

Aux nostalgiques de l'étalon-or

Depuis plus de quinze ans les cours de toutes les grandes monnaies fluctuent sur les marchés des changes agités par des déséquilibres commerciaux ou des bourrasques financières. Les effets de ces mouvements, souvent désordonnés, sont enfin reconnus pervers¹. L'idée progresse qu'il conviendrait d'imaginer et de mettre en œuvre un système monétaire international assurant une stabilité des cours grâce à des automatismes et des sanctions².

Par automatismes on entend des mécanismes mis en jeu indépendamment de toute intervention volontaire des autorités monétaires, qui rétabliraient le cours du change à son niveau antérieur dès qu'il s'en écarterait ; par sanctions ce qui obligerait les gouvernants à agir si les automatismes se révélaient impuissants. Cette ambition ravive le souvenir et donne à certains la nostalgie d'époques où, l'or servant d'étalon monétaire aux pays développés, les changes entre ces pays ont été fixes, plus ou moins durablement.

Est-il aujourd'hui possible d'agir en remontant le temps ?

Avant 1914 des monnaies d'or

Avant 1914 l'or formait la substance de pièces qui circulaient en tant que moyens de paiement, parallèlement à des billets et à un peu de monnaie scripturale. Le poids d'or de ces pièces servait à définir l'unité monétaire et le nombre d'unités correspondant à chaque pièce était inscrit sur l'une de ces faces. Les billets étaient convertibles en pièces d'or, auprès des banques émettrices. La frappe de pièces d'or, était à l'initiative des particuliers. L'importation et l'exportation d'or étaient libres.

1. Cf. J.-M. Jeanneney : « La danse maléfique des grandes monnaies » – *Lettre de l'OFCE* n° 2 de février 1983 et : « À la recherche d'un nouveau système monétaire international » – *Lettre de l'OFCE* n° 6 de juin 1983.

2. L'expression est d'Edouard Balladur dans un article intitulé « Restaurer le système monétaire » publié dans le numéro du *Monde* daté du 20 janvier 1988.

Ce système assurait la pérennité de la définition métallique de la monnaie, car, pour modifier celle-ci, on aurait dû retirer toutes les pièces de la circulation et les refondre en leur donnant un poids différent par unité monétaire³. D'autre part il maintenait automatiquement, grâce à des mouvements d'or, le cours des changes à proximité de la parité métallique des monnaies échangées⁴. Car dès que ce cours s'en écartait de plus de 1 ou 2 %, des arbitrages avaient avantage à prélever l'or dans les pays dont la monnaie était légèrement dépréciée et à le transporter dans le pays à monnaie quelque peu appréciée pour l'y faire frapper en pièces ou l'échanger contre des billets à la banque d'émission de ce pays. Par ce circuit de paiement, extérieur au marché des changes, ils rééquilibraient celui-ci en y réduisant l'offre de la monnaie faible et la demande de l'autre. Mais si le déséquilibre auquel cet automatisme faisait face s'était prolongé trop longtemps, le pays à monnaie faible aurait finalement perdu tout son or et le mécanisme aurait été brisé.

Selon une théorie classique un second automatisme entrerait en jeu, qui devait éviter cela. Les transferts d'or, en réduisant la masse monétaire dans le pays à monnaie forte et en l'augmentant dans le pays à monnaie faible, pensait-on, amenuiser dans celui-ci les revenus et faire baisser les prix, les élever dans celui-là, ce qui, en modifiant leurs balances commerciales, tendait à rééquilibrer les paiements donnant lieu à opérations de change entre eux.

Bien que les mouvements internationaux d'or monétaire aient été ces temps-là d'assez grande ampleur, on peut douter que la stabilité séculaire des cours des changes ait été due principalement à ce second mécanisme. Certes en France lorsque après la guerre de 1870-1871 la balance des paiements courants fut en déficit, il y eut pendant une dizaine d'années très peu de frappes de pièces d'or, l'encaisse or de la Banque de France diminua et la circulation des billets stagna. Et pendant ce temps le déficit de la balance commerciale se réduisit en effet, rétablissement d'équilibre de la balance des paiements courants. Lorsqu'à l'inverse, de 1904 à 1913, les

3. À moins que l'on ne recoure à des unités de compte distinctes des moyens de paiement, comme cela avait été le cas en France sous l'Ancien régime. Ce système avait été à juste titre abandonné en raison à la fois de sa complexité et des incertitudes qui en résultaient quant à la valeur réelle des créances.

4. La parité métallique des monnaies de deux pays était le rapport entre le poids d'or correspondant à chacune d'elles qui déterminait la valeur de chaque unité par rapport à l'autre.

frappes de pièces d'or furent abondantes et l'augmentation de l'encaisse or de la Banque de France forte, ce qui éleva rapidement le montant des billets en circulation, la balance commerciale, qui était équilibrée en 1905, devint largement déficitaire. Mais à l'encontre de la théorie on observe que de 1889 à 1904 le déficit de la balance commerciale avait continué à se réduire, bien que les frappes de pièces d'or aient été nombreuses et que l'encaisse or de la Banque de France et les billets en circulation aient crû respectivement de 49 et 42 %. De même aux États-Unis les années 1873 à 1882 et les années 1893 à 1911, pendant lesquelles le nombre des pièces d'or frappées a été particulièrement élevé, sont celles où est apparu néanmoins, puis réapparu un excédent commercial rendant la balance des paiements courants positive. Au Royaume-Uni de 1850 à 1900 les forts excédents de la balance des paiements courants ne s'accompagnèrent d'aucun accroissement de l'encaisse or de la Banque d'Angleterre, ni du volume des billets⁵.

Plus qu'à des ajustements des balances commerciales provoquées par des entrées et sortie d'or, la stabilité des changes a été due à des mouvements de capitaux. Toute sortie de capitaux flottants tendait à faire monter les taux d'intérêt au jour le jour et, par là-même, à inverser le flux de ces capitaux. Ce mécanisme était renforcé par l'action volontaire des banques centrales, maniant leur taux officiel d'escompte pour s'opposer à des pertes d'or excessives parce qu'elles auraient risqué de faire douter de leur capacité à assurer la convertibilité de leurs billets et de provoquer une panique, destructrice du système. Non moins essentiels étaient les mouvements de capitaux à long terme, consistant en investissements ou en prêts obligataires faits à l'étranger par les ressortissants des pays dont la balance des paiements courants était fortement et durablement excédentaire. Ils s'opéraient spontanément, à l'instigation de banques privées, selon les occasions d'investir plus ou moins fructueusement ou les différences des taux d'intérêt d'un pays à l'autre. Les banques d'émission ne pouvaient influencer directement ces taux longs, qui dépendaient des capacités d'épargne et des risques courus ici ou là.

5. Pour toutes ces données de fait, cf. Jean-Marcel Jeanneney et Elizabeth Barbier-Jeanneney : *Les économies occidentales au XIX^e siècle à nos jours*, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques. Tome I. Diagrammes, planche V 1à 6 et VII 23 à 28.

Cependant l'existence de pièces d'or en circulation n'était pas à cet égard indifférente. Elle était propice à la réalisation de prêts internationaux à taux relativement bas, qui irriguaient l'économie mondiale, car si les prêteurs les consentaient volontiers, c'est que le libellé et le règlement des créances étaient en des monnaies s'identifiant indissolublement à l'or, dont l'histoire attestait la constance du pouvoir d'achat à long terme⁶. D'autre part les gouvernants, conscients de l'attachement que riches et pauvres portaient à l'or, donc soucieux de conserver dans leur pays une circulation de pièces d'or, étaient, sinon obligés, du moins fortement incités à ne pas les faire fuir par des politiques budgétaires qui eussent réduit l'épargne nationale ou inquiète les prêteurs étrangers.

Quoi qu'il en fût, le bon fonctionnement du système reposait autant sur le rôle propre de la livre sterling et sur celui de l'or. Elle constituait la principale monnaie de règlement de créances internationales, la place de Londres finançant une très large part du commerce mondial par des prêts à court terme, qui venaient combler les déséquilibres momentanés des marchés des changes avant même que des mouvements d'or interviennent. Cette place financière le pouvait non seulement parce qu'elle recevait d'amples dépôts étrangers grâce à une remarquable organisation façonnée au long des ans et à la réputation de ses banques commerciales, mais parce que la balance des paiements anglaise était toujours en large excédent, ce qui lui permettait d'assurer de larges financements. La valeur-or incontestée de la livre constituait le fondement de cette activité, mais c'est la livre et non l'or qui en était l'instrument.

Puis des étalons-or imparfaits

Les pièces d'or disparurent de la circulation pendant la première guerre mondiale. Désormais les unités monétaires demeurèrent définies au moins théoriquement par un poids d'or jusqu'en 1976, mais les billets et monnaies scripturales ne furent convertibles en

6. En dépit de quelques fluctuations les prix à la consommation furent en France exactement au même niveau de 1900 à 1910 que de 1855 à 1865, au Royaume-Uni en 1911 et 1912 qu'en 1852 et 1853, aux États-Unis, malgré l'intermède inflationniste de la guerre de Sécession, de 1902 à 1905 qu'en 1852.

or, exclusivement sous forme de lingot, qu'en certaines années et à certaines conditions, différentes selon les pays.

Entre les deux guerres mondiales la convertibilité, lorsqu'elle existait, donnait aux particuliers le droit d'échanger de la monnaie fiduciaire contre des lingots d'or auprès des banques centrales à un prix officiel. Cette modalité de l'étalon-or assurait bien à chaque instant le maintien des cours des changes à la parité métallique, mieux même qu'au temps où circulaient des pièces d'or, les arbitragistes n'ayant plus à prendre en compte des frais de frappe. De plus quand les sorties ou entrées d'or étaient provoquées par des déficits ou excédents des balances des paiements courants, il se pouvait qu'en contractant ou en gonflant les masses monétaires et en faisant s'élever ou baisser les taux d'intérêt, elles contribuent au retour d'un équilibre durable de cette balance. Mais l'absence de pièces d'or en circulation permettait aux États de changer à volonté la définition de leur monnaie en poids d'or, ce que tous firent une ou plusieurs fois. Cette possibilité introduisait une faille dans le système. Les banques centrales ont souvent vu leurs réserves d'or augmenter ou diminuer beaucoup, mais rarement par l'effet d'excédents ou de déficits des balances des paiements à combler, bien plus souvent par celui d'allées et venues de capitaux spéculatifs, attirés ou repoussés par la croyance en des changements prochains de l'équivalence en or de certaines monnaies. Loin d'être régulateurs ces mouvements étaient déstabilisateurs. L'étalon-or se trouva dévoyé.

Après la Seconde Guerre mondiale le système monétaire convenu en 1946 à la conférence de Bretton-Woods maintenait le principe d'une définition en or des monnaies, qui devait être autant que possible fixe ; mais il ne reconnaissait plus qu'aux banques centrales le droit de demander la conversion en or de leurs créances à vue. Les devises qu'une banque centrale acquérait à l'étranger lui procurant des intérêts, elle avait avantage à ne jamais transformer ces avoirs en or. Si elle le faisait néanmoins ce retrait n'avait aucun effet certain sur les masses monétaires des pays concernés, car toute proportion légale entre l'encaisse or des banques d'émission et leurs engagements à vue avait été abolie. Aucun automatisme régulateur ne jouait donc.

Cependant les banques centrales avaient l'obligation d'empêcher leur monnaie de se déprécier par rapport à leur définition en

or en puisant dans leurs ressources d'or ou de devises pour intervenir sur le marché des changes. Mais si les réserves d'un pays étaient proches de l'épuisement et s'il ne voulait ou ne pouvait les reconstituer en empruntant à l'étranger, ou encore s'il se refusait à les réduire au-delà d'un certain seuil, il était obligé d'agir. Il était contraint ou de dévaluer sa monnaie en modifiant sa définition, avec l'espoir que cela redressait sa balance des paiements et inverserait les mouvements de capitaux, ou de recourir à un contrôle des changes, qui n'était qu'un palliatif, ou de la laisser flotter. Lorsque les États-Unis virent leurs réserves d'or tomber en 1971 à la moitié de ce qu'elles étaient en 1957, ils décidèrent en août de mettre fin à toute convertibilité du dollar en or. Ce fut la fin de ce pseudo étalon-or, à qui le dollar servait de pivot.

Que faire ?

Puisque l'étalon-or d'avant 1914 a assuré une fixité séculaire des cours des changes, mais qu'on ne peut, pour de multiples raisons, rétablir la circulation des pièces d'or dans le monde, et puisque les deux étalons-or abâtardis pratiqués ensuite se sont révélés impuissants à maintenir longtemps des taux de change stables, il serait vain d'espérer en une solution miraculeuse fondée sur un recours à l'or. Si donc l'on veut que la croissance de l'économie mondiale ne soit plus entravée par l'insécurité que provoquent des changes incertains, il n'est d'autre remède qu'institutionnel.

Il faut que les cours des monnaies entre elles aient été irrévocablement choisis et qu'une autorité monétaire internationale ait le pouvoir de recommander et au besoin d'imposer aux États adhérents et fidèles au système les disciplines monétaires et budgétaires nécessaires au maintien de ces cours. Ces disciplines devront être telles que spontanément des mouvements de capitaux privés non spéculatifs compensent les excédents et déficits des balances des paiements courants que justifient des degrés inégaux de développement des économies nationales ou des décalages conjoncturels momentanés. Ainsi seulement on pourra avoir une bonne chance qu'offres et demande de devises s'équilibrent sur les marchés des changes à des cours fixes, non seulement jour après jour, mais à longueur de plusieurs décennies.