des deux tiers du pays, avec le système des réquisitions pratiqué par les Allemands ; les dévastations commises par les armées russes pendant leur retraite, dans la province libre, avaient épuisé totalement le marché roumain. Nous n'insisterons pas sur le matériel dont avaient besion les industries pour leur reconstruction, matériel qui était un objet d'importation. Il y manquait en effet les machines nécessaires à l'industrie du pétrole, les machines agricoles, le matériel nécessaire à la reconstruction des chemins de fer. Mais il y avait aussi une grande disette de denrées alimentaires. Le blé pour la fabrication du pain n'était plus suffisant dans un pays éminemment agricole.

Dans ces conditions on commence en 1919 un grand mouvement d'importations qui devait diminuer la pénurie de marchandises, dont souffrait tellement le pays. D'après la statistique de l'année 1919

la seule pour laquelle on possède jusqu'à présent des données définitives, la situation de la balance commerciale était la suivante :

Importations	393.367	tonnes
Exportations	108.508	—
Total.	501.875	tonnes

Importations.	3.593.279.661	lei
Exportations.	103.773.853	—
Total.	3.697.053.514	lei

Ce fantastique déséquilibre de la balance commerciale a été agravé encore du fait que les importations en grande partie ont eu un caractère malsain. Si elles avaient porté surtout sur le matériel nécessaire à la reconstruction économique du pays, leur excédent aurait été compensé en partie par la perspective d'un accroissement de la production nationale et par conséquent par une prochaine reprises des exportations. Malheureusement à côté des denrées alimentaires on avait introduit largement des articles de luxe. Ils offraient aux négociants une possibilité de gain facile à une époque d'abondance de numéraire sur le marché et de perturbation économique et sociale. Quant aux exportations, il est vrai que leur mouvement allait en grandissant, sans toutefois pouvoir naturellement équilibrer la balance commerciale. Voici comment se sont développées les

exportations des céréales et du pétrole, les principaux articles de notre commerce extérieur (1).

	Tonnes	Lei
Janvier-juillet 1919. .	6.756	5.983.371
Juillet-décembre 1919.	101.752	98.790.482
Janvier-juillet 1920. .	183.531	193.572.070

Pour comparer ces données avec celles du temps normal, il faut envisager seulement le tonnage, car les valeurs sont données par la pratique des prix incomparablement plus élevés. Du point de vue du tonnage les exportations de l'année 1919 représentent 2,37 o/o des exportations de l'année normale 1913!

§ 2. — L'affaiblissement de la production nationale et la désorganisation des transports

Quelles sont les causes d'une désorganisation aussi profonde du commerce des exportations ?

On attribue cette désorganisation à l'affaiblissement de la production nationale et à la désorganisation des transports. Nous savons que les principaux éléments du commerce d'exportation en Roumanie sont les céréales et le pétrole. En ce qui concerne d'abord les céréales, tant les surfaces cultivées que les productions sont allées en décroissant

1. Nous devons les données relatives au commerce extérieur de la Roumanie à l'amabilité de M. Demetresco, directeur de la Statisque commerciale de Bucarest.

au cours de la guerre. En 1917 on ne pouvait compter que sur les cultures de la Moldavie restée libre. Voici un tableau statistique pour les céréales:

Années	Hectares	Hectolitres
Moyenne 1910-1914	5.104.101	88.113.813
1915	5.073.025	83.244.082
1917	902.659	10.887.698
1918	3.979.238	12.799.120
1919	3.735.341	57.843.631
1920	3.759.580	56.328.421

En 1918 nous avons eu une récolte exceptionnellement faible. La production moyenne à l'hectare du blé par exemple, qui en temps normal est de *11,4* quintaux métriques, a été en 1918 de *3,1* quintaux métriques ! Les Allemands ont réquisitionné une grande partie de cette récolte assez faible, de sorte que la consommation intérieure n'a pas été satisfaite. La Roumanie qui n'achetait jamais de céréales a été obligée d'importer dans le premier semestre de 1919 une quantité de 182.000 tonnes à l'étranger pour une valeur de 272 millions. En 1919 nous avons eu une meilleure récolte. Les surfaces cultivées sont restées inférieures à celles du temp normal, pourtant la production assurait la consommation intérieure, en laissant aussi une quantité disponible pour l'exportation. Malheureusement en 1919, en automne, le temps excessivement pluvieux a été défavorable

aux ensemencements en blé qui n'ont pu atteindre que 838.536 hectares, la moyenne normale de cette culture étant de 1.931.527 hectares. Cette impossibilité de faire les ensemencements avait éloigné la perspective des exportations, le disponible de la récolte passée devant couvrir le déficit probable de l'année 1920.

A l'exception des éléments climatériques qui ont influé en un sens défavorable la production agricole du pays, il y a encore les conditions difficiles dans lesquelles s'effectuaient alors les exploitations. Le manque de main-d'œuvre, de bétail, de machines agricoles se faisait cruellement sentir à la suite de la guerre.

En même temps on commençait la réalisation de la plus grande réforme qu'on avait jamais tentée en Roumanie, la réforme agraire. La répartition de la propriété rurale était défectueuse en Roumanie. Un nombre restreint de personnes possédait plus de la moitié de la terre cultivable du pays et la grande masse de la population rurale ne possédait pas la terre suffisante à son existence. Cette situation était très dangereuse du point de vue social. Les fréquents soulèvement des paysans qui avaient abouti à l'insurrection sanglante de 1907 avait suffisamment mis en évidence le danger de cette situation. On avait entrepris alors un nivellement de la répartition des propriétés rurales par la voie de l'expropriation des

grands propriétaires et la vente des terres dont ils avaient besoin, aux paysans cultivateurs.

Nous n'apprécierons pas ici l'importance que cette réforme aura dans l'avenir du point de vue social. Nous signalons seulement que dans les circonstances dans lesquelles elle a été entreprise et dans les conditions dans lesquelles on a commencé son application, cette réforme a influé en un sens défavorable sur la production agricole du pays. Voici en effet les données officielles :

On a exproprié.	2.187.814	hectares
Cultivés par les payans.	1.575.511	—
Affermés aux propriétaires expropriés.	265.645	—
Non cultivés.	346.658	—
Total. . .	2.187.814	hectares

A part la grande surface non cultivée à cause de l'expropriation nous rappelons que même les 1 million 1/2 d'hectares passés dans les exploitations paysannes enregistre des diminutions dans la production, car il est reconnu que, de la manière dont se font actuellement ces exploitations, le rendement par hectare est de quelques unités plus petit que chez les grands cultivateurs.

En ce qui concerne le second élément du commerce d'exportation, le pétrole, sa production aussi a été diminuée considérablement au cours de la guerre. Voici un tableau statistique :

Années	Production	Exportation
	Tonnes	
1913	1.848.041	1.056.197
1914	1.783.947	639 964
1915	1.643.145	741.488
1916	1.250.000	—
1919	884.352	34.540

La plus grande partie des régions pétrolifères, des installations, des fabriques, etc., se trouve en Valachie, c'est-à-dire dans le territoire envahi par les Allemands. Devant la perspective de cette invasion, en 1916, en automne, pour ne pas laisser aux mains des ennemis cette richesse tellement précieuse pour la conduite de la guerre, le gouvernement, suivant aussi les injonctions des Alliés, avait chargé une commission composée de spécialistes roumains et anglais de la destruction des dépôts de pétrole, des sondages et de toutes les instillations auxillaires. Il est vrai que les Allemands ont réussi à reprendre l'exploitation du pétrole, soit par le défoncement des sondages avariés par la dite commission, soit par de nouveaux forages. Karl Mann dans son ouvrage (1) prétend qu'au 1er avril 1917 la production avait atteint 147 wagons par jour et qu'au 30 avril 1918 elle était de 358 wagons, soit 78 o/o de la production en 1915. En tout cas les circonstances que l'industrie du pétrole a dû traverser, ont rendu très difficile son

1. Karl Mann, *Gospodària de ràsboi in Romània*. Bucaresti, 1918.

activité. L'impossibilité de se procurer des machines, la réduction des heures de travail, les agitations ouvrières et les grèves si fréquentes à cette époque troublée a influé défavorablement sur la marche de cette industrie. Enfin la plus grande partie des entreprises étant commanditées par la finance allemande (la société *Europeische-Petroleum Union*) ont été mise sous séquestre, ce qui a enrayé leur activité.

Après l'affaiblissement de la production nationale, c'est la désorganisation des transports qui a entravé le commerce d'exportation.

Dans tous les pays européens la guerre a été suivie d'une crise des transports. Cette crise était due à l'usage du matériel roulant et à la diminution des fabrications. En Roumanie la crise, et nous envisageons particulièrement les chemins de fer, a atteint de très grandes proportions. Le matériel de chemin de fer que nous possédions, surtout les locomotives, sont dans l'impossibilité de fonctionner. Par l'emploi excessif au cours de la guerre et l'impossibilité de les réparer, elles ont été mises hors d'usage. Les Allemands et les Russes dans leur retraite ont détruit eux aussi, une grande partie du matériel. A cela il faut ajouter le manque de combustible et les grèves qui nulle part ont été plus fréquentes que dans le personnel du chemin de fer et parmi les ouvriers de leurs ateliers.

§ 3. — **L'accroissement de nos dettes...**

Dans la situation actuelle la balance des payements de la Roumanie et devenue défavorable non seulement par la diminution des exportations et de leur déficit par rapport aux importations.

Il y a d'autres facteurs aussi qui aggravent ce déséquilibre. Car tandis que du point de vue des créances sur l'étranger nous ne pouvions compter que sur les exportations de marchandises, du point de vue des dettes il y a encore d'autres éléments, à côté des importations.

D'abord il faut parler de la dette publique de l'Etat. Nous verrons dans un chapitre suivant, lorsque nous nous occuperons des finances du pays, que la Roumanie a emprunté au cours de la guerre et depuis l'armistice environ 3 milliards à l'étranger. Cette dette a été contractée en bons du trésor pour des délais variant de trois à cinq ans. Le payement de ces bons du trésor a pu être déféré jusqu'à présent, car on espérait obtenir un grand emprunt extérieur en rente amortissable pour leur consolidation. De même on a pu obtenir un ajournement pour le payement d'une partie des coupons de cette dette qui s'élevaient à environ 136 millions lei or par an, ce qui d'après le cours actuel signifie un milliard lei papier-monnaie. Cependant une par-

tie de ces coupons a dû être payée et le montant de ce payement a accentué le déséquilibre de la balance des comptes.

Enfin il faut ajouter qu'au cours de la guerre beaucoup de Roumains appartenant surtout aux classes aisées se sont réfugiés à l'étranger, lors de l'invasion, particulièrement en France. Après la reprise des communications ce courant s'est accentué. Une vraie épidémie poussait les Roumains à l'étranger. Des négociants, des nouveaux riches, des étudiants, etc., prolongeaient longtemps leur séjour à l'étranger en faisant des dépenses considérables. Ils apportaient sur le marché de grandes quantités de lei pour le change, ce qui contribuait à la baisse du cours. Il nous est impossible de donner une statistique de ces dépenses, mais à en juger d'après le nombre des passeports délivrés par les autorités administratives, ces dépenses ont dû être considérables.

C. — LE CRÉDIT DE L'ÉTAT

§1. — L'administration des finances de l'Etat

Dans le régime du papier-monnaie nous avons déjà vu que la monnaie devient un titre de crédit sur l'Etat. Dans de telles circonstances elle vaudra ce que le crédit de l'Etat vaudra. Le facteur psychologique de confiance ou de méfiance joue un rôle important dans l'action de valorisation de la monnaie. En effet

une créance aura non pas tant sa valeur nominale, que la possibilité du débiteur de réaliser ses engagements. Implicitement cette influence du facteur psychologique s'étendra aux lettres de change. Le possesseur d'une lettre de change cèdera ce papier non pas d'après la valeur nominale, mais d'après l'élément subjectif de confiance dans la possibilité de payement du pays débiteur. Lorsqu'un pays a son crédit affaibli, l'acheteur d'une lettre de change sur ce pays fera une réduction de prix de nature à couvrir son risque.

De quelle manière le crédit de l'Etat roumain a-t-il influencé sur le cours du change ? Et d'abord quels sont les éléments qui forment le crédit de l'Etat ? Il y en a deux : l'Administration des Finances publiques et la situation politique du pays. Nous allons les examiner séparément.

La Roumanie était avant la guerre un pays à finances solides. Sans doute l'organisation de ces impôts présentait certains inconvénients. Reposant surtout sur les impôts indirects, elle comprenait un élément d'incertitude dans ces ressources. Mais cette imperfection avait été anihilée à une époque de prospérité économique, par les constants excédents budgétaires. Le budget du pays avait passés au cours des dernières dix années de *252.475.436* lei en 1906-1907 à *645.719.300* lei pour l'exercice 1916-1917. Toutes les années s'étaient soldées par des excé-

dents dont le montant pour cette époque a été de *600 millions*. Il est à remarquer en même temps que les impôts en Roumanie étaient encore loin d'avoir atteint leur maximum. Ils étaient en effet des moins lourds. Par tête d'habitant ils représentaient *37 lei 33* (1) tandis que dans les autres pays ils étaient plus grands : 94 lei 40 en Angleterre, 90 l.52 en France, 64 lei 50 en Hongrie, 47 lei 50 en Allemagne, etc.

Le budget qui commençait le 1er avril 1916 prévoie 645.719.300 lei aux ressources. Ce budget n'a été appliqué que pendant quelques mois, la guerre étant déclarée au mois d'août.

Nous savons qu'un des plus grands problèmes qui surgit dans tous les pays entrés en guerre a été le problème financier. Les dépenses nécessaires pour la conduite de la guerre dépassaient toutes les prévisions du temps de paix. D'après Seligman elles auraient atteint 1.075 milliards de francs or. Cela représente des sommes auxquelles nous n'étions pas habitués avant. Comment est-ce qu'on a pu se procurer ces fonds ? Il n'y avait que deux moyens : l'impôt et l'emprunt. Tous les pays y ont recours largement. Quelle a été la politique financière de la Roumanie ? Malheureusement la manière dont s'est déroulée la guerre pour nous ne nous permettait pas

1. N. Xenopol, ancien ministre, *loc. cit.*, page 88.

de choisir cette politique. Sans doute nous aurions pu obtenir une large partie des ressources par l'accroissement des impôts qui étaient si légers. Mais cette politique était-elle réalisable quand les deux tiers du pays étaient envahis quelques mois après la déclaration de la guerre et que dans la province restée libre toute activité économique était paralysée? Non seulement il n'a pas été possible d'augmenter les impôts, ou bien d'en établir de nouveaux, mais nous n'avons pas pu recouvrir les prévisions normales. Voici le tableau statistique des recettes et des dépenses au cours de la guerre (1) :

Années	Recettes	Dépenses	Déficit
1911/17	379.000.000.000	1.029.000.000	650.000.000
1917/18	187.000.000.000	787.000.000	600.000.000
1918/19	469.000 000.000	1.646.000.000	1.177.000.000
1919/20	1.140.000.000.000	4.127 000.000	2.987.000.000
Total..	2.175.000 000.000	7.589.000.000	5.414.000.000

Ce déficit a été couvert par des emprunts. Il est évident que cette situation financière était difficile. Elle ne pouvait qu'affaiblir le crédit de l'Etat. D'autre part les gouvernements qui se sont succédés au pouvoir n'ont jamais présenté depuis 1916, au Parlement une situation des finances du pays. Théoriquement on continuait avec le budget de 1916-1917 dont l'application était prorogée. Mais ce budget ne cor-

1. *Moniteur officiel* du 28 août 1920, page 1103.

respondait plus au réalités. Le recouvrement des impôts continuait à être effectué dans la mesure du possible d'après les anciens chapitres. Mais les dépenses ne répondaient plus aux anciennes prévisions. Le fait de n'avoir jamais présenté une situation officielle et publique des finances du pays est une des plus lourdes fautes politiques commises par la Roumanie durant la guerre. Cette faute a eu pour conséquence l'absence de tout contrôle. D'ailleurs on a assisté à un abus scandaleux, et a un gaspillage répréhensible des fonds publics. Tout cela a affaibli le crédit de l'Etat. Il n'y a qu'en 1920 qu'on a présenté au Parlement un projet de budget.

Nous avons dit plus haut que les déficits budgétaires ont été couverts par des emprunts. Au 1er avril 1916 la dette publique de la Roumanie s'élevait à *1.686.004.325* lei, avec une annuité de 112.230.977 l. Au 1er avril 1920 la dette dépassait *11 milliards* avec une annuité de 400 millions. Voici un tableau statistique :

	Capital emprunté	Annuités
	—	—
Dette consolidée.....	3.986.008.329	227.230.977
Dette flottante.....	7.162.400 000	177.033.469
Total.....	11.148.408.329	404.234.446

Une partie de cette dette publique a été contractée sur le marché intérieur :

Dette consolidée	Capital emprunté	Annuités
Emprunt national 5 o/o 1916.	400.000.000	20.000.000
Emprunt de l'union 5 o/o 1919.	900.000.000	45.000.000
Emp. de la reconstr. 5 o/o 1920.	1.000.000.000	50.000.000
Total de la dette consolidée.	2.300.000.000	115.000.000

Dette flottante	Capital emprunté	Annuités
Banque Nat. bons du tr.	1.600.000.000	16.000.000
Banq. Nat. sans intérêts.	1.500.000.000	—
Banq. Nat. 0.50 o/o....	1.000.000.000	5.000.000
Bons du trésor à l'int..	400.000.000	20.000.000
Total de la dette flottante	4.500.000.000	41.000.000
Total de la dette intér.	6.800.000.000	156.000.000

En 1916 il y avait sur le marché monétaire roumain des capitaux disponibles résultant des opérations commerciales avantageuses réalisées pendant la neutralité. Pour la première fois on essaya de réaliser à l'intérieur un plus large emprunt public. Auparavant la rente roumaine était placée surtout à l'étranger. Cet emprunt réussit pleinement et fut convert trois fois. En 1919 on a contracté un second emprunt intérieur du même type 5 o/o au cours de 84 qui a donné nominalement 900 millions. Enfin en 1920 on essaya un troisième qui donna seulement 1 milliard. A en juger suivant les circonstances dans lesquelles se présentait ce nouvel emprunt, avec la grande affluence de numéraire et la participation des nou-

1. *Moniteur officiel* du 28 août 1920, page 1103.

velles provinces aux souscriptions, on peut dire qu'il n'a pas réussi. Nous remarquerons que si tous les emprunts amortissables avaient été destinés à la consolidation de la dette flottante contractée envers la Banque Nationale d'émission, on aurait largement contribué à l'assainissement de la circulation monétaire. Malheureusement on empruntait pour couvrir le déficit budgétaire.

En ce qui concerne la dette extérieure, elle a été contractée seulement en bons du trésor. En voici le tableau statistique :

Bons du trésor or	Capital emprunté	Annuités
	—	—
6 o/o en Italie	10.012.500	600.750
5 o/o en Angleterre	1.300.000.000	65.000.000
Dollars, livres st. pour le ravitaillement.	1.300.000.000	65.000.000
Idem pour les locomotives	17.387.500	2.432.719
Emprunt à la Banque Franco-Argentine. . . .	25.000.000	2.500.000
Emprunt accordé par le gouvernement français .	10.000.000	500.000
Total de la dette étrangère	2.662.400.000	136.033.469

Ces emprunts ont été destinés aux paiements des fournitures militaires achetés au cours de la guerre et des denrées de ravitaillement. Une commission spéciale avait été installée à Paris après l'armistice, avec la mission de ravitailler le pays. Cette commission a dépensé 1. 300 millions lei en bons du trésor or.

Nous mentionnons que les opérations de cette commission insuffisamment controlées ont porté sur beaucoup d'objets de luxe. La dette extérieure est exprimée naturellement en lei or, ce qui fait que d'après le cours actuel du change elle est quatre ou cinq fois plus grande en lei papier-monnaie.

Pour compléter le tableau de notre situation financière, il faut ajouter encore un caractère. Il est évident que notre dette publique telle qu'on la coustate dans le projet de budget pour l'exercice de 1920-1921 ne comprend pas toute les charges que la Roumanie supportera après cette guerre. Il y a encore d'autres éléments moins certains. D'abord le budget n'est pas équilibré, ce qui forcera à contracter de nouvelles dettes. Ensuite, pour l'opération de l'unification monétaire l'Etat a déjà contracté un emprunt à la Banque d'émission qui n'est pas compris dans le tableau donné plus haut. Son montant dépend de la quantité de couronnes, roubles etc., trouvée dans la circulation. Il atteindra probablement 8 milliards. En dernier lieu nous rappelons que d'après les traités de paix et les accords internationaux conclus, les nouvelles provinces roumaines, la Transylvanie, la Bukovine, la Bessarabie supporteront une partie afférente des dettes publiques des Etats dont ces provinces faisaient partie avant. Il est impossible à l'heure présente de donner exactement le chiffre de ces dettes. D'après les calculs approximatifs elles s'élèveront

probablement à 10 milliards environ. Somme toute, la dette publique de l'Etat roumain s'élèvera à *30 milliards* environ avec une annuité de 1. 500 millions.

§ 2 — La situation politique

La situation trouble dans laquelle se trouvaient les finances du pays et qui contribuait à l'affaiblissement du crédit de l'Etat roumain, était accentuée encore par la situation politique du pays.

Nous ne nous attarderont pas sur la situation au cours même de la guerre. Sans doute l'occupation des deux tiers du territoire national par les armées ennemies, l'intention qu'avaient les Puissances centrales de démembrer la Roumanie, une fois ce pays vaincu, l'éclatement de la révolution russe avec le caractère qu'elle prit bientôt, toutes ces circonstances contribuaient à ce que la situation de notre pays situé dans une partie si troublée de l'Europe et à un moment où de grands Etats pouvaient s'écrouler, devienne tout à fait incertaine. La confiance des étrangers dans l'avenir même du pays pouvait très bien être ébranlée. Mais au moins pendant ce temps-là, les chances de la victoire des Alliés étaient encore favorables et le sort de la Roumanie était en quelque sorte lié à celui des Alliés, fait qui empêcha la chute totale du crédit de l'Etat roumain.

Malheureusement après la conclusion de la paix,

la situation politique de la Roumanie ne devint pas plus claire. Les proportions prises par le mouvement bolchevik constituaient une menace pour nous. La contagion de ce mouvement révolutionnaire pouvait étendre le théâtre des dévastations et de la décomposition sociale au territoire roumain. D'autre part l'éclatement de la révolution hongroise étendait le péril à l'autre fontière du pays. Les menaces de Bela Kuhn et l'action militaire entreprise par nous contre Budapest présentait ses risques aussi. D'ailleurs la Roumanie a été le pays qui a maintenu le plus longtemps après la guerre ses armées mobilisées.

Cette situation extérieure du pays avait à ce moment ses répercussions à l'intérieur. Par un réflexe de ce qui se passait au-delà des frontières, à l'intérieur apparaissent les agitations ouvrières. Aidées par les difficultés économiques, elles font des progrès et deviennent menaçantes. Les grèves se multiplient. L'insuffisance des hommes politiques non préparés pour une tâche aussi lourde contribuaient à ce que les gouvernements se succèdent rapidement et que leur action devienne de jour en jour plus inefficace. Nous assistons à un véritable affaiblissement de l'autorité des pouvoirs publics. Nulle part on ne travaillait plus. Au lieu d'assister à un effort de toutes les énergies en vue de refaire le pays, nous avions l'impression au contraire de nous trouver devant une tendance à la décomposition politique et écono-

mique dont l'origine se trouvait souvent au sommet même de l'échelle politique !

Tout cela ne manquait pas d'arriver à la connaissance de l'opinion publique étrangère et d'affaiblir par conséquence la confiance en nos forces. Etant donnée l'importance du facteur psychologique dans la fixation des cours de la Bourse, nous comprendrons combien le change roumain a dû être influencé par la situation politique.

CHAPITRE V

LE RÉTABLISSEMENT DU CHANGE ROUMAIN

§ 1. — La solidarité des Etats et le problème du change

Quels sont les moyens par lesquels on pourrait rétablir le change roumain dans la situation actuelle?

Tout d'abord il est à remarquer qu'en examinant les causes qui ont déterminé l'effrondrement du cours des devises roumaines, ainsi que la manière dont se présente le problème du change dans les autres pays européens, il résulte qu'en réalité nous nous trouvons en présence d'une situation dont le caractère est général. La dépréciation du change est loin d'être un phénomène qui concerne la Roumanie seulement, mais c'est un phénomène plus général qui embrasse presque tous les pays européens. Nous nous trouvons devant une totale désorganisation du marché des devises, dans laquelle les monnaies de tous les pays sont dépréciées, chacune dans une proportion différente sans doute. Cette désorganisation des changes est une conséquence de la guerre. Le change c'est l'image de la situation économique et financière d'un

pays. A la suite de la guerre mondiale, les pays européens, les victorieux comme les vaincus, portent sur leurs épaules les lourdes charges d'une époque de plus de quatre ans de destruction d'énergies et d'utilités, de large sous-production et d'endettement vis-à-vis des pays extracontinentaux, qui pendant ce temps ont travaillé pour les besoins de l'Europe. Cette époque où on a forgé une nouvelle vie pour tous les Etats a été l'œuvre d'un effort commun, d'une solidarité de tous les facteurs qui ont été en guerre. Dans ces conditions on se demande si un devoir d'ordre moral n'exige pas que la solidarité du temps de guerre se prolonge après la paix aussi, jusqu'à la totale réparation des dommages causés? Du point de vue de cette solidarité, le problème du change ne devrait-il pas aussi faire l'objet d'un nouvel effort commun et d'une collaboration de tous les gouvernements en vue d'une rapide solution ?

D'ailleurs ce n'est pas le devoir d'ordre moral seul, qui exige une telle politique. Elle résulte aussi d'une nécessité. Déjà on a commencé à voir que la désorganisation du marché des changes a une influence défavorable sur les intérêts économiques et financiers des pays.

Non seulement les pays à monnaies dépréciées souffrent des conséquences de ce phénomène. Leurs monnaies perdant presque complètement leur pouvoir d'achat sur les marchés étrangers, comme c'est

le cas de l'Allemagne, de l'Autriche, de la Russie, ces pays ne peuvent plus se procurer les denrées alimentaires nécessaires qui manquent chez eux. Les populations tombent dans la misère physiologique ou bien doivent vivre de l'œuvre d'assistance de pays charitables (1). De même ces pays ne peuvent plus acheter au dehors les matières premières nécessaires à l'industrie et leur activité productrice se ralentit ou cesse totalement, jetant la masse des ouvriers sans travail dans la misère ou en proie à des agitations subversives. On entretient ainsi un foyer de troubles dangereux pour l'ordre économique et social. L'affaiblissement de la production nationale met ces pays dans l'impossibilité d'exécuter leurs engagements internationaux.

Mais les effets désastreux de l'effondrement des changes se ressentent aussi dans les pays qui en apparence devraient en profiter. La solidarité qui existe entre les pays du point de vue de l'échange des marchandises et des services, apparait ainsi dans une vive lumière. Les pays à monnaies fortes, la Suisse, la Hollande, les Etats-Unis même, jettent l'alarme contre le danger d'une telle situation. L'impossibilité dans laquelle se trouve le plus grand nombre des Etats de faire des achats sur les marchés à monnaie forte, diminue sensiblement les débouchés normaux

1. Normann Angell, *Le chaos européen*. Paris, 1920.

des produits de ces marchés. L'impossibilité dans laquelle se trouvent les pays à changes très favorables d'écouler leurs produits, car, en définitive ils ne peuvent pas consommer à l'intérieur tout ce qu'ils produisent, poussera certainement à une forte crise de surproduction. Cette crise ne tardera pas de manifester ses effets d'une manière violente, par la baisse des prix, par la baisse des salaires, par le chômage et finalement par la faillite des entreprises. Une telle perspective est assez inquiétante. C'est pour cela que le problème du change parut vite comme une nécessité d'ordre général.

On a fait de nombreuses propositions pour le solutionner par la collaboration de tous les gouvernements, par l'annulation des dettes de guerre (1), par l'ouverture de crédits, par une nouvelle organisation, de l'échange des marchandises, etc. De nombreuses conférences se sont réunies dans ce même but.

Cependant, malgré la nécessité pressante d'une collaboration unanime en vue de la solution de ce problème, nous croyons qu'elle sera condamnée à un échec et qu'elle restera toujours à l'état de projet. Nous croyons de même que ce serait une lourde faute politique d'attendre la solution par l'aide des

1. John Maynard Keynes, *Les conséquences économiques de la paix* (éd. *Nouvelle revue française*. Paris, 1920, page 215 et suiv.)

autres. Le devoir d'un pays, c'est d'entreprendre par ses propres forces cette solution.

A. — L'ASSAINISSEMENT DE LA CIRCULATION MONÉTAIRE

§ 1. — L'unification monétaire

Par quels moyens pouvons-nous rétablir le change roumain?

Nous commencerons par la circulation monétaire. Nous savons qu'il y avait en Roumanie plusieurs monnaies de cours libératoire. Nous ne reviendrons plus sur les inconvénients d'une telle situation. Nous avons déjà montré que cela constitue un élément de perturbation dans la vie économique et cause de vastes spéculations. Il était nécessaire, par conséquent, d'entreprendre l'unification des différents types de monnaies. Sans doute cette mesure aurait dû être prise depuis bien longtemps. Dans tous les pays dans lesquels à la suite de la guerre, on a trouvé des monnaies étrangères dans la circulation, soit à cause de l'occupation temporaire de certains territoires par les armées ennemies, soit par l'annexion de nouvelles provinces, les gouvernements se sont empressés de procéder au remplacement de ces monnaies. Ainsi en Belgique après la récupération du territoire national, on a retiré les marks émis par les Allemands pendant l'invasion; ainsi en

France le gouvernement a retiré les monnaies étrangères trouvées dans les territoires occupés et dans les provinces libérées, l'Alsace et la Lorraine; ainsi enfin en Yougo-Slavie on a remplacé les couronnes qui circulaient dans les territoires qui appartenaient à l'Autriche-Hongrie.

En Roumanie cette mesure a tardé plus de deux ans.

Les gouvernements qui se sont succédés au pouvoir en portent une lourde responsabilité. Pendant ces deux années, les conséquences d'une telle situation ont pu se manifester. Non seulement ce régime a influé sur la vie économique, mais encore on a agravé d'une manière inutile et coupable les charges de l'Etat. Par une immense contrebande on a introduit du dehors des sommes considérables de billets en couronnes, roubles, etc., qui pèsent maintenant sur les finances de l'Etat. En procédant d'abord à l'estampillage de ces billets, on a trouvé *3 milliards 1/2* de couronnes au commencement de l'année 1919. A l'occasion des opérations d'unification, on en a présenté au change *8 milliards 1/2* (1).

En tout cas le gouvernement actuel a procédé au cours de septembre-décembre 1920 à la réalisation de la réforme. Cette opération présente chez nous deux caractères.

1. Nous devons ces informations à l'amabilité de M. Eremia, directeur à la Banque nationale de Roumanie.

Premièrement nous savons qu'en Roumanie le privilège d'émettre du papier-monnaie était concédé exclusivement à la Banque Nationale. Par la loi par laquelle on autorise le remplacement des monnaies étrangères, on n'a pas étendu le privilège de la banque sur les nouveaux territoires. Cela sera fait probablement à l'occasion de la révision des statuts actuels de la banque, lorsque l'Etat devra obtenir des bénéfices plus importants en échange de cet élargissement du privilège. Pour le moment, le gouvernement s'est contenté d'obtenir un emprunt en lei de la Banque d'émission, qui servira au remplacement des autres monnaies. Par conséquent l'ancien lei remplace la couronne, le rouble, le billet de la Banque générale et servira comme moyen d'échange dans les nouvelles provinces, sans que toutefois le privilège de la Banque Nationale s'étende à ces provinces. Nous nous trouvons en présence d'une situation bizarre, qui sera provisoire sans doute, mais dans laquelle les besoins des nouveaux territoires seront desservis en théorie par un billet d'Etat, qui en fait ne diffère guère du billet de la Banque Nationale.

Une seconde particularité de l'opération, c'est le taux pratiqué pour le change. En ce qui concerne la couronne, la parité théorique était de *1 lei 05* = 1 couronne. Avec la dépréciation actuelle la couronne était tombée en moyenne à *0 lei 25* = *1* cou-

ronne. Le gouvernement, dans un sentiment de solli citude pour la population (?) qui possédait des couronnes et qui est maintenant une population roumaine, n'a pas voulu prendre pour base du change le cours du marché. Il a fixé le taux arbitrairement à *o lei 50 = 1* couronne. Cette mesure a été en fait une occasion de grandes spéculations aux dépens de l'Etat. En effet, un grand nombre d'initiés aux intentions du gouvernement s'est procuré des couronnes avant l'opération de l'unification, d'après le cours déprécié, souvent chez la population pauvre et les a ensuite changé d'après le cours officiel plus élevé. De cette manière, la différence entre le cours réel du marché et le cours officiel du change, différence qui représente une considérable perte pour l'Etat, au lieu de passer, comme une compensation de la dépréciation de la monnaie dans les bourses pauvres, comme il a dû être probablements dans l'intention du gouvernement (?) a passé dans les bourses des spéculateurs habiles. Quant au rouble, il a été changé au cours de *1 lei = 1* rouble, la parité étant 2 lei 66 = 1 rouble. Les roubles Lwoff, les seules monnaies de l'époque révolutionnaire qui ont été admis au change, ont été reçus pour *o lei 50 = 1* rouble. De légers avantages ont été accordés aux possesseurs de petites sommes. Le billet de la Banque générale a été retiré à la parité du lei.

Ainsi malgré les fautes commises tant par le

retard apporté à cette réforme que par les mauvaises mesures prises au cours même de l'opération, l'unification monétaire est réalisée aujourd'hui. Elle représente un assainissement sensible de la circulation monétaire du pays. Le contrôle de cette circulation sera possible dorénavant. Cette réforme était la condition préalable de toute politique en matière de change.

§ 2. —La cessation des émissions

La circulation monétaire après l'unification dépasse *10 milliards*. Ceci représente un accroissement considérable en comparaison de la situation d'avant guerre. Tant dans l'ancien royaume, que dans les nouvelles provinces, cet accroissement a été effectué d'une manière factice, au cours de la guerre. Il a provoqué un état d'inflation cause de toutes les perturbations. Continuer dans cette voie, de manier la planche des billets et de créer des moyens de paiements factices, c'est alimenter et agraver les perturbations économiques et financières. L'Etat doit s'arrêter. Il est indispensable qu'il cesse complètement les émissions de papier-monnaie pour ces besoins. Ces émissions ne doivent continuer à se faire que dans la mesure stricte des besoins de l'échange, par les opérations normales d'escompte et d'emprunts sur gages consentis au commerce. Sans cela la dépré-

ciation du lei ira jusqu'à la perte totale de son pouvoir d'achat.

Nous croyons utile de rappeler à cet égard les conclusions du fameux *The Bullion Report* rédigé en Angleterre, en 1810, par une commission chargée par la Chambre de commerce, d'examiner les causes de la dépréciation du change anglais, qui s'était produite à l'époque des guerres napoléonienne. Le report développait la théorie de l'influence de la quantité des billets en circulation, sur la valeur de la monnaie. En adoptant ces conclusions, un peu plus tard, en 1818, la Chambre des communes pour solutionner le problème du change prenait comme première mesure, l'interdiction pour la banque d'émission de continuer à faire des avances de fonds au gouvernement.

§ 3. — La déflation monétaire

Nous ajoutons que cette mesure de la cessation des émissions ne sera pas suffisante. L'Etat doit entreprendre avec énergie un mouvement en arrière. Il est nécessaire de commencer une politique de déflation monétaire.

En dehors des sommes empruntées pour les opérations de l'unification monétaire, l'Etat avait demandé à la Banque d'émission, au cours de la guerre, plus de 3 milliards. Cette dette flotante devra être con-

solidée le plus tôt possible. Dans ce but le gouvernement devra émettre des emprunts publics en rente amortissable sur le marché intérieur, à des petits intervalles. Nous n'ignorons pas qu'à l'heure actuelle un emprunt public ne réussirait plus s'il était émis aux mêmes conditions qu'auparavent. Il importe que le ministre des Finances comprenne combien il est nécessaire d'abandonner les anciens types de rentes amortissables et qu'il consente de plus larges avantages aux souscripteurs, principalement en ce qui concerne le taux de l'émission. En même temps ne faudrait-il pas apporter quelques restrictions aux nombreuses spéculations de Bourse, et à la création de toutes sortes de sociétés par actions qui tout en ne présentant pas de sérieuses garanties, ne cessent pourtant d'engendrer des spéculations tellement dangereuses pour le cours de la rente d'Etat ?

Le produit des emprunts devra être destiné exclusivement au paiement de la dette contractée à la Banque d'émission. Par ce moyen la circulation monétaire sera diminuée du montant des sommes obtenues, car les billets ainsi récupérés seront *incinérés* par la Banque. Il nous est impossible de déterminer la quantité de billets dont il faut diminuer la circulation. Dans ces circonstances il n'y a pas de méthode d'adaptation de la quantité de monnaie aux besoins de l'échange. Mais cette diminution progressive aura pour conséquence une hausse de la valeur de la monnaie. Le

gouvernement appréciera le point où il faudra s'arrêter dans le mouvement de retrait pour ne pas provoquer une contraction monétaire.

§4. — La conversion monétaire

Une fois le terrain préparé par l'unification monétaire, par la cessation des émissions, par une politique de déflation, on pourra envisager le projet de la conversion.

Nous savons que la dépréciation de la monnaie commence lorsqu'on passe du régime de la monnaie métallique au régime du papier-monnaie. Sans doute il y a en temps normal aussi, dans la circulation un stock de monnaie fiduciaire. Ceci dans l'intérêt même des opérations d'échange car les billets fiduciaires sont plus facilement maniables. Mais cette monnaie est à tout moment convertible en or. Son caractère est d'être une promesse de remboursement en espèces. Par l'introduction du cours forcé ce caractère disparaît. On suspend ainsi la convertibilité du billet. Il est évident que théoriquement ce régime doit être provisoire.

Par quel moyen peut-on l'abandonner ?

Nous n'insisterons pas naturellement sur un moyen anormal qui consiste dans la démonétisation totale du billet. Si considérable que soit la dépréciation du lei roumain, il est encore loin d'avoir le sort

du billet Law, de l'assignat, du piastes de Perou ou d'autres monnaies que mentionne l'histoire financière (1). Le discrédit total dans lequel étaient tombées ces monnaies à cause des émissions fantastiques, a conduit à la démonétisation et à la création de nouvelles monnaies qui ne présentaient plus aucun caractère de continuité avec les anciennes. Une telle éventualité est complètement écartée en ce qui concerne le lei.

Le moyen normal par lequel on revient au régime de la monnaie métallique, c'est la *conversion*.

Il y a deux modalités pour effectuer la conversion : à la parité ancienne et d'après un cours plus bas. La première modalité réalise intégralement la promission initiale. La monnaie métallique s'incorpore dans le papier-monnaie d'après leurs valeurs nominales. Elle continue l'ancienne monnaie qui existait avant l'introduction du cours forcé et dans cette continuité l'époque du cours forcé apparaît comme une parenthèse. Cette opération a un caractère idéal. Elle répond aussi à un principe de justice. La monnaie fiduciaire était une promesse de paiement. Sa valeur nominale déterminait la quantité de métal fin contre laquelle elle devait s'échanger. L'accomplissement des engagements pris par l'Etat ou par la banque répond à ce sentiment de justice. C'est ainsi d'ailleurs qu'on a procédé en France en 1850 et en 1878,

1. Subercaseaux, *loc. cit.*, p. 421.

en Angleterre à la fin de la période du cours forcé de 1792 à 1821 ; aux Etats-Unis en 1879, etc. Pour qu'une telle opération soit possible et désirable en même temps, il est nécessaire que l'époque du cours forcé ne se soit pas trop longtemps prolongée et que la dépréciation n'aie pas atteint des proportions excessives.

Que dirons-nous de la situation de la Roumanie ? Nous croyons fermement que chez nous l'opération de conversion ne sera pas faite à l'ancienne parité.

D'abord une telle conversion serait très difficile. Le stock or de la Banque nationale représente en ce moment *5 o/o de la circulation !* Nous en avons déduit naturellement les bons du trésor de l'Etat qui ne seront pas employés facilement dans les opérations de conversion. La balance des paiements nous est défavorable. Même si par une intensification de la production nationale on améliorait la balance commerciale, les annuités des dettes publiques contractées à l'étranger pèseront lourdement sur notre économie. Si dans les paiements extérieurs on employait l'or d'après l'ancienne parité, le stock que nous possédons serait absolument insuffisant.

Cependant même si une conversion à la parité ancienne était possible, elle ne serait pas désirable. En effet, l'inflation monétaire produite par les émissions de papier-monnaie a eu une considérable influence sur la vie économique et financière du pays.

Cette inflation a été suivie, comme nous l'avons déjà fait remarquer, *d'une dépréciation de la monnaie qui par rapport à l'or a atteint 1.500 o/o.* Elle dure depuis quelque temps et elle durera probablement encore. Pendant tout ce temps la vie économique et financière a eu une tendance à s'ajuster au nouvel étalon des valeurs. Finalement cet ajustement se sera réalisé. Nous avons assisté, en vérité, au phénomène de la hausse des prix ; nous avons assisté au phénomène de la hausse des salaires. L'Etat aussi qui devait faire face à ces besoins dans une nouvelle situation a eu recours à l'augmentation des impôts. Tout ceci s'est réalisé en rapport avec la dépréciation de la monnaie.

D'autre part l'inflation monétaire a été un puissant stimulant des affaires. Cette époque est caractérisée par la domination d'un optimisme exagéré. On crée toutes sortes d'entreprises commerciales et industrielles. On fonde toute sorte de sociétés. Leurs actions sont très recherchées. A cause de la pléthore de numéraire elles sont cotées avec des primes considérables avant d'avoir eu la possibilité de produire quelque chose. La bourse est en plein mouvement. Pour nous rendre compte de l'influence de l'inflation monétaire sur le mouvement des affaires, voici un tableau statistique des sociétés par actions qui existait en Roumanie avant la guerre et celles nouvellement créées depuis l'armistice :

Sociétés	Nombre et capital des sociétés créées en 1919		Nombre et capital des sociétés créées en 1920	
Banques.....	25	242.640.450	21	178.829.550
Soc. commerciales...	60	105.587.850	62	215.197.350
Soc. industrielles....	41	146.877.000	83	1.237.620.000
Soc. d'assurances....	1	4.000.000	2	8 560.000
Total.....	128	499.105.300	168	1.640.206.900

Sociétés	Nombre et capital de sociétés existantes en 1913		Nombre et capital des sociétés existantes en 1920	
Banques.....	197	215.803.825	243	637.273.825
Soc. commerciales...	28	57.294.815	180	378.080.015
Soc. industrielles....	168	435.967.951	292	1.820.464.951
Soc. d'assurances....	7	13.038.255	10	25.598.255
Total.....	430	722.104.846	725	2.861.417.046

On voit donc qu'en deux ans on a créé en Roumanie presque autant de sociétés par actions qu'en quarante années avant la guerre. Le nombre des sociétés accuse un accroissement de 68 o/o et celui des capitaux de presque 400 o/o. Et nous ajoutons que dans le chiffre des capitaux nous n'avons pas compris les augmentations de capital des anciennes sociétés, faute de données exactes, augmentations qui ont eu lieu sur une grande échelle. Avec ces augmentations l'accroissement des capitaux placés dans les sociétés par actions dépasse 600 o/o.

Un tel phénomène est digne de remarque. Elever maintenant artificiellement la valeur de la monnaie au taux ancien, c'est porter un coup à la situation créée. En effet, la hausse de la valeur de la monnaie

aurait comme première conséquence un alourdissement des dettes. Les personnes qui se sont endettées en une monnaie dépréciée devront payer les créances en monnaie forte. Cela les mettra dans l'impossibilité d'exécuter leurs engagements. Toute une catégorie de gens sera ruinée, et nous remarquerons qu'il ne s'agit pas de ceux qui ont profité par la spéculation à l'époque de dépréciation monétaire.

En second lieu, la hausse aura pour conséquence une baisse des prix. Les entreprises ne retrouveront plus dans la vente de leurs produits les bénéfices attendus. Elles se ressentiront du nouvel état des choses. Les plus nombreuses non seulement ne pourront plus retrouver leurs bénéfices, mais ne retrouveront même pas les frais de production. Supposons, en effet, une entreprise qui emploie pour son exploitation un capital d'un million. Dans ces calculs l'entreprise compte, étant donnés les prix au moment de sa fondation, vendre ces produits pour 1.200.000. Ce chiffre représente en dehors du capital dépensé en installations, matières premières, main d'œuvre, etc., l'intérêt de l'argent et le bénéfice de l'entreprise. Mais à cause de la baisse des prix, survenue brusquement, baisse qui sera d'autant plus accentuée que la valeur de la monnaie sera plus relevée, l'entreprise ne pourra vendre ses produits qu'à 800 mille. Par conséquent non seulement elle verra s'évanouir le bénéfice légitime qu'elle attendait, mais elle ne

pourra pas recouvrer entièrement le capital dépensé. Cette entreprise sera acculée à la faillite. Et ce sera le sort de presque toutes les sociétés fondées dans ces conditions. Nous assisterons ainsi à la ruine d'une seconde catégorie de gens. Dans la statistique donnée plus haut, nous avons vu combien sont considérables ces intérêts. Car nous n'oublirons pas une chose. A cette époque la baisse des prix ne sera pas suivie d'une diminution des frais de production. Les salaires, l'intérêt de l'argent, les impôts, etc., ont une tendance à se maintenir. Ils ne suivront le cours descendant que lorsque la ruine des entreprises sera déjà consommée.

Il y a encore une considération en faveur d'une conversion au-dessous du pair. C'est une considération de justice. La hausse de la valeur de la monnaie qui sera suivie d'une période de crise financière et économique, de ruine et de paralysie de l'esprit d'entreprise, ne profitera qu'à une seule catégorie de gens, les créditeurs. Ils recevront à la place d'une monnaie faible, une monnaie ayant un plus grand pouvoir d'achat. Et il est à remarquer qu'il s'agit des gens les moins sympathiques. Ces créditeurs sont les profiteurs et les spéculateurs de l'époque de dépréciation.

Il est vrai que la dépréciation monétaire avait déjà consacré une injustice. Nous voulons parler des anciens créditeurs qui ont été déjà payés en monnaie

faible. Mais leur injustice est déjà consommée. Les créditeurs de demain ne seront plus les mêmes que les créditeurs d'hier. La réparation de l'injustice par la hausse de la monnaie ne leur profitera plus.

Enfin faut il ajouter qu'on aurait à surmonter l'opposition à une telle réforme, de la part de ce qu'on appelle *les inflationnistes*? Cette opposition constitue un facteur moral de premier ordre.

Nous croyons donc qu'il ne faut pas réaliser la conversion d'après l'ancienne parité. Ce serait porter un coup à tous les intérêts nés pendant cette époque. Ce coup aurait une douloureuse répercussion sur la vie économique et financière du pays. Une époque de crise s'ensuivrait. Pour l'éviter la conversion sera réalisée à un taux plus bas.

Telle a été d'ailleurs la politique suivie par d'autres pays dans des circonstances similaires. En Russie en 1897, en Autriche-Hongrie en 1892, au Chili en 1895, en Argentine, etc., on a fait les conversions au-dessous du pair.

En ce qui concerne le taux à choisir pour effectuer la conversion, on recommande généralement qu'il soit très approché du cours réel du marché au moment de la conversion (1). Il s'agit alors non pas d'un rétablissement du change, mais de sa *stabilisation*. Car en effet c'est plutôt l'instabilité des cours

1. Schmoller, *Principes d'économie politique*. Paris, 1906, vol. III p. 405 ; Karl Menger, *Der Uebergang Zur Goldwæhrung*, 1892.

qui est la cause des perturbations. Quant au taux auquel on fera la conversion du lei, il ne sera pas évidemment celui donné par le cours actuel du change qui est déterminé en grande partie par les spéculations. Comme nous le verrons plus loin, nous espérons un prochain retour à l'état normal de la balance commerciale. D'autres part la politique de l'unification montéaire, la cessation des émissions, la politique de déflation préconisée, manifesteront aussi leurs effets salutaires. Du point de vue pratique, la conversion sera réalisée sans que la monnaie d'or actuelle soit refondue, mais seulement en modifiant les inscriptions, comme on a procédé en Russie en 1897.

Pour que la conversion puisse réussir, il est indispensable que le moment soit bien choisi. La situation de la balance des comptes et la situation financière du pays doit être telle, qu'un esprit de confiance règne. Une bonne conversion dépendra surtout de cet esprit de confiance et de la fermeté avec laquelle on procédera à son application. Quant au stock or que la Banque d'émission doit posséder, nous ne saurons préconiser d'avance son montant. D'ailleurs il y a eu des cas dans lesquels le stock or était considérable et pourtant la conversion n'a pas réussi. Il y a eu par contre des cas dans lesquels le stock or était minime et pourtant l'opération a réussi pleinement, car la balance des comptes était telle

qu'on pouvait compter sur l'or qui devait venir de l'étranger.

Tout de même nous croyons qu'il serait préférable de procéder d'abord par le système dit du *Gold Exchange Standard*. La conversion sera effectuée seulement dans les opérations de paiement à l'étranger. Pour les opérations d'échange à l'intérieur du pays, le papier-monnaie pourra continuer à avoir le caractère de *légal tender*. Si l'on essaye d'introduire réellement la monnaie métallique dans la circulation intérieure on risque, l'esprit de confiance faisant défaut, de provoquer une demande exagérée d'or qui sera ensuite thésaurisé. Plus tard lorsque la stabilité du change aura été obtenue, on poura revenir au système du *Gold Standard*, c'est-à-dire de la circulation réelle de l'or à l'intérieur du pays aussi.

B. — L'AMÉLIORATION DE LA BALANCE DES COMPTES

§1. — La production nationale et la capacité d'exportation

Afin que la conversion puisse être menée à bonne fin, il faudra entreprendre au préalable une ferme politique d'amélioration de la balance des comptes. A quoi servirait en effet la reprise des paiements en or, si un déficit dans nos engagements internationaux pompait l'or. Dans quelque temps

l'entier stock d'or que nous possédons s'en irait au dehors et le problème du change prendrait de nouveau un caractère plus dangereux encore.

Pour obtenir l'amélioration de la balance des comptes il faut pousser notre activité dans deux directions : d'une part intensifier la production nationale du pays, la valoriser par l'accroissement des exportations ; d'autre part améliorer la situation de nos finances publiques, en réalisant l'équilibre du budget de l'Etat.

Nous allons examiner d'abord le problème de la production nationale et des exportations. Nous signalons dès le commencement, que la Roumanie agrandie continue à être dans cette nouvelle situation aussi, un pays avec un caractère agricole prononcé. Les produits de la terre seront les marchandises les plus importantes avec lesquelles nous nous présenterons encore longtemps sur les marchés mondiaux. En rapport avec ce caractère nous constatons aussi la différence profonde qui existe, au point de vue du relèvement économique, entre nous et les pays industriels. Tandis que ces derniers ont besoin d'un travail soutenu et de plus longue durée, pour la reconstruction des installations, pour le réaprovisionnement en matière première, pour refaire le personnel ouvrier spécialisé, facteurs de prodnction qui ont été profondément affectés pendant la guerre, en Roumanie il suffit d'un heureux concours de circonstances

naturelles. Une bonne année agricole, et une récolte abondante, sera suffisante pour le relèvement économique du pays. Cela aurait pu arriver immédiatement après la guerre et nous ne serions plus sans doute dans la situation actuelle.

Quelles sont les possibilités de la Roumanie en ce qui concerne sa production nationale?

Voici un tableau statistique dans lequel on peut voir quelles sont les surfaces normales des cultures des céréales et quelles ont été les cultures effectuées en 1920.

Céréales en hectares

Provinces	Surfaces normales	En 1920
Ancien royaume	5.295.861	3.778.580
Transylvanie	2.641.990	1.595.533
Bessarabie	2.061.474	1.961.461
Bukovine	400.000	98.521
Roumanie	10.399.325	7.434.095

Comme nous voyons en 1920 on enregistre un déficit de 3 millions d'hectares, dont seule la culture du blé dans l'ancien royaume représente 1.200.000 hectares. Ce qui veut dire que les cultures des céréales ont atteint à peine *71 o/o* du normal d'avant-guerre. Quant à la production par hectare, elle a varié entre 820 kilos pour l'ancien royaume et 1.200 kilos pour la Transylvanie. En supposant un retour à l'état normal des cultures quant aux surfaces et en prenant

une production moyenne de 1.000 kilos par hect. la production normale des céréales dépasserait *un million de wagon*. En gardant l'ancienne proportion entre la production et la consommation intérieure, le disponible de céréales pour l'exportation dépasserait 400.000 wagons ou *4 millions de tonnes*. Il serait difficile de donner avec précision la valeur de ce disponible, car les prix sont très variables. Mais en prenant pour base les prix actuels sur les marchés français, la valeur totale de nos exportations de céréales pourrait atteindre 3 milliards francs français.

En ce qui concerne le second article important de notre commerce extérieur, le pétrole, les possibilités de productions ont considérables. Il est évident qu'actuellement la production du pétrole représente seulement 45 o/o du normal d'avant-guerre. Mais il est utile de remarquer en même temps que la production d'avant-guerre était loin d'avoir atteint son maximum sur ce point. En effet les 2 millions de tonnes de pétrole obtenues alors résultaient de l'exploitation seulement de 2.500 ha. des régions pétrolifères. D'après les recherches scientifiques faites jusqu'à présent la surface des régions reconnues comme possédant des nappes de pétrole est de 20.000 fs. D'après les calculs approximatifs cette surface atteindrait probablement 150.000 ha. Dans ces conditions il est certain que le pétrole

représente une richesse considérable pour la Roumanie et qu'il constitue une réserve à laquelle est lié l'avenir même du pays. Mais en dehors de ces possibilités de l'avenir, en appréciant les possibilités immédiates si la production du pétrole reste ce qu'elle était en 1914, elle pourra donner un disponible de 100.000 wagons soit *1 million de tonnes* pour l'exportation. Il est vrai qu'à la suite de l'agrandissement du territoire national, la consommation intérieure a été accrue elle aussi car les nouvelles provinces s'approvisionnaient en Galicie et en Russie. Mais nous n'oublions pas que ces provinces apportent d'importantes sources d'énergie motrice, comme les mines de charbon et les gaz naturels dont l'utilisation contribuera à ce que le disponible du pétrole ne soit pas sensiblement atteint. Il faut ajouter ensuite l'exportation du bois etc.

Nous croyons par conséquent que la valeur totale des exportations annuelles de la Roumanie réalisables sous peu atteindra au moins *3.500 millions francs français*. Ce chiffre pourra couvrir non seulement nos importations et le coupon de la dette publique extérieure, mais aussi une partie de cette dette même.

§ 2 —. Le contrôle du commerce extérieur

Mais afin que cet important disponible de notre économie nationale puisse être utile du point de vue

qui nous intéresse il est indispensable de veiller à ce qu'il soit mis en valeur rationnellement. Ce serait un vrai crime contre les intérêts supérieurs du pays d'abandonner cette richesse aux spéculateurs pour la gaspiller inutilement.

Nous croyons donc qu'il faudra introduire dans ce but un régime de contrôle sérieux du commerce extérieur jusqu'au retour à la situation normale. Et ce contrôle ne concernera pas tant les exportations qui resterons libres après avoir assuré la consommation intérieure d'abord. Il concernera spécialement les importations dont il faudra prohiber d'une manière absolue tout objet qui n'est pas strictement nécessaire pour la reconstruction économique du pays.Nous insistons sur le devoir d'appliquer rigoureusement ce régime. Car en effet,le contrôle du commerce extérieur a déjà fait l'objet des préoccupations du gouvernement roumain depuis l'armistice, mais le manque d'énergie et d'unité dans les mesures prises a contribué à ce qu'elles restent sans effets. Malgré ce régime de contrôle on a importé des quantités considérables d'objets de luxe, souvent par l'intermédiaire des organes de l'Etat, en agravant ainsi la situation de la balance commerciale.

Faut-il répéter que nous envisageons le contrôle du commerce seulement comme un régime transitoire de nature à refaire l'éducation économique du pays, troublée par les spéculations ?

§ 3. — Le contrôle des paiements extérieurs

En rapport avec ce régime de contrôle du commerce extérieur on a introduit aussi, à plusieurs reprises, un régime de contrôle des paiements extérieurs. Mais les résultats n'en ont pas été plus heureux.

D'ailleurs nous croyons que le contrôle des paiements extérieurs tel qu'il a été conçu et appliqué en Roumanie reposait sur un principe fondamentalement éronné. En vérité la première attribution du service crée dans ce but était de fixer le cours des devises. Or il est évident que ce n'est pas par les décrets officiels, mais par le jeu normal des facteurs économiques qu'on détermine le cours du change. En fait, le cours fixé ainsi n'a jamais eu aucune influence sur le cours réel du marché, sinon de reconnaître officiellement la dépréciation de notre change !

En second lieu, le service centralisait les paiements à l'étranger. Dans ce but il se constituait un fonds de roulement en devises étrangères qu'il obtenait par deux moyens. D'une part le service pouvait contraindre les particuliers qui possédaient des créances sur l'étranger à les lui céder d'après les cours officiels. Cette disposition était injuste, car elle équivalait à une vraie confiscation du bien d'un particulier; mais elle était aussi essentiellement anti-économique car dans ces conditions aucun négociant et aucune mai-

son de banque n'essayaient plus d'engager leur crédit à l'étranger afin de ne pas le voir confisqué ensuite. Le second moyen par lequel le service de contrôle pouvait obtenir les devises étrangères résultait de la disposition en vertu de laquelle les exportations du pays devaient être payées non pas en monnaie nationale, mais en monnaie étrangère. C'est là une conception tout à fait erronée. Car au contraire en exigeant le paiement de nos marchandises en lei nous influenceront en sens favorable le cours du change. On accroît ainsi la demande de monnaie roumaine sur les marchés étrangers. Nous croyons donc qu'une telle disposition devra être introduite et maintenue tant qu'il y aura une grande quantité de lei sur les marchés étrangers.

Nous ajoutons enfin que le fonds de devises étrangères n'a été utilisé que très peu pour les besoins du commerce et qu'en grande partie il a été l'objet des faveurs distribuées à des personnes qui n'avaient aucun rapport avec le commerce du pays.

C'est pour cela que nous nous élevons fermement contre le régime de contrôle des paiement extérieurs, tel qu'il a été conçu et appliqué en Roumanie, avec son double caractère, vexatoire et de faveurs.

§ 4. — L'exportation de la monnaie nationale

En rapport avec le régime du contrôle des entrées et des sorties de marchandises dont nous avons parlé

plus haut, nous croyons indispensable d'examiner aussi la question de l'exportation de notre monnaie nationale.

Une convention a déjà été passée entre la Banque Nationale et le gouvernement en vue d'empêcher la sortie des billets de la banque. Mais elle n'a pas été rigoureusement appliquée. Comme nous l'avons vu plus haut, un déséquilibre considérable survenant entre les exportations et les importations du pays, en faveur de ces dernières, et des crédits ne pouvant plus être obtenus à l'étranger, il a fallu couvrir le déficit en monnaie roumaine.

D'ailleurs les étrangers recevaient sans difficultés nos billets de banque, car ils présentaient pour eux un double avantage. D'une part ils pouvaient écouler leurs marchandises à des prix plus élevés chez nous qu'ailleurs, d'autre part ils escomptaient un bénéfice aussi de la hausse probable de la monnaie dans laquelle ils étaient effectivement payés. De cette manière il se formait un grand courant de spéculation autour de la monnaie roumaine. Il y avait deux parties. Les uns qui jouaient à la hausse du lei, les autres qui jouaient à la baisse. Et nous remarquerons que ceux qui jouaient à la hausse étaient les étrangers qui achetaient notre monnaie, tandis que ceux qui jouaient à la baisse étaient forcément les Roumains qui vendaient leur monnaie. En rapport avec ce jeu de spéculations intenses, tellement dan-

gereuses pour notre change, on parle beaucoup de l'action d'une certaine maison de banque de Bucarest qui possède des succursales à l'étranger et qui a largement facilité les transports de fonds en lei spécialement en France, en provoquant ainsi une grande offre de monnaie roumaine sur les marchés étrangers.

Nous nous déclarons ainsi pour la prohibition absolue et rigoureusement appliquée de l'exportation des billets de la Banque Nationale avec des sanctions pour les infracteurs.

C. — LE RELÈVEMENT DU CRÉDIT DE L'ÉTAT

§ 1. — L'équilibre du budget de l'État

Pour relever le crédit de l'état, il faudra entreprendre l'assainissement des finances publiques et réaliser l'équilibre du budget. Le problème financier présente après la guerre deux aspects.

Nous rappelons d'abord la question du budget de l'Etat. Nous avons signalé plus haut, en nous occupant du crédit de la Roumanie, les fautes commises au point de vue financier pendant la guerre. Particulièrement l'inexistence d'un budget fixe pour les recettes et les dépenses a poussé les finances publiques du pays à un vrai chaos, en affectant profondément le crédit de l'Etat. Après la guerre le pro-

blème devient plus grave encore. L'Etat devra subvenir maintenant à de nouveaux besoins. Les dépenses d'administration dans les provinces nouvellement libérées doublaient d'un seul coup l'ancien budget de l'ancien royaume ; les annuités de la dette publique contractée au cours de la guerre, les pensions, la reconstruction des régions dévastées etc. constituent des charges considérables qui nous font penser avec inquiétude aux ressources nécessaires. La confection du budget présente dans ces conditions deux questions.

Il y a d'abord la nécessité de l'unification du régime d'imposition et de dépenses pour tout le royaume. Les nouvelles provinces qui ont vécu sous des régimes et des traditions fiscales différentes devront être soumises à une législation unitaire.

Ensuite les anciens impôts sont devenus insuffisants. Il faut procéder par conséquent à une refonte totale de notre système fiscal. Nous n'entrerons pas naturellement, dans l'examen des détails de cette question qui pourrait faire l'objet d'une étude spéciale. Mais en passant nous dirons que la création de nouveaux impôts, tel l'impôt proportionnel sur le revenu, l'introduction de certains monopoles, comme celui de l'alcool, du sucre, etc., et l'accroissement sensible d'une partie des impôts actuels comme les taxes de timbre et d'enregistrement, etc., devront être examinés de plus près. En résumé la mise en

équilibre du budget de l'Etat apparaît comme une nécessité impérieuse.

Mais pour la réaliser nous n'oublierons pas qu'à côté de l'accroissement des ressources il faudra entreprendre une ferme politique d'économies. Durant la guerre, l'Etat a fait des dépenses qui n'entraient pas dans le cadre normal de ces attributions. Toute une série de services d'Etat ont été créés, mais ces services devaient avoir un caractère provisoire. Après la guerre ces services manifestent une tendance visible à se maintenir, prenant ainsi un caractère parasitaire. Nous assistons à un développement considérable des sinécures. Dans tous les pays qui ont été en guerre, les administrations publiques sont restées avec la charge de nombreux services dont elles ne peuvent plus se débarrasser maintenant. Mais nous nous doutons fort qu'il y ait un second pays où les sinécures soient plus nombreuses qu'en Roumanie ! Nous pourrions en faire une énumération des plus suggestives si nous ne craignions pas d'avoir l'air de faire des personnalités ! D'autre part l'Etat s'est engagé dans une politique économique complètement fausse. En vue d'améliorer le coût de la vie, il fait des approvisionnements à l'étranger et il vend ensuite les objets importés à des vils prix surtout à ses fonctionnaires. Cette opération est soldée par un déficit qui passe aux charges de l'Etat.

Tout cet état de choses doit cesser. La première

vertu d'un bon ministre des Finances serait dans ces conditions de mettre fin à cette situation pathologique, d'arrêter les gaspillages des deniers publics et de faire une politique d'économie. Pour l'équilibre du budget de l'Etat il faudrait régler les dépenses d'après les ressources et non pas inversement.

Cette politique aura une double conséquence, premièrement d'empêcher l'accroissement de la dette publique ou de l'inflation monétaire, car les déficits devront être couverts par de nouveaux emprunts publics ou par de nouvelles émissions de papier-monnaie, et secondement elle augmentera aux yeux de tous le crédit de l'Etat.

§ 2. — La consolidation de la dette flottante

Après avoir réalisé l'équilibre du budget, nous devons nous occuper de la situation de notre dette publique. Nous disons que c'est seulement après avoir équilibré le budget, que nous pourrons envisager la situation de cette question, car en effet il faudra d'abord prouver tant à l'intérieur qu'à l'étranger que nous entendons enfin mettre de l'ordre dans les biens de l'Etat, que nous entendons mettre fin au gaspillage des fonds publics et que nous nous décidons à faire un effort considérable afin de surmonter par nos propres forces les charges résultant

de la guerre. Il faudra faire cela d'abord, pour obtenir ensuite la confiance de nos créditeurs.

En ce qui concerne la dette contractée au cours de la guerre, nous remarquerons qu'en grande partie elle a un caractère flottant. La dette intérieure consiste en billets émis par la Banque Nationale. La consolidation de cette dette sera entreprise aussi dans l'intérêt de l'assainissement de notre circulation monétaire.

Quant à la dette extérieure, elle a un caractère plus grave encore. Elle a été contractée à l'occasion des achats des fournitures faits sur les différents marchés, par l'émission de bons du Trésor d'après la parité des monnaies dans lesquelles étaient faits ces achats. Les bons du Trésor n'ont pas été placés par l'intermédiaire d'un consortium de banquiers qui présente ainsi des garanties de sérieux ; avec le manque de prévoyance qui a régné tout le temps dans notre ministère des Finances, les bons du trésor ont été placés à tous les fournisseurs qui les acceptaient. Dans ces conditions, les détenteurs de nos titres voulant réaliser leurs valeurs les ont lancés démesurément sur le marché en précipitant le change roumain. D'autre part les bons du Trésor sont émis pour des courts délais, variant de un à cinq ans. Le retrait de ces bons doit nous préoccuper, car en arrivant à l'échéance, dans les conditions où ils sont placés nous pouvons nous exposer à un protêt de la signature

de l'Etat, ce qui pousserait à l'effondrement total du crédit public.

Le retrait de ces bons sera-t-il fait en contractant un grand emprunt extérieur en rente amortissable ? Sans doute, dans la situation actuelle, un tel emprunt sera obtenu dans des conditions particulièrement onéreuses. La conférence financière de Bruxelles en est un éloquent avertissement sur ce point (1).

Quant à la liquidation de cette dette par la compensation des réparations dues par les anciens ennemis, nous ne savons pas s'il y a lieu de garder trop d'illusion. Dans tous les cas la consolidation de notre dette publique extérieure doit être examinée de près.

D'ailleurs elle présente une grande importance d'un autre point de vue aussi. En vérité la dette extérieure a été contractée en lei or et le coupon devra être payé aussi en or d'après le cours du jour. Les variations de change nous empêchent de préciser dans le budget de l'Etat les sommes en lei papier-monnaie nécessaires au service de ce coupon. Elles seront tantôt plus grandes, tantôt plus petites, ce qui agravera nos charges.

Dans tous les cas nous croyons utile de signaler un fait dont nous avons le droit de nous réjouir.

1. Voyez dans *L'Economiste français*, n° 43 et 44 de 1920. Les décisions de la conférence de Bruxelles.

Nous avons vu plus haut que la dette publique de la Roumanie s'élèvera probablement à environ *30 milliards* avec une annuité de 1500 millions. Ceci représente sans doute un chiffre fantastique auquel nous n'étions pas habitués avant la guerre.

Mais ces charges ne pèseront pas sur le contribuable roumain plus lourdement qu'ailleurs. En effet, voici un tableau statistique que nous empruntons à M. Raffalovich dans lequel on peut voir quelles sont les dettes publiques et les charges annuelles des Etats européens et ce qu'elles représentent par tête d'habitant. Tout est exprimé en dollars d'après la parité théorique. Nous avons fait les calculs pour la Roumanie qui n'était pas comprise dans le tableau de M. Raffalovich. Mais nous remarquerons que tandis que pour notre pays nous avons donné le maximum probable des charges, pour les autres pays nous avons seulement la situation du lendemain de la guerre qui a sans doute empiré depuis. Aussi avons-nous donné un second chiffre pour la Roumanie, représentant la situation des charges au 1er avril 1920 afin que la comparaison soit possible.

1. Raffalovich, *Le Marché financier*, 1914-1919 éd. Alcan, 1920 page 160.

PAYS	Population Mille habitants	DATES	Millions en dollars		Dollars	
			Dette	Charges annuelles	Dette par tête	Charges annuelles par tête
Angleterre	46.089	26 juillet 1919	37.657	1.421	817.04	30.83
France	39.700	31 mars 1919	30.494	1.930	768.11	48.61
Italie	36.717	30 mai 1919	15.009	577	408.78	15.71
Roumanie	16.500	31 mars 1920	2.152	76	134.50	4.71
		Maximum probable	5.791	289	361.93	18.06
Belgique	7.658	1er avril 1919	1.889	85	246.67	11.10
Grèce	4.950	31 mars 1919	521	18	105.25	3.64
Allemagne	67.812	30 septemb. 1919	40.007	2.201	589.97	32.46
Autriche	30.958	31 octobre 1918	17.071	262	551.42	20.09
Turquie	21.274	31 octobre 1918	2.002	88	94.11	4.14
Bulgarie	5.518	mars 1919	1.158	109	209.86	19.75

§ 3. — La politique intérieure et extérieure de la Roumanie

En examinant dans les pages précédentes les causes qui ont amené l'effondrement du change roumain, nous avons été obligé de jeter un coup d'œil sur la situation du pays sous tous ses aspects. Car en effet le problème du change est le symptôme d'un état pathologique qui affecte la vie politique et économique entière du pays.

D'autre part en nous occupant des moyens de l'améliorer nous ne nous sommes pas trop éloignés de la thérapeutique classique en cette matière. Mais nous ne manquerons pas d'ajouter que chaque mesure indiquée, prise isolément, n'a qu'une importance toute relative. Pour obtenir des résultats satis-

faisants il faudra envisager le problème du change dans son ensemble et appliquer tout le système des mesures que nous avons énoncé.

Le problème du change n'est pas un problème isolé. Il tient à la situation générale du pays. Particulièrement l'aspect de cette situation qui pourrait consolider le crédit du pays devrait nous intéresser. Dans ce but il faudra travailler dans deux directions.

D'une part il faudra mieux faire connaître à l'opinion étrangère, insuffisamment renseignée sur les choses roumaines, la richesse que nous possédons. On doit savoir que la Roumanie possède des ressources considérables, que grâce à ses richesses elle pourra se relever économiquement.

D'autre part la direction que nous entendons donner à notre vie politique, aura une grande importance du point de vue du rétablissement du crédit roumain. M. Keynes en s'occupant du problème des crédits qui devraient être accordés aux pays affaiblis par la guerre, les refuse à la Roumanie qui ne saura pas les utiliser et où dit-il *les gouvernements se partageront le butin* (1). Une telle conception est tout à fait dangereuse pour nous. Sans doute en Roumanie la vie politique a eu jusqu'à ces derniers temps beaucoup de défauts. Mais après l'introduction du

1. John Maynard Keynes, *Les conséquences économiques de la paix*, éd. *Nouvelle revue française*. Paris, 1920, p. 226.

suffrage universel la vie politique se dirigera nettement dans une voie démocratique. Les masses populaires participeront de plus en plus au gouvernement du pays. L'action de gouvernement sera de plus en plus soumise aux courants populaires. Dans cet esprit la Roumanie ne devra et ne pourra faire qu'une seule politique.

En ce qui concerne l'action extérieure, le peuple roumain ayant retrouvé ses frontières définitives, il n'y aura plus lieu à ce qu'on appelait une politique impérialiste, une politique de conquête dont on se défie tellement. Forcément nous ferons une politique conservatrice, une politique de paix.

En ce qui concerne l'action intérieure la Roumanie devra se préoccuper de réaliser l'harmonie des classes, l'ordre social par conséquent. Elle devra refaire ses forces affaiblies au cours de la guerre, intensifier la production nationale, mettre en valeur les nombreuses richesses qu'elle possède. La Roumanie devra être dans cette partie de l'Europe un facteur de paix, d'ordre et de travail.

Dans ces conditions personne ne pourrait plus lui refuser le crédit.

VERIFICAT 2017

BIBLIOGRAPHIE

Analele statistice si economice ale României, revista. Bucuresti.

Independenta economica, revista. Bucuresti.

Buletinul statistic al Romaniei. Bucuresti, 1919-1920.

Statistica agricola a Romaniei. Minist. agriculturei, 1913-1920.

Statistica comerciala a Romaniei. Directia gen. a statisticei 1920.

Moniteur du Pétrole roumain. Revista. Bucarest.

Monitorul oficial. Desbaterile parlamentare, 1920.

Raportul anual al cons. de adtie al Bancei Nationale catre adunarea actionarilor, 1913-1920.

L'économiste français, 1920.

Le monde économique, 1920.

La cote officielle de la Bourse (Vidal), 1919-1920.

Goschen. — Théorie des changes étrangers, tr. française, 1863.

Reboud. — Essai sur les changes étrangers. Rousseau, Paris, 1900.

Gide. — Cours d'économie politique.

Raffalovich. — Le marché financier. Alcan, Paris, 1920.

Rist. — Les finances de guerre de l'Allemagne. Payot, 1921.

Subercaseaux. — Le papier-monnaie. Giard, 1920.

Vissering. — Problèmes internationaux économiques et financiers Giard, 1920.

Seligman. — Le coût de la guerre et la manière dont on y a pourvu. Giard. 1920.

Achille Loria. — Le peripezie monetarie della guerra. Milan, 1920.

Wagner (Ad.). — Traité de la science des finances, tr. française, Giard, 1912.

Schmoller. — Principes d'économie politique. Paris, 1906.

Menger (K.). — Der Uebergang zur Goldwahrung. Wien en Leipsig, 1892.

Lansbourgh. — Die Bank.

Germain Martin. — Les problèmes du crédit en France, éd. Payot, 1919.

John Meynard Keynes. — Les conséquences économiques de la paix. Nouvelle revue française, 1920.

Normann Angell. — Le chaos européen. Paris, 1920.

Levy (Raphaël-G.). — La paix juste, 1920.

Demangeon. — Le déclin de l'Europe, 1920.

Xenopol (N.). — La richesse de la Roumanie. Bucarest, 1916.

Angelesco (Dr.). — Cunoasterea si conducerea pietei economice. Flacara. 1915.

Karl Mann. — Gospodaria de rasboi in Romania. Gœbl., 1918.





TABLE DES MATIÈRES

Pages

CHAPITRE PREMIER. — *Qu'est-ce que le change. Considérations théoriques*..... 5

§ 1. — Les engagements internationaux et la modalité de leur liquidation..... 5

§ 2. — Le change entre pays à étalon d'or..... 11

§ 3. — Le change des pays à étalon d'or avec les pays à monnaie dépréciée..... 15

CHAPITRE II. — *Le problème du change pendant la guerre*..... 20

§ 1. — Considérations historiques..... 20

§ 2. — Le change des pays neutres pendant la guerre actuelle..... 25

§ 3. — Le change des pays belligérants. L'introduction du cours forcé. Le déséquilibre de la balance des paiements..... 26

§ 4. — La situation des belligérants par rapport aux neutres..... 35

CHAPITRE III. — *Le problème du change en Roumanie*. 37

§ 1. — La situation économique et financière de la Roumanie avant la guerre..... 37

§ 2. — La situation de la Roumanie pendant la neutralité..... 41

§ 3. — La situation de la Roumanie pendant la guerre et depuis..... 45

CHAPITRE IV. — *Les causes de la dépréciation du change roumain*..... 50

A. — *La circulation monétaire*..... 50

§ 1. — La théorie quantitative et la valeur de la monnaie 50
§ 2. — L'introduction du cours forcé 54
§ 3. — L'inflation monétaire et la dépréciation de la monnaie sur le marché intérieur 58
§ 4. La multiplicité des signes monétaires 63
B. — *La balance des paiements* 67
§ 1. — Le désequilibre de la balance des paiements. 67
§ 2. — L'affaiblissement de la production nationale et la désorganisation des transports 72
§ 3. — L'accroissement de nos dettes 78
C. — *Le crédit de l'Etat* 79
§ 1. — L'administration des finances de l'Etat 79
§ 2. — La situation politique 87
CHAPITRE V. — *Le rétablissement du change roumain.* 90
§ 1. — La solidarité des Etats et le problème du change 90
A. — *L'assainissement de la circulation monétaire.* 94
§ 1. — L'unification monétaire 94
§ 2. — La cessation des émissions 98
§ 3. — La déflation monétaire 99
§ 4. — La conversion monétaire 101
B. — *L'amélioration de la balance des paiements* ... 110
§ 1. — La production nationale et la capacité d'exportation 110
§ 2. — Le contrôle du commerce extérieur 114
§ 3. — Le contrôle des paiements extérieurs 116
§ 4. — L'exportation de la monnaie nationale 117
C. — *Le relèvement du crédit de l'Etat* 119
§ 1. — L'équilibre du budget de l'Etat 119
§ 2. — La consolidation de la dette flottante 122
§ 3. — La politique intérieure et extérieure de la Roumanie 126
BIBLIOGRAPHIE 129

Imprimerie JOUVE & Cie, 15, rue Racine, Paris. — 4948-21

VERIFICAT 2011
BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ BUCUREȘTI