Le problème de l'or, droits de tirage spéciaux et taux de change flottants

Autor(en): **Iklé, Max**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique franco-suisse**

Band (Jahr): **49 (1969)**

Heft 4: **La situation monétaire internationale**

PDF erstellt am: **29.05.2024**

Persistenter Link: https://doi.org/10.5169/seals-888104

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.
Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.
Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Ein Dienst der *ETH-Bibliothek*
ETH Zürich, Rämistrasse 101, 8092 Zürich, Schweiz, www.library.ethz.ch

http://www.e-periodica.ch

Le problème de l'or, droits de tirage spéciaux et taux de change flottants

Dr Max IKLÉ

A. Directeur de la Banque Nationale Suisse

1. LE ROLE DE L'OR

Actuellement, les réserves monétaires mondiales atteignent $ 68,3 milliards, dont $ 39 milliards en or et $ 29,3 milliards en devises. En ce qui concerne l'encaisse-or, $ 2 milliards sont déposés auprès d'institutions internationales, telles que le Fonds Monétaire International et la Banque des Règlements Internationaux (BRI), et $ 37 milliards sont intégrés aux réserves monétaires des banques d'émission. Ainsi, l'or constitue toujours la majeure partie des réserves monétaires et personne ne pense sérieusement à le démonétiser entièrement. L'or est la réserve monétaire par excellence : en effet, les banques d'émission du monde occidental l'acceptent en tout temps d'autres banques centrales au prix de $ 35 l'once. Il garde toujours sa valeur et est accepté en paiement sans restriction. Par contre, il n'existe pas en quantité illimitée, ce qui est un avantage selon les uns et un inconvénient selon les autres. Sous le régime de l'étalon-or, le métal jaune avait un effet régulateur, obligeant les pays ayant une politique monétaire insuffisante et dont les réserves d'or s'épuisaient, à restreindre la masse monétaire. On parle à ce propos d'un automatisme de l'or. Ce n'est pas sans raison qu'un expert comme M. Jacques Rueff préconise depuis longtemps un retour à l'étalon-or assorti d'une suppression des réserves de devises. Ceci présuppose toutefois l'augmentation de 100 % du prix de l'or. Si, en vertu de ce plan, soit après avoir doublé le prix de l'or, 75 % des avoirs en devises des États-Unis étaient convertis en or, plus de la moitié de l'encaisse-or se montant alors à $ 78 milliards se trouverait dans les pays européens industrialisés, en premier lieu dans les pays du Marché commun et en Suisse, alors que les réserves d'or des États-Unis seraient réduites à une somme insignifiante. Il est évident que, dans ce cas, le dollar perdrait son rôle de monnaie directrice et de monnaie de réserve. Le système actuel de la convertibilité des monnaies ne pourrait plus fonctionner comme jusqu'ici. Ce plan n'est donc pas réalisable.

En raison de la diminution des stocks d'or des États-Unis, les pays non américains ne convertissent en or les dollars qu'ils ont dans leurs réserves qu'avec nne grande retenue. La République fédérale d'Allemagne s'est même engagée à renoncer à de telles conversions. Depuis la création d'un marché monétaire international (Euro-

marché) et l'extension du système swap américain, les réserves monétaires mondiales en or ne se sont pas sensiblement modifiées. Une exception : la France, qui a dû vendre une bonne partie de ses réserves d'or pour combler le déficit de sa balance des paiements. Les stocks d'or monétaire des banques d'émission ne constituent plus aujourd'hui qu'une *réserve de crise* qu'on ne touche qu'en cas d'urgence. Aucune banque centrale ne veut cependant renoncer à de telles réserves, car en temps de guerre, l'or est le seul moyen de paiement reconnu universellement, sans aucune restriction.

De 1962 à 1968, les banques d'émission ont stabilisé le prix de l'or sur le marché libre en prenant pour base le prix officiel. La spéculation sur l'or, qui a pris des proportions gigantesques depuis la dévaluation de la livre, a rendu nécessaire un dédoublement du marché de l'or au printemps 1968. Dès lors, les banques centrales n'interviennent plus sur le marché libre et le prix du métal jaune a dépassé par moments $ 43 l'once, mais est retombé entre-temps à $ 38. Les banques d'émission de l'ancien Pool de l'or ont également renoncé à s'approvisionner sur le marché libre. Une question controversée est de savoir si l'or de la nouvelle production sud-africaine peut être acheté par les banques d'émission au prix de $ 35 l'once. La division du marché de l'or n'a pas suscité de perturbations. Il faut dire qu'avant 1962 déjà, le prix de l'or sur le marché libre avait dépassé à plusieurs reprises le cours officiel.

2. DROITS DE TIRAGE SPÉCIAUX (DTS)

A la dernière assemblée annuelle du Fonds Monétaire International (FMI), il a été décidé de créer des droits de tirage spéciaux (DTS) à partir du 1er janvier 1970. Ces droits sont des limites de crédit allouées aux membres du Fonds. Ils se distinguent des droits de tirage normaux sur le FMI qui supposent le versement préalable de quotas et d'une couverture-or de 25 %, par le fait qu'aucune condition n'est liée à l'octroi du crédit et que son remboursement ne doit se faire que dans une mesure limitée. Les Pays doivent veiller seulement à ne pas utiliser plus de 70 % de leurs attributions de DTS pendant une période de cinq ans. Dans le cadre de ce système, les pays créanciers sont obligés de mettre à disposition du FMI des devises jusqu'à concurrence de 200 % de leurs droits de tirage. L'émission de droits de tirage spéciaux s'élève à $ 3,5 milliards la première année, et à $ 3 milliards pour chacune des deux années suivantes. L'attribution se fait sur la base des quotes-parts dans le capital du FMI. Les membres sont autorisés à intégrer leurs droits de tirage aux réserves monétaires.

Pour la première fois, une institution internationale a créé des *réserves monétaires artificielles*. Comme elles sont liées à une clause-or on parle également d'« or-papier ». Que cette solution ne réjouisse pas les partisans de l'étalon-or, est bien compréhensible. La Suisse, n'étant pas membre du FMI, ne participera pas à ce système. Elle suit une politique monétaire qui se rapproche plutôt des règles de l'étalon-or, puisqu'elle s'efforce de couvrir dans une large mesure la circulation monétaire et de constituer la majeure partie de ses réserves monétaires avec de l'or. La crainte que les droits de tirage spéciaux entraînent un relâchement de la discipline monétaire et, par la suite une inflation dans le monde entier n'est pas sans fondement. Il ne faut cependant pas perdre de vue l'ordre de grandeur des attributions. Les États-Unis, disposant du plus grand quota au FMI, ne toucheront que $ 875 millions sous forme de DTS sur les $ 3,5 milliards émis dès 1970.

En regard du déficit de la balance des paiements des États-Unis ces dernières années, qui a atteint à plusieurs reprises $ 3 milliards, ce montant ne semble pas exagéré. Les pays du Marché commun recevront au total $ 620 millions de DTS. L'attribution de ces droits ne signifie pourtant pas que des capitaux de l'ordre de 3,5 milliards seront tout à coup mis en circulation. Seuls les pays qui ont une balance des paiements déficitaire pourront faire usage de leurs droits. Étant donné que par la force des choses ces pays sont équilibrés par ceux ayant une balance des paiements excédentaire, seule la moitié environ des droits seront utilisés au pis aller et susceptibles d'exercer des effets inflationnistes.

Les droits de tirage spéciaux vont reléguer l'or en tant qu'instrument de paiement international au deuxième rang. A l'avenir, les pays accusant un déficit auront recours en premier lieu aux droits de tirage spéciaux et ne se serviront de leurs réserves en devises et en or que lorsqu'ils auront épuisé leurs droits. Ce système permet aux États-Unis de ménager leurs stocks d'or monétaire puisqu'ils auront dorénavant la possibilité de céder des DTS à la place de l'or. Les pays à balance des paiements excédentaire devront résoudre le problème suivant : changer leurs avoirs en dollars en DTS ou les ajouter à leurs réserves de devises. Comme les DTS ne sont utilisables que dans une mesure restreinte et ne rapportent que peu d'intérêts, la part des pays non américains désirant conserver des dollars devrait à nouveau s'accroître. Ainsi, les DTS viennent en quelque sorte protéger doublement les stocks d'or américains et il est compréhensible que les autorités monétaires américaines aient attaché la plus grande importance à leur création. Le dollar restant la monnaie directrice du système monétaire du monde occidental, il ne faut pas sous-estimer le rôle que jouent les DTS en vue de renforcer ce système.

Mais il y a là également un danger. En effet, le risque de pertes d'or étant plus ou moins écarté aux États-Unis, il se pourrait toutefois que le clan de ceux qui prônent une politique monétaire adaptée exclusivement aux besoins internes reçoive du renfort. Au cas où, consécutivement à l'attribution des DTS, les États-Unis relâcheraient leurs efforts en vue d'assainir leur balance des paiements, on pourrait reprocher à juste titre à ce

système de favoriser l'inflation. L'économie mondiale dépendra dans une mesure toujours plus forte de la politique économique et monétaire des États-Unis. Aussi est-il souhaitable que les autorités monétaires américaines poursuivent leurs efforts en vue de redresser l'équilibre de leur balance des paiements.

3. TAUX DE CHANGE FLOTTANTS

Les crises monétaires des dernières années ont relancé l'idée des taux de change flexibles. On reproche au système de Bretton Woods, qui exige des pays membres de maintenir leurs monnaies à des parités fixes avec une marge de ± 1 %, d'être trop rigide. Ce système présuppose que les pays membres coordonnent leur politique économique. Mais comme cela n'est pas réalisable, il s'ensuit des décalages entre les différents niveaux des prix, ce qui entraîne des ajustements de cours périodiques. Les adaptations intervenant trop tard dans la plupart des cas, des crises monétaires se sont succédé depuis 1964. Il est donc nécessaire de donner plus de souplesse au régime des parités fixes et d'adapter progressivement les taux de change à l'évolution du marché.

A ce sujet, on a proposé de libérer les taux de change et de les laisser suivre le jeu de l'offre et de la demande. Cette proposition extrême s'oppose à celle d'un élargissement des marges à ± 5 %. De nombreux professeurs américains recommandent une solution intermédiaire, le « crawling-peg ». D'après ce système les pays possédant une devise forte et une balance des paiements excédentaire devraient réévaluer progressivement leur monnaie d'une semaine à l'autre ou d'un mois à l'autre de sorte que la réévaluation n'excède pas 2 à 3 % à la fin de l'année. Les pays à balance déficitaire et possédant une devise faible devraient dévaluer leur monnaie de manière correspondante. Le système du « crawling-peg » peut être combiné avec celui de l'élargissement des marges. On attend d'un tel mécanisme une flexibilité plus grande, ainsi qu'un réajustement constant des parités à l'état de la balance des paiements ou à la structure des prix, afin d'éviter à l'avenir les déséquilibres qui sont à l'origine des crises monétaires. En théorie, un tel processus d'ajustement semble offrir maints avantages, ce qui explique pourquoi tant d'économistes éminents se rallient à cette méthode.

Dans la pratique, cependant, la flexibilité des taux de change pose certains problèmes. Tout d'abord, il ne faut pas négliger le côté psychologique d'une telle mesure. Un système monétaire ne peut fonctionner que s'il a la confiance du monde de la finance et de l'économie. Aucun système ne donnera satisfaction si la confiance fait défaut. Les théoriciens croient que le monde accordera plus de crédit aux taux de change flexibles qui ne sont pas soumis aux crises monétaires. Les praticiens, en revanche, sont persuadés que les taux de change flottants minent d'emblée toute confiance.

L'application du système crawling-peg crée toutefois de grandes difficultés. Il faut d'abord savoir sur quels critères le baser. Ni la balance commerciale, ni la balance des revenus, ni la balance de base ou la balance des paiements prise dans son ensemble ne sont des éléments donnant entière satisfaction. Si la balance des paiements ne se bornait qu'à enregistrer les mouvements de marchandises, les choses seraient relativement faciles; mais elles se compliquent dès qu'il faut tenir compte des services et des mouvements de capitaux à court et à long terme. Un pays possédant une balance des revenus excédentaire, mais une balance des capitaux déficitaire et une balance de base fortement déficitaire, doit-il réévaluer ou dévaluer? Doit-on tenir compte ou non des mouvements de capitaux à court terme? Mais les choses deviennent encore plus compliquées. La tendance de la balance des paiements peut se modifier au courant de l'année et, aux États-Unis, on a déjà vu les résultats du 4e trimestre changer fondamentalement l'état de la balance des paiements, aussi bien dans le sens positif que négatif. Doit-on par conséquent se référer au niveau des prix? Les banques d'émission qui luttent contre des tendances inflationnistes, ne renonceront pas sans réticence aux taux de change fixes, car cette mesure entraînerait une intensification de la lutte contre la surchauffe.

Depuis l'introduction de la convertibilité des monnaies, l'économie mondiale a fait de grands progrès dans le domaine de l'intégration. Outre la naissance du Marché commun et de L'AELE, la division du travail entre pays moins intégrés économiquement s'est également accrue. Par ailleurs la création de l'euro-marché a lié davantage les marchés monétaires. Alors que les parités fixes favorisent l'intégration, les taux de change flottants la freinent. Le marché agricole de l'Europe des Six en est un exemple typique. Aussi bien la dévaluation du franc français que la réévaluation du mark allemand ont ébranlé ce marché jusque dans ses bases, et ce n'est pas un hasard si la Commission du Marché commun fait des réserves sur les marges actuelles de ± 1 %. Elle penche en faveur de la suppression de ces marges de fluctuation.

Si le système des parités libres se heurte à des obstacles de taille, il pose des problèmes encore plus nombreux dans un pays comme la Suisse, place financière internationale obligée de placer à nouveau sur le marché monétaire international les capitaux étrangers confiés à ses banques. Ce sont précisément ces placements à court terme qui sont menacés par les taux de change flottants. On peut même se demander si l'euromarché ne s'effondrerait pas à la suite de cette mesure. La Suisse, dont les banques et les assurances travaillent à l'échelon international, ne peut pas se permettre de laisser flotter sa monnaie.

Malgré l'appui donné par les économistes au système des taux de change flottants, nous ne pensons pas qu'il ait des chances de devenir réalité.