

Le prix de l'or

Autor(en): **Chollet, Alexandre**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **17 (1959)**

Heft 2

PDF erstellt am: **26.04.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-135085>

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.

Documents

Le prix de l'or

(Suite)¹

par ALEXANDRE CHOLLET

Paralysie du commerce international, sorties d'or, crise économique, telles sont les forces qui, au dire de nombreux économistes, finiront par avoir raison de l'opposition américaine à un relèvement du prix de l'or. Que valent ces arguments, quelles sont les objections qu'on leur oppose, c'est ce que nous allons examiner dans les trois chapitres qui suivent.

II. Ajustement du prix de l'or au volume du commerce mondial

Comme on le sait, la valeur de l'or est restée inchangée aux Etats-Unis depuis 1934, alors que le monde entier connaît depuis la guerre une hausse générale des prix qui ne semble pas près de prendre fin. Aujourd'hui donc, une tonne d'or ne permet plus d'acheter la même quantité de marchandises qu'il y a vingt-cinq ans² et on en est venu à se demander si le stock mondial de métal jaune correspondait encore aux besoins du commerce international. Nombre d'experts monétaires, répondant par la négative, préconisent un relèvement du prix de l'or³. Une telle mesure, prévue d'ailleurs aux statuts du FMI, leur paraît un remède à la fois simple et efficace pour permettre au monde libre de sortir de ses difficultés de change et favoriser l'expansion du commerce mondial. En dépit de son apparente rigueur logique, ce point de vue n'est pas partagé par le FMI qui, dans une étude approfondie parue en août 1958⁴, arrive à une conclusion opposée : on ne peut considérer le niveau actuel des réserves comme inadéquat si l'on veille à ce que la discipline monétaire soit respectée et à ce que le crédit international fonctionne.

¹ Voir numéro de janvier 1959, p. 100.

² Dans un message au Congrès, le président Eisenhower a illustré cette situation de manière imagée lorsqu'il a dit que les bombardiers modernes coûtaient leur poids en or, c'est-à-dire 1,13 million de dollars la tonne.

³ Surtout les Anglais Lionel Robbins, Roy Harrod, Dr William Busschau ; chez les Américains, citons Philip Cortney, Franz Pick et la revue financière *Barron's*, qui ne jouissent cependant pas du même renom.

⁴ « International Reserves and Liquidity. »

Il est curieux de constater que ces opinions divergentes ont été formulées à partir des mêmes données de base, qui sont les suivantes :

Réserves monétaires et importations depuis 1913

MONDE	IMPORTATIONS	OR ¹	OR ET DEVISES ²	OR	OR ET DEVISES
	MILLIARDS DE DOLLARS			EN % DES IMPORTATIONS	
1913	21,0	4,0	4,5	19	21
1928	30,6	9,8	12,9	32	42
1937	27,3	25,3	27,7	93	101
1950	59,3	35,3	48,9	60	82
1957	107,0	38,6	54,5	36	51
MONDE SANS LES USA					
1913	19,2	2,2	2,7	11	14
1928	26,2	6,1	9,3	23	35
1937	23,7	12,5	14,9	53	63
1950	49,7	12,4	25,9	25	52
1957	92,8	15,7	31,6	17	34

¹ Y compris celui des organisations internationales. Or à \$ 20,67 l'oz avant 1934.
² Non compris les devises des organisations internationales.
 SOURCE : FMI : *International Financial Statistics*.

Roy Harrod, que l'on peut considérer comme l'avocat le plus représentatif de la thèse de la revalorisation¹, estime que l'année 1937 peut être choisie comme période de référence pour calculer les réserves normales sans que la comparaison surestime la pénurie d'or, au contraire. En effet, les experts avaient déjà fait remarquer que, dans l'entre-deux guerres, le stock d'or n'augmentait pas assez rapidement et, d'après lui, la dévaluation de Roosevelt n'a pas été suffisante pour supprimer la gêne financière. Après avoir fait observer que la livre et le dollar n'ont apporté qu'une faible contribution à la liquidité, il attribue la stagnation de la production industrielle anglaise au manque de réserves et affirme que d'autres pays européens sont dans la même situation. La contraction qui menace le commerce mondial est entièrement due à la pénurie artificielle de liquidité créée par la fixité de la valeur or du

¹ « Why the dollar price of gold must rise », *Optima*, septembre 1958. *Optima* est une revue d'économie politique publiée par l'Anglo-American Corp. of South Africa. Harrod préfère la statistique des exportations mondiales fob comme indice du commerce international, en raison des difficultés d'évaluation des importations cif. Cette modification ne tire toutefois pas à conséquence.

dollar. Il chiffre ce manque de liquidité à 76,6 milliards de dollars sur la base de l'expansion du commerce mondial depuis 1937. De plus, si le développement de celui-ci devait se poursuivre au rythme de 4 % l'an, il nécessiterait, même sans hausse de prix, un accroissement annuel du stock d'or de 4,6 milliards de dollars. Après avoir relevé qu'aucune augmentation des quotas du FMI ne pourrait combler un tel déficit, Harrod conclut qu'il est indispensable de doubler le prix de l'or ou, encore mieux, de le porter à 100 dollars l'once ¹, faute de quoi, d'ici dix ans, le commerce international aura dégénéré en un système restrictif, bilatéral et totalitaire.

D'une manière générale, la thèse de la revalorisation peut être mise sous la forme du syllogisme suivant, qui facilitera l'exploration systématique des différents arguments.

La liquidité internationale est insuffisante pour faire face aux besoins du commerce mondial.

Seule la hausse du prix de l'or peut accroître la liquidité globale.

Donc il faut augmenter le prix de l'or.

Examinons ces trois propositions.

A. LA LIQUIDITÉ INTERNATIONALE EST-ELLE SUFFISANTE ?

La majeure du syllogisme pose deux problèmes de définition et deux problèmes de fond.

1. Définition de la liquidité

La définition doit être assez large pour tenir compte de toutes les monnaies acceptables en paiement de dettes étrangères. L'étude déjà mentionnée du FMI définit les réserves comme étant les avoirs officiels d'un pays en or, dollars, sterling ou autres actifs en monnaies étrangères, calculés à leur valeur brute, c'est-à-dire sans déduire les dettes à court terme qui s'y opposent. Dans sa déclaration à l'assemblée annuelle du FMI à New Delhi, l'ancien ministre des finances de l'Afrique du Sud, J. F. Naudé, accuse cette définition de n'être pas réaliste, car elle ignore le fait que les réserves de devises dans un pays ont pour contrepartie des dettes à court terme dans le bilan du pays débiteur. Si ces dettes ne jouaient pas de rôle, le problème de la liquidité pourrait être facilement résolu par l'octroi de crédits mutuels entre pays, soit sous forme d'arrangements bilatéraux, soit par l'intermédiaire du FMI ².

¹ L'*Economist* du 3 mai 1958 a également proposé de tripler le prix de l'or.

² Le FMI admet qu'il faut adopter une conception plus complexe de la liquidité lorsqu'on étudie les problèmes des réserves par pays, mais considère que sa première définition est la plus courante et la plus pratique pour une discussion générale et historique. Les données brutes permettent une plus grande précision dans les comparaisons, car il est souvent difficile de savoir ce qu'il faut entendre par dettes à court terme.

Une position intermédiaire et probablement plus exacte est prise par T. de Vries dans son article « International Liquidity »¹. Il distingue entre les pays banquiers (USA et Royaume-Uni) et les pays non banquiers. Les avoirs des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne servent, selon lui, de couverture à leurs dettes à court terme, de sorte que la liquidité internationale proprement dite est définie comme étant le total de l'or, des dollars et du sterling détenu par les pays non banquiers, à quoi il faut ajouter leurs droits de tirage inutilisés au FMI (tranche or plus « stand-by credits » disponibles). Il résulte de cette définition que seuls les paiements entre les pays banquiers et le reste du monde changent le montant de la liquidité internationale alors que les paiements entre pays non banquiers ne font que redistribuer des réserves existantes.

Sans souscrire à une notion aussi étroite de la liquidité internationale, on peut retenir la distinction entre pays banquiers et non banquiers comme critère de la définition de la liquidité en disant qu'il faudrait procéder à un ajustement statistique pour les dettes à court terme dans les pays qui sont des centres de réserves, afin d'éliminer des doubles emplois. En outre, il y aurait lieu d'inclure, pour être exact, les créances privées sur l'étranger, ce qui n'est pas le cas dans la définition du FMI qui ne retient que les réserves officielles.

Ces précisions mettent en évidence les limites de la méthode statistique appliquée au problème de la liquidité internationale. S'il n'y a pas de définition unique des réserves répondant à tous les besoins et valable pour tous les pays, il convient de ne pas l'oublier lorsqu'on veut tirer des conclusions des chiffres bruts qui sont le plus souvent cités.

2. Définition du niveau adéquat des réserves

Ce problème se prête encore moins que le précédent à une expression statistique. Pour être adéquates, les réserves doivent-elles simplement permettre de couvrir les fluctuations normales de la balance des paiements, de surmonter une crise passagère ou encore de faire face à des événements extraordinaires ? Chaque pays devra en décider selon ses propres éléments d'appréciation, mais la réponse ne saurait se ramener à une simple relation arithmétique. Il ne faut pas perdre de vue non plus la part de convention qu'il y a dans la détermination de cet optimum de réserves, les pays finissant par considérer comme adéquat le niveau auquel ils sont habitués.

a) *L'élément de référence*

Les réserves servant à liquider les soldes des balances de paiement, il est naturel qu'elles soient mises en relation avec le commerce extérieur qui est l'élément le plus important de cette balance. C'est la méthode qu'adopte le FMI tout en reconnaissant qu'on obtient ainsi une idée seulement préliminaire

¹ Economisch-Statistische Berichten of the Nederlandsch Economisch Institut, du 24 septembre 1958.

de la suffisance des réserves. M. Naudé estime que cette manière de faire aboutit à une sous-estimation des besoins de liquidité, vu que les créances sur un pays ne résultent pas uniquement de ses importations, mais aussi de ses transactions financières et des mouvements de capitaux. Le niveau des réserves exerce d'autre part une influence plus grande sur le mouvement international des capitaux que sur les importations, car leur mécanisme compensatoire cesse d'obéir aux variations du taux d'intérêt quand un pays doit continuellement prendre des mesures pour protéger des réserves insuffisantes. L'objection de M. Naudé serait donc à retenir si, statistiquement, il n'était pas si difficile de saisir les transactions financières internationales avec précision. Cela, joint au fait que ces mouvements ne sont pas partout libres, limite malheureusement leur utilisation comme élément de référence.

b) *Le niveau des réserves*

On a l'habitude de considérer que le problème de la liquidité se pose sur le plan global seulement et que l'insuffisance des réserves de certains pays représente un problème de répartition ayant son origine dans un déséquilibre continu de la balance des paiements et non dans une pénurie de moyens monétaires disponibles. En réalité, la balance mondiale des paiements n'étant qu'un concept statistique, on devrait plutôt se demander si parler de pénurie globale a un sens. Autrement dit, quelles seraient les réserves mondiales nécessaires s'il n'y avait aucun déséquilibre dans les balances nationales ?

Les réserves servant à équilibrer des balances individuelles, leurs variations ont en principe un caractère résiduel, c'est-à-dire sont le résultat net d'autres politiques. Cependant, il existe un niveau minimum au-dessous duquel les autorités monétaires s'efforcent de ne pas tomber. La reconstitution ou le maintien du stock monétaire peut alors devenir un objectif économique en soi. Il est dès lors concevable que, si plusieurs pays décident que leurs réserves sont insuffisantes par rapport au volume des transactions internationales et s'efforcent simultanément de les accroître, les réserves totales puissent se révéler trop faibles pour permettre ces ajustements ¹.

Il y a donc un certain montant d'or et de devises qui sert d'encaisse permanente et qui représente un minimum au-dessous duquel on ne saurait descendre même si toutes les balances individuelles étaient pour un temps en parfait équilibre. Ce n'est que dans cette limite qu'on peut parler d'un problème de liquidité globale. Pour le reste, la question ne peut être dissociée du déséquilibre des balances et il semble que tout ce que l'on puisse dire, c'est que « le total des réserves est suffisant si les réserves de tous les pays séparément sont adéquates » ².

¹ « It is the sum total of individual country decisions to increase, decrease, or maintain reserves which determines whether total reserves are adequate or inadequate. From an over-all point of view, a reserve situation can be characterized as adequate when the total of reserves is sufficient, its composition is appropriate, and the distribution of reserves is in accordance with effective country demands for them. » (FMI, *op. cit.*, p. 42.)

² HILL et THOME : « International liquidity problems and their implications for Sweden », dans *Skandinaviska Banken Quarterly Review*, octobre 1958.

Il est malheureusement presque impossible d'établir scientifiquement quel est le montant adéquat des réserves individuelles. Cette notion varie en outre dans le temps et de pays à pays. Il faut tenir compte de l'histoire, des conventions, des habitudes d'épargne et de la position bancaire internationale de chaque pays. D'une manière générale, il faudra des réserves plus importantes pour les pays dont la balance des paiements est sujette à de fortes fluctuations saisonnières, pour ceux qui ont des dettes à court terme élevées ou qui sont fortement dépendants du commerce international.

Le niveau satisfaisant des réserves ne peut être déterminé une fois pour toutes ni fixé dans le vide. Il faut tenir compte du milieu (taux de change, équilibre dans le commerce international, confiance générale, politique fiscale et monétaire), car les réserves ne sont pas le seul élément qui permet de maintenir un fonctionnement harmonieux du système monétaire et de change. Le FMI va jusqu'à dire que le milieu dans lequel un mécanisme monétaire opère est plus important que le niveau des réserves disponibles. À part le milieu, le crédit dont jouit un pays et la présence d'un mécanisme financier international efficace sont également des facteurs essentiels. Pour M. Naudé, ce point de vue néglige le fait que le milieu peut changer soudainement et qu'un niveau adéquat de réserves joue lui-même un rôle primordial dans la création d'un milieu favorable. C'est pourquoi, selon sa définition, le niveau des réserves pour être suffisant doit permettre — compte tenu des engagements existants — de maintenir la confiance envers la monnaie dans les circonstances défavorables auxquelles on peut raisonnablement s'attendre, y compris le persistant déclin du pouvoir d'achat des réserves. De plus, cet objectif doit être réalisable sans recours au contrôle des changes ou autres mesures.

c) La composition des réserves

La composition des réserves mondiales, pour être adéquate, doit répondre aux désirs des autorités monétaires. On peut donc concevoir qu'on ait un manque d'or en dépit de réserves totales suffisantes si les banques centrales décident de conserver une partie plus forte de leurs avoirs en métal jaune. Du fait qu'on ait observé une telle tendance en 1958, faut-il conclure que le métal monétaire deviendra insuffisant ? La réponse est complexe, car la politique des banques d'émission peut varier. Si elles veulent mettre l'accent sur un renforcement des réserves, elles préféreront l'or. En revanche, le placement des devises à court terme permet de réaliser un revenu. Enfin, les nécessités du commerce international impliquent le maintien de certains montants en compte pour le règlement des transactions courantes.

En substituant à l'or certaines monnaies fortes pour économiser le métal, on crée donc de nouveaux problèmes qui sont ceux du gold exchange standard : convertibilité or des devises, hot money, etc. De plus, certains pays devenus banquiers restent d'importants commerçants sur le plan international, de sorte que leur contribution à la liquidité mondiale dépend moins de décisions délibérées que des fluctuations des balances de paiement.

En résumé, on peut dire que la méthode statistique généralement utilisée a plutôt tendance à sous-estimer la pénurie de liquidités, puisqu'elle néglige deux éléments importants qui sont les dettes à court terme et les mouvements de capitaux. Ceci admis, il reste qu'il est difficile de prouver quoi que ce soit à propos d'une notion aussi imprécise que le niveau satisfaisant des réserves. C'est donc avec la plus grande circonspection qu'il faut accepter les conclusions tirées des statistiques déjà mentionnées. Ces mises au point n'étaient pas inutiles si l'on veut apprécier en connaissance de cause les deux problèmes de fond.

3. La pénurie existe-t-elle déjà ?

a) *Démonstration statistique*

La plupart des auteurs rejettent la preuve statistique de la pénurie d'or non pas du fait que les données de base sont sujettes à caution, mais surtout en raison de l'impossibilité de trouver une période de référence valable. L'année 1913 est considérée comme trop éloignée et 1937 comme faussée par la proximité de la dévaluation du dollar et par un commerce international déprimé. L'année 1928 est parfois retenue pour montrer que les réserves actuelles sont suffisantes. En effet, on parlait déjà de pénurie d'or et cela n'a pas empêché le boom de se développer sans qu'on puisse pour autant attribuer la dépression qui suivit au manque de liquidités. Cependant, il y avait à cette époque certains déséquilibres cachés — parités artificielles, pyramide de crédits, problème des réparations — qui rendent la comparaison avec l'époque actuelle peu probante. Mais même si l'on trouvait une période avec un milieu identique, la comparaison des données statistiques ne pourrait que fournir l'hypothèse mais non la preuve de l'insuffisance de la liquidité globale.

b) *Démonstration pratique*

Certains économistes s'appuient sur les faits de l'histoire économique récente pour montrer qu'il y a une insuffisance de réserves. Le contrôle des changes, l'existence de monnaies faibles et de taux de change multiples, les nombreuses crises monétaires survenues dans l'après-guerre sont là pour prouver que le problème des réserves existe. Le fait que le « dollar gap » ait été comblé par l'aide américaine ne saurait être considéré comme une solution permanente du problème. Sir Oliver Franks, à l'assemblée des actionnaires de la Lloyds Bank en janvier 1958, a insisté notamment sur la position de la livre sterling. Alors que celle-ci finance probablement 40 % du commerce mondial, les réserves du Royaume-Uni ne sont que la moitié de celles de l'Allemagne et moins de 4 % du total mondial. La revue trimestrielle de la Nederlandsche Handel-Mij. N. V.¹ estime que l'insuffisance des réserves anglaises représente un montant correspondant à 25 ou 30 % des importations annuelles et que dès lors elle ne saurait être rapidement comblée par des surplus de la balance des paiements.

¹ *International Money Troubles* (2/1958).

Cette présentation des faits est attaquée par la First National City Bank of New York ¹ qui, après avoir relevé que la plupart des pays n'auront jamais suffisamment d'argent pour acheter à l'étranger tout ce qu'ils désirent, considère que la cause véritable des crises monétaires réside dans les politiques malsaines suivies par les gouvernements. Elle reprend là le point de vue du FMI qui attribue une grande part des déséquilibres des balances à une conception beveridgienne du plein emploi, à des programmes d'investissements trop ambitieux et à la faiblesse du mécanisme de crédit international. Poursuivant la controverse, on peut relever avec Stamp ² qu'à part onze pays, tous les autres membres du FMI imposent des contrôles de change dont le maintien est justifié chaque année par des motifs d'insuffisance de réserves.

c) *Démonstration analytique*

Puisque ni les statistiques ni les faits ne sont capables de donner une réponse nette à la question qui nous intéresse, il ne reste qu'à rechercher par l'analyse économique si, dans le milieu actuel, les réserves globales et individuelles sont suffisantes pour jouer leur rôle.

Le Fonds monétaire, examinant si la situation présente est fondamentalement instable, indique les facteurs suivants comme étant plus favorables qu'autrefois : équilibre satisfaisant entre les pays occidentaux, situation du crédit international plus saine qu'en 1928, récessions moins marquées. En revanche, il énumère les facteurs possibles de dislocation suivants : importance plus grande des réserves en devises (avec comme corollaire des risques de « run » sur le sterling et le dollar), expansion du secteur public dans la plupart des économies, ce qui les rend moins flexibles, développement du commerce international par rapport au revenu national, ce qui accroît l'importance du décalage dans les paiements, enfin tension politique internationale. Par ailleurs, le FMI se demande si l'existence de centres de réserves multiples dans le monde ne va pas soumettre la situation financière à de sévères tensions en période de crise. C'est ce que craint également l'article déjà cité de la *Nederlandsche Handel-Mij.* Il attribue en effet les troubles des relations économiques internationales d'une part au fait que le système des paiements internationaux ayant été décentralisé s'est désintégré, d'autre part à l'existence du « dollar gap » qui dure depuis quarante ans.

La *Skandinaviska Banken Review* relève de son côté que l'inconvertibilité de certaines monnaies, le désir des pays de maintenir des taux de change stables et leur détermination d'empêcher les fluctuations externes d'affecter le niveau de l'emploi, et enfin l'adoption de programmes de développement économique à long terme ont pour corollaire l'obligation de maintenir des réserves plus élevées. Les facteurs de compensation sont, outre l'atténuation des cycles économiques et l'amélioration du mécanisme des paiements internationaux (UEP, FMI), la réduction des besoins d'or pour les réserves légales.

¹ « The International Liquidity Question Today », *Monthly Letter*, septembre 1958.

² « The Fund and the Future », *Lloyds Bank Review*, octobre 1958.

A la suite de cette analyse, la *Scandinaviska Banken Review* estime qu'il faut plus de réserves aujourd'hui par rapport au commerce international qu'en 1928, de sorte que la liquidité internationale est moins satisfaisante qu'à cette époque. Le FMI au contraire croit pouvoir conclure que ces éléments n'impliquent rien de grave, mais qu'il vaut mieux être prudent et ne pas tirer des conclusions trop optimistes. Il est indispensable notamment que les pays disposent d'une seconde ligne de réserves sous forme de tirages au FMI.

Les études citées se bornent à cette analyse du milieu. Or, il semble qu'après l'analyse qualitative, il eût été indiqué de reprendre les données statistiques et de les ajuster pour tenir compte de la complexité des faits (dettes à court terme, réserves minima, mouvements de capitaux). Si par exemple on admet que les dettes à court terme doivent avoir une couverture en or de 25 %, il faut enlever aux réserves d'or un montant équivalent, qui est indisponible pour le règlement des déficits commerciaux. Le tableau ci-dessous montre que dans cette hypothèse le double emploi atteint 6 % du commerce international, de sorte que les réserves mondiales « ajustées » ne représentent pas 51 % mais 45 % des importations en 1957.

	DEVISES		COUVERTURE OR 25 %	OR INDISPONIBLE (EN % DES IMPORTATIONS)
	DEVISES OFFICIELLES	DEVISES OFFICIELLES ET NON OFFICIELLES		
	MILLIARDS DE DOLLARS			
Dollar	8,3	13,6	3,4	20
Sterling	5,8	9,1	2,7	3
Autres	1,8	1,8	2,7	3
Total dettes c.t.	15,9	24,5	6,1	6

Si maintenant l'on admet en plus qu'il existe une réserve minimum de 20 % au-dessous de laquelle les autorités monétaires ne voudront jamais descendre, on voit que la liquidité effective n'est pas aussi forte qu'elle apparaît au premier abord.

RÉSERVES TOTALES EN POUR CENT DES IMPORTATIONS	BRUTES	AJUSTÉES	MINIMA	DISPONIBLES
Monde	51	45	20	25
Monde sans USA	34	31	20	11

Pratiquement donc, l'ampleur des fluctuations possibles des balances commerciales est de beaucoup inférieure à 25 % des importations mondiales, car par définition tous les pays ne peuvent avoir simultanément un déficit de leur balance commerciale. La marge effective de manœuvre du reste du monde avec les USA se réduit même à 11 % des importations, soit 10 milliards de dollars, ce qui correspond au chiffre d'affaires de la General Motors. Une telle marge ne peut être considérée comme exagérée si l'on se rappelle qu'elle doit encore faire face aux fluctuations des invisibles et aux mouvements de capitaux. Cette faible liberté de mouvement n'est pas de nature à créer une solide confiance envers la majorité des monnaies autres que le dollar. On pourra d'ailleurs se faire une idée plus concrète de ce dernier point en examinant le tableau ci-après où l'on verra que le quart seulement des 61 pays considérés dispose de réserves supérieures à 50 % des importations.

POURCENTAGE DE RÉSERVES PAR PAYS EN 1957 ¹	Moins de 20 %	20-29 %	30-39 %	40-49 %	50-59 %	60 % et plus
	NOMBRE DE PAYS					
12 pays industriels ¹ . . .	4	2	1	2	0	3
49 pays non industriels . .	13	8	10	4	3	11

¹ Ce sont dans l'ordre croissant : Danemark, France, Norvège, Suède, puis Japon et Pays-Bas ; Belgique ; Italie et Autriche et enfin République fédérale d'Allemagne, Suisse et Portugal.

Malgré les observations qui précèdent, un récent rapport du GATT ² ne croit pas à une pénurie globale de réserves. Il admet néanmoins qu'il faut augmenter la liquidité internationale parce que les ressources liquides existantes sont distribuées très inégalement et que cette distribution unilatérale a tendance à s'accroître. Le FMI, en revanche, estime que le problème n'est pas tant de trouver des ressources en or et en devises qu'une question de volonté de la part des pays de prendre les mesures nécessaires dans le domaine fiscal et du crédit qui permettront de recréer des réserves adéquates. Aussi justifiée qu'elle soit en tant que principe directeur de toute politique commerciale internationale, on peut se demander si une telle méthode est bien le moyen le plus économique de reconstituer des réserves entamées par la guerre ou des erreurs passées. En effet, elle aboutit en définitive à détourner l'épargne de son affectation naturelle qui est le financement d'investissements productifs.

¹ Pour l'évolution et les raisons historiques de ces pourcentages, se référer à l'étude du FMI, p. 46-55.

² « Trends in International Trade », Genève, octobre 1958.

Ainsi, sans partager les points de vue extrêmes des métallistes ou du FMI, on peut admettre que la liquidité mondiale gagnerait à être plus élevée.

4. La pénurie est-elle en vue ?

Au cours des vingt dernières années, les réserves mondiales d'or et de devises ont presque doublé tandis que le volume du commerce mondial quadruplait. De ce fait, le pourcentage des réserves par rapport aux importations s'est trouvé réduit de moitié, tombant de 101 % à 51 %. Il est évident qu'une telle évolution ne peut se poursuivre indéfiniment. Cependant, il serait risqué d'extrapoler sans autre les tendances du passé ou de faire des projections pour des dates trop éloignées.

Le commerce international, de 1948 à 1956, s'est développé au rythme de 7,5 % l'an. Ce taux d'accroissement est tombé à 5,4 % pour la période de 1951 à 1957. L'après-guerre, il est vrai, a toujours été suivie d'une expansion rapide, mais si l'inflation actuelle persiste, on ne saurait exclure d'emblée un accroissement annuel de 5 %, bien qu'il soit fort possible qu'on revienne au taux plus normal de 3 %. En ce qui concerne les réserves, l'augmentation de la production d'or a été estimée à 700-800 millions de dollars par an et celle de devises à 200-300 millions de dollars par an, soit un accroissement annuel de 1 milliard de dollars au total. Le tableau ci-après indique quel serait le niveau des réserves en 1967 dans diverses hypothèses.

	IMPORTATIONS	RÉSERVES	RÉSERVES EN % DES IMPORTATIONS
	MILLIARDS DE DOLLARS		
1957	107	54,5	51
1967			
Accroissement annuel des importations 3 %	143	64,5	45
» 4 %	158	64,5	41
» 5 %	174	64,5	37

La plupart des études procèdent différemment et calculent le stock d'or et de devises nécessaires en 1967 pour maintenir un pourcentage donné. Le FMI évalue l'augmentation théorique des réserves à 19 milliards de dollars si l'on veut conserver le rapport de 1957 entre réserves et importations avec un taux d'accroissement du commerce mondial de 3 % l'an. Il réduit toutefois ce montant à 8 milliards de dollars en supposant que les Etats-Unis, l'Allemagne, le Venezuela et la Suisse ne chercheront pas à accroître leurs réserves. La production d'or, la réduction de la thésaurisation et l'augmentation des devises n'auront pas de peine à fournir cette somme. Harrod au contraire, qui veut

rétablir la relation de 1937 entre les réserves or et le commerce, estime qu'il faudra trouver 2 milliards de dollars d'or par an en admettant une augmentation de 3 % du commerce international également.

A part le FMI, les experts concluent plutôt à une insuffisance de la liquidité dans un avenir plus ou moins proche ¹. Notre tableau indique que, dans l'hypothèse la plus défavorable, les réserves tomberaient à 37 % des importations en 1967. L'érosion continuerait donc, mais on ne saurait affirmer à priori, comme le fait Harrod, que le commerce international se trouvera paralysé. En effet, aujourd'hui déjà, la relation en dehors des USA n'est que de 34 % et le milieu économique et monétaire qui régnera en 1967 sera peut-être bien différent. Si le crédit international fonctionne, si l'équilibre entre les diverses économies existe et si les dix prochaines années voient de plus une certaine redistribution du stock d'or, il n'est pas impossible que la situation soit dans l'ensemble satisfaisante.

En résumé, il convient d'admettre que les difficultés de balance de paiements sont dans certains cas accentuées par une insuffisance de réserves. D'une manière générale, les réserves en dehors des Etats-Unis ne laissent pas aux autorités monétaires une liberté de manœuvre suffisante et c'est probablement à ce facteur surtout qu'il faut attribuer le maintien des restrictions en matière de mouvement international des capitaux. Toutefois, il ne semble pas que l'on puisse conclure actuellement à une nette insuffisance des réserves globales, bien que celles-ci soient loin d'être surabondantes. Il n'apparaît pas non plus que les dix prochaines années doivent nous conduire automatiquement à une crise générale de moyens de paiement sur le plan international.

B. L'OR PEUT-IL SEUL ACCROÎTRE LA LIQUIDITÉ GLOBALE ?

A la seconde proposition des partisans d'un relèvement du prix de l'or, on peut faire le reproche d'ignorer les autres solutions possibles et de n'apporter aucun remède à l'important problème de l'inégalité de la répartition des réserves dans le monde.

¹ De Vries, considérant l'augmentation annuelle de 6 % du commerce mondial au cours des cinq dernières années, estime que, sur la base de l'expérience passée, il faudra en plus de la production d'or une augmentation de la liquidité internationale de 1 milliard de dollars. Stamp juge que le monde va, à un moment donné, se trouver gêné, à moins de recourir à de nouvelles techniques pour économiser la liquidité internationale. En effet, la production d'or ne peut augmenter beaucoup et les dettes à court terme des Etats-Unis ne peuvent continuer à s'accroître au même rythme que précédemment. Bernstein, en revanche, admet que les Etats-Unis peuvent encore supporter une diminution importante de leur stock d'or et une augmentation de leurs dettes en dollars, mais que ce n'est pas là la meilleure manière de résoudre le problème à long terme. D'autre part, il observe chez les gouvernements en dehors des Etats-Unis une tendance à élever la part de l'or dans leurs réserves. (Bernstein [EMB Ltd. 58/13] : « International Monetary Reserves for an Expanding Economy », 27 octobre 1958.)

La hausse du prix de l'or profiterait avant tout aux Etats-Unis et à l'Afrique du Sud, mais peu aux pays qui en ont le plus besoin ¹. C'est pourquoi la plupart des économistes penchent pour une redistribution de la liquidité qui pourrait se faire de deux façons : *a*) par une augmentation des crédits ou des exportations de capitaux de la part des USA ; *b*) par une augmentation des quotas du FMI.

De Vries, par exemple, estime qu'il faudra continuer d'avoir recours aux dollars des Etats-Unis, la création de liquidité par la Grande-Bretagne n'étant pas désirable et celle par le FMI étant limitée. Naudé, en revanche, ne croit pas qu'un pays même fortement créancier puisse se permettre de fournir, sur une base durable, toute la liquidité nécessaire au reste du monde, ou alors il faut admettre, comme le FMI, d'une part que le milieu dans lequel un mécanisme monétaire opère est plus important que le niveau des réserves et que, d'autre part, les Etats-Unis pourront continuer à s'endetter à court terme malgré une couverture or de plus en plus faible de leurs engagements.

Le FMI, la First National City Bank et le GATT sont partisans d'une augmentation des quotas du Fonds monétaire, mais pour des raisons différentes : le FMI parce que ses moyens d'action ont été considérablement réduits par ses récentes opérations, la National City Bank pour faire face aux tâches de la prochaine décennie et le GATT, lui, propose de doubler les ressources du Fonds pour permettre de corriger la mauvaise distribution des réserves. Bernstein pense qu'une augmentation de 50 % serait suffisante si l'on prenait en outre les deux mesures suivantes : intégration des quotas dans les réserves des pays membres et création d'une réserve pour imprévus.

Stamp par contre n'est pas partisan d'une augmentation des quotas, car pratiquement seules quelques monnaies sont demandées au Fonds et parce que, d'autre part, un tel système est trop rigide. Toutes ces propositions sont aussi rejetées par le ministre des finances de l'Afrique du Sud comme ne représentant pas une solution permanente du problème de la liquidité tel qu'il existe dans la grande majorité des pays membres. En effet, de telles mesures, non seulement n'augmentent pas la liquidité globale, mais provoquent un resserrement de la liquidité des pays membres puisque ceux-ci doivent fournir de l'or ou des devises convertibles au FMI.

C'est pour répondre à cette objection que Franks et Stamp proposent de transformer le Fonds monétaire en une superbanque centrale ayant un pouvoir de création de crédit. Mais alors que dans le projet de Franks les pays remettraient au Fonds monétaire leurs réserves monétaires en échange de certificats, Stamp propose que les pays conservent leurs réserves et acceptent des certificats du Fonds monétaire en règlement des soldes créanciers de leur balance des comptes. Ces certificats seraient considérés comme de l'or, bien qu'ils ne fussent convertibles en or que dans certaines circonstances spéciales. Pour

¹ A l'argument que l'Angleterre notamment ne bénéficierait pas d'une hausse du prix de l'or en raison de la faible importance de son stock métallique, Harrod répond qu'elle en tirerait des avantages indirects, car Londres est le plus grand marché de l'or. En outre, les autres pays seraient moins tentés de recourir aux restrictions d'importation ou de convertir leur sterling en or ou en dollars. De plus, les Etats-Unis pourraient, en augmentant leurs investissements, faciliter l'acquisition de dollars par les autres pays.

éviter que le Fonds ne sache à qui prêter ses capitaux faute de débiteurs solvables, il suggère que le Fonds accepte en garantie des effets de commerce, des bons du Trésor et certains revenus d'impôts. En outre, il faudrait créer un mécanisme pour accorder des crédits à plus long terme et un autre pour favoriser le mouvement des capitaux privés. De Vries reconnaît que théoriquement ce système permettrait d'ajuster la liquidité internationale au développement du commerce mondial, mais qu'il nécessite un degré de solidarité internationale qui n'existe pas actuellement. En outre, le maintien indéfini des parités or des monnaies dirigeantes serait une condition sine qua non de l'acceptation des certificats en place d'or.

Quelles que soient les difficultés de réalisation des divers plans qui permettraient de remplacer l'or, on doit reconnaître qu'ils offrent des avantages tels que leur mise en pratique dans un avenir plus éloigné ne saurait être exclue. Automatiquement, le problème de l'or perdrait son actualité.

C. CONVIENT-IL DE RELEVER LE PRIX DE L'OR ?

Les bases du raisonnement métalliste étant plutôt fragiles, la conclusion perd naturellement de sa rigueur. Mais même si l'exactitude des prémisses était admise, la conclusion pourrait être rejetée pour des motifs de logique foncière. En effet, la mesure préconisée peut être en conflit avec d'autres objectifs économiques, sociaux ou politiques et, de ce point de vue, n'être pas souhaitable. C'est ainsi qu'on oppose à la hausse du prix de l'or les nombreux inconvénients qu'elle entraînerait et les difficultés pratiques de sa réalisation.

1. Inconvénients

Tout d'abord, le relèvement du prix de l'or pénaliserait les gouvernements qui ont eu confiance dans le dollar et profiterait aux thésauriseurs, récompensant ainsi un comportement peu social. En outre, la Russie serait parmi les principaux bénéficiaires de l'opération¹. Les opinions les plus fantaisistes ont été émises quant à l'influence nocive que l'or russe pourrait avoir sur les systèmes monétaires occidentaux². En fait, le danger ne vient pas de ce côté-là. Tant que le rouble sera surévalué, l'aide aux pays sous-développés continuera à se faire en roubles inconvertibles et l'or sera réservé au financement des importations de l'URSS. Ce serait donc grandement faciliter la tâche du Gouvernement soviétique que de doubler ou tripler son pouvoir d'achat extérieur. La

¹ La revue soviétique *Affaires internationales* a publié un article de A. I. Mikoyan qui affirme que le prix actuel de l'or est un cours artificiellement bas imposé par les Etats-Unis en dépit des intérêts des pays producteurs d'or.

² Notamment si le rouble devenait convertible en or, ainsi que l'a laissé entendre K. V. Ostrovityanov au 21^e Congrès du Parti communiste à Moscou.

réponse de Roy Harrod est qu'en temps de paix l'avantage pour les nations occidentales d'un relèvement du prix de l'or serait si grand que l'on ne saurait refuser un tel bénéfice au reste du monde simplement pour éviter un gain aux Russes.

Un autre inconvénient, sur lequel insistent surtout les Américains, réside dans le caractère inflationniste d'une telle mesure ¹. Le gonflement de la masse monétaire pourrait provenir de trois sources : réévaluation du stock d'or, déthésaurisation et augmentation de la production. Il serait possible théoriquement de neutraliser les effets du gonflement de la base monétaire en la stérilisant ² ou en ajustant le taux des réserves légales obligatoires. Cependant, il serait difficile d'empêcher partout la plus-value de s'infiltrer dans la structure interne des prix et du crédit. Quant à la production, P. Jacobsson croit que son développement risquerait d'amener une offre d'or trop considérable aux autorités monétaires, ce qui se traduirait par une liquidité excessive. Selon certaines estimations, l'or qui viendrait augmenter le stock officiel serait le triple de la quantité actuelle, c'est-à-dire 2 milliards de dollars environ. En période d'expansion du crédit, cette somme permettrait un développement neuf fois plus grand de la masse monétaire aux Etats-Unis. L'influence de la production d'or pourrait cependant être limitée si l'on décidait d'introduire une taxe spéciale sur les bénéfices miniers dans les pays producteurs, comme ce fut le cas au Canada dans les années 1930. Néanmoins, quelles que soient les contre-mesures possibles, le Trésor américain considère qu'une hausse du prix de l'or est incompatible avec une politique de monnaie saine, en raison des dislocations qu'elle crée dans l'économie.

Une troisième objection à la hausse du prix de l'or est soulevée par Stamp qui affirme qu'une telle mesure aboutirait en fait à réduire la liquidité globale. En sapant la confiance dans le dollar, qui permet d'économiser l'or, on inciterait les autorités monétaires à ne conserver que des réserves métalliques, car chacun resterait persuadé que les mêmes facteurs joueront à nouveau dans un temps plus ou moins long.

La First National City Bank fait observer qu'on pourrait facilement être entraîné dans un cercle vicieux, la crainte de l'inflation, la fuite devant le dollar risquant de forcer les prix des matières premières et des services. Cette hausse des prix annulerait tous les avantages de la réévaluation du prix de l'or et il ne resterait plus qu'à recommencer.

D'autre part, si la valeur or du dollar devait être continuellement ajustée, en hausse ou en baisse, aux fluctuations des prix ou du commerce international, l'or perdrait son caractère préférentiel comme instrument de liquidation des créances et des dettes.

Enfin, certains voient dans le relèvement du prix de l'or une opération de nature à empêcher les autorités monétaires de prendre les véritables mesures propres à restaurer la stabilité des monnaies.

¹ La First National City Bank, notamment, attribue la hausse des prix mondiaux à l'excès de réserves monétaires créé par la dévaluation de 1934. Augmenter le prix de l'or aujourd'hui reviendrait à donner à l'inflation un nouveau bail de 25 ans.

² En 1937, une telle politique fut déjà appliquée aux Etats-Unis par remise de bons du Trésor au lieu de certificats d'or.

2. Difficultés pratiques

Un des principaux obstacles à la revalorisation du prix de l'or réside dans la législation américaine. Les pouvoirs spéciaux du Président n'ayant pas été renouvelés après la guerre, il faudrait promulguer une loi pour changer le prix de l'or. Cela impliquerait des discussions prolongées au Congrès, avec tous les inconvénients qui en découlent. Même si l'on imposait un embargo sur les exportations d'or, il y aurait une période pendant laquelle les transactions internationales seraient paralysées par un chaos monétaire. C'est ce qui explique que, dans sa toute dernière déclaration à propos d'un projet de loi visant à modifier le prix payé aux producteurs d'or américains, le Trésor ait rappelé que le prix de 35 dollars l'once est un élément fondamental de la stabilité de la structure financière internationale.

CONCLUSION

Une des difficultés majeures de l'économie politique est de saisir quantitativement certains concepts. La notion de liquidité et plus encore celle de liquidité adéquate sont trop vagues pour que l'on puisse apporter la preuve irréfutable de leur insuffisance. A long terme, l'évolution de la liquidité peut être affectée par des développements nouveaux tels que reprise des relations économiques entre l'Est et l'Ouest, déthésaurisation en France, etc. Mais même si le problème de la liquidité internationale existe, la solution qu'on nous propose en recommandant une hausse du prix de l'or soulève des objections qui sont loin d'être négligeables. En définitive, les critiques que l'on adresse au prix de l'or ne devraient-elles pas plutôt s'adresser à l'or lui-même ? Les difficultés existantes ou prévues dans les relations financières internationales ne sont-elles pas inhérentes à l'or en tant que base d'un système monétaire ? Les métallistes feront observer que l'on n'a pas respecté les règles du jeu de l'étalon or et qu'il n'y a qu'une issue, revenir à l'étalon or pur. L'économie moderne est devenue trop complexe pour qu'une telle suggestion ait des chances d'être retenue, d'autant plus que des voix se sont élevées pour suggérer une solution plus flexible, plus économique et moins arbitraire qui prendrait la forme d'un élargissement du rôle du FMI. Mais ce sont là des vues lointaines ; d'autres considérations détermineront les perspectives immédiates.

Si les arguments des partisans d'un relèvement du prix de l'or prêtent à discussion, comment veut-on que les Etats-Unis prennent une décision aussi lourde de conséquences ? La force de l'inertie, les répercussions psychologiques, les risques de bouleversement monétaire, tout parle en faveur du maintien de la situation actuelle. « Que 35 dollars soit ou non le prix qui convient, les Etats-Unis ne sont pas disposés à le changer. ¹ » Ce n'est qu'après avoir épuisé

¹ BRATTER : « America still firmly rejects a rise in the price of gold », dans *Optima* de décembre 1958.

toutes les solutions de rechange ou à moins d'y être forcés, que les Etats-Unis envisageront une telle mesure. Mais là encore, leur opposition de principe serait peut-être moins forte si le côté technique de l'opération ne leur paraissait pas un obstacle aussi insurmontable. Faute d'un moyen permettant de tourner cette difficulté, il semble que les Etats-Unis feront tout pour retarder le plus possible un changement du prix de l'or.

Deux événements récents viennent encore de réduire les chances de voir les Etats-Unis procéder à une revalorisation volontaire du prix de l'or. D'une part, le Fonds monétaire international a décidé une augmentation de 50 % des quotas, ce qui, d'après lui, devrait suffire aux besoins des dix prochaines années. D'autre part, les craintes au sujet de la récession américaine et ses répercussions sur les importations des Etats-Unis, qui avaient incité plusieurs économistes à proposer un renforcement des réserves monétaires or, se sont révélées vaines. Ces importations n'ont pas fléchi et ce sont au contraire les autres pays qui ont pu accroître leurs réserves monétaires. Il est clair que si l'or américain est redistribué dans le monde par un nouveau courant commercial, l'argument de l'insuffisance de la liquidité perd beaucoup de sa valeur.

Mais en même temps, cela soulève pour les Etats-Unis un autre problème que nous allons examiner dans le chapitre suivant.

III. Ajustement de la valeur or du dollar à sa position internationale

Roy Harrod, ne se faisant guère d'illusion sur la disposition de l'Amérique à relever le prix de l'or, estime qu'en définitive « la pression des faits jouera un rôle plus grand que l'argumentation abstraite ». A l'en croire, si la reprise économique continue, les Etats-Unis succomberont lentement mais sûrement à une hémorragie d'or. Etant donné que le dollar passait jusqu'ici pour la monnaie dure par excellence, une telle opinion peut paraître étrange. Il n'est cependant pas seul de son avis et l'on cite les faits suivants pour preuve du changement d'attitude à l'égard du dollar : lancement à New York d'un fonds de placement en actions de mines d'or, introduction d'une clause Deutsche Mark dans un emprunt en dollars et offre de certificats d'or au public américain par des maisons canadiennes. Ainsi, le dollar aurait cessé d'être la première monnaie du monde et devrait finalement être dévalué ¹.

¹ Techniquement, ce cas est plus complexe que le précédent, car la hausse du prix de l'or n'est ici qu'une conséquence de la dévaluation du dollar. Sauf s'il s'agit avant tout de revaloriser le stock d'or, il faudrait, pour qu'une telle mesure ait un sens, que les autres pays n'ajustent pas la parité de leurs monnaies. Ce serait là chose difficile, mais on peut concevoir que ces pays acceptent certains ajustements de change en contrepartie d'une large augmentation du prix de l'or.

Le processus qui doit conduire à l'« inévitable dévaluation » du dollar est d'ailleurs loin d'être toujours décrit de manière explicite¹. On peut toutefois ramener à trois les causes possibles d'un tel développement :

- L'or est préféré au dollar dans la composition des réserves monétaires, ce qui donne lieu à des conversions d'avoirs à court terme.
- Le dollar est surévalué par rapport aux autres monnaies, d'où déficit de la balance commerciale.
- Le dollar est surévalué et se déprécie à l'intérieur avec pour conséquence une fuite de capitaux.

A. LIQUIDITÉ INTERNATIONALE DES ETATS-UNIS

1. Position financière globale

Pour se rendre compte de la position financière des Etats-Unis, il faut faire un bilan de ses créances et de ses dettes internationales, c'est-à-dire comparer les investissements américains à l'étranger avec les investissements de l'étranger aux Etats-Unis.

Il ressort du tableau ci-dessus qu'à fin 1957 les avoirs des Etats-Unis à l'étranger représentaient un actif net d'environ 23 milliards de dollars, c'est-à-dire huit fois plus qu'en 1946. Toutefois, on peut observer que, malgré cette

	1946		1957	
	CRÉANCES	DETTES	CRÉANCES	DETTES
	EN MILLIARDS DE \$			
Investissements privés à long terme				
— directs	7,2	2,5	25,3	4,8
— valeurs mobilières et autres investissements	5,1	4,5	8,3	8,0
TOTAL	12,3	7,0	33,6	12,8
Investissements privés à court terme . . .	1,3}	8,9	3,2	9,9
Créances gouvernementales.	5,2}		17,4 ¹	8,6
TOTAL	18,7	15,9	54,2	31,4
Excédent des créances américaines	2,8		22,8	

¹ Dont \$ 1,9 milliard à court terme.
Source : Département du Commerce.

¹ Mr. J. S. Crossley, président de la Barclays Bank DCO, se borne par exemple à déclarer qu'en termes réels la dévaluation du dollar et de toutes les autres monnaies a déjà eu lieu et qu'il ne reste qu'à consacrer officiellement cet état de fait.

très forte position créancière, le bilan n'est pas liquide. En effet, alors que les investissements américains sont principalement à long terme (investissements privés directs et crédits gouvernementaux d'assistance aux autres pays), les avoirs étrangers tant privés que gouvernementaux sont en majorité à court terme. Sans doute les Etats-Unis tirent-ils de leurs placements un revenu beaucoup plus considérable que leurs créanciers (3,9 milliards de dollars contre 0,8 milliard de dollars en 1957), mais ils peuvent être contraints à chaque instant de devoir puiser dans leur stock d'or pour rembourser des dettes à court terme.

2. Position financière à court terme

Le tableau ci-après donne une présentation un peu différente des dettes à court terme et fait ressortir le déclin presque continu de leur couverture or.

Après la guerre, les réserves or atteignirent un maximum en 1949 avec 24,6 milliards de dollars, puis restèrent pendant huit ans, à 2 milliards de dollars environ au-dessous de ce niveau. En 1958, un nouveau recul du même ordre est apparu.

ANNÉES	STOCK D'OR	RÉSERVE LÉGALE	OR « LIBRE »	DETTES A COURT TERME	OR EN % DES DETTES A C. T.	
					STOCK TOTAL	OR « LIBRE »
	MILLIARDS DE DOLLARS					POUR CENT
1922	3,5	1,7	1,8	1,0	350	180
1928	3,7	1,6	2,1	2,5	148	84
1934	8,3	2,7	5,6	0,7	1038	700
1937	12,8	4,2	8,6	1,9	674	453
1940	22,0	7,9	14,1	3,9	564	362
1945	20,1	10,9	9,2	7,1	283	130
1949	24,6	10,8	13,8	7,6	324	182
1950	22,8	11,0	11,8	8,4	271	140
1951	22,9	11,7	11,2	8,3	276	135
1952	23,3	12,1	11,2	9,9	235	113
1953	22,1	12,0	10,1	10,8	205	94
1954	21,8	11,7	10,1	11,9	183	85
1955	21,8	11,9	9,9	13,0	168	76
1956	22,1	11,9	10,2	14,6	151	70
1957	22,9	11,9	11,0	14,8	155	74
1958	20,6	12,1	8,5	15,6 ¹	132	54

¹ Le chiffre s'élèverait à 17 milliards de dollars si l'on ajoutait les avoirs des institutions internationales.
Source : International Reserves and Liquidity, page 63.

Le taux de 25 % pour la réserve légale est inchangé depuis 1945. Auparavant, il représentait 35 % des dépôts et 40 % des Federal Reserve Notes. Le stock d'or excédant le minimum légal est considéré comme or « libre ». Ce montant, à part une interruption pendant la crise de Suez, a eu tendance à décroître continuellement depuis 1949. Les dettes à court terme en revanche ont continuellement augmenté, bien que le taux d'accroissement se soit ralenti ces trois dernières années. Il est logique que dans ces conditions le taux de couverture or des dettes à court terme soit tombé en 1958 au niveau le plus bas jamais atteint.

On en vient tout naturellement à se demander si un taux de couverture de 54 % est suffisant pour empêcher un « run » spéculatif sur le dollar. Cette question est d'autant plus justifiée que les étrangers détiennent en outre des valeurs mobilières (estimées à 9 milliards de dollars en 1956) dont la réalisation totale ferait tomber le taux de couverture à 34 % environ. Mais avant d'analyser les multiples facteurs susceptibles d'influencer l'issue des événements, examinons les faits qui ont soulevé le présent débat.

3. Les sorties d'or en 1958

Si l'on se réfère au tableau précédent, on constatera que ce ne sont pas les avoirs existants qui ont été convertis en or, mais les soldes actifs courants de la balance des paiements. Quelle que soit leur origine, ces sorties d'or soulèvent deux séries de questions : *a)* pourquoi cette préférence soudaine des autorités monétaires pour l'or ? *b)* comment se fait-il que le reste du monde ait eu un tel surplus de balance des paiements avec les Etats-Unis ?

a) Depuis la guerre, le phénomène de la conversion des dollars en or a pu être observé à deux autres époques : en 1950, lors de la guerre de Corée et en 1953-1954 lorsque la récession américaine fut accompagnée de dépenses militaires à l'étranger. En 1958, le mouvement a été probablement amorcé par le désir de reconstituer les réserves entamées par la crise de Suez et entretenu par les craintes d'une récession profonde aux Etats-Unis. Les principaux acheteurs ont été la Grande-Bretagne, la Belgique, l'Italie, la Hollande et la Suisse. Pour cette dernière, ses achats s'expliquent par sa politique traditionnelle de réserves or élevées. La Grande-Bretagne, outre un stock d'or très bas, avait, à fin 1957, 33 % de ses réserves en devises alors que celles-ci ne représentent normalement que 10 % à 15 %. La Belgique a maintenu son total de devises à 200 millions de dollars en moyenne, de sorte que tout son surplus commercial a été utilisé à des achats d'or. La Hollande, dont les réserves avaient également baissé à fin 1957, a utilisé son excédent de dollars pour reconstituer ses réserves d'or, mais a ensuite laissé ses avoirs en devises au niveau très bas où ils étaient tombés. L'Italie, enfin, dont le total des réserves augmente régulièrement depuis un certain nombre d'années, a jugé préférable d'avoir une proportion plus grande de métal jaune. Le niveau peu rémunérateur du taux de l'intérêt en Amérique au début de 1958 fut un encouragement supplémentaire à convertir les dollars. Par la suite, la crainte de l'inflation et l'approche de la convertibilité des monnaies européennes contribuèrent à maintenir cette évolution.

En 1950 et en 1953-1954, les achats d'or avaient cessé après un certain temps et l'étranger avait recommencé à accumuler des dollars. En sera-t-il de même cette fois ? On peut remarquer qu'on ne pouvait précédemment mettre en doute la capacité des Etats-Unis à faire face à toutes leurs obligations, la couverture or des dettes à court terme étant de 135 % en 1951 et de 90 % en 1953-1954. Avec une couverture de 54 %, la confiance n'est plus aussi absolue et la question de l'équilibre de la balance américaine des paiements jouera un plus grand rôle. Le fait que le Japon, qui jusqu'à présent n'avait eu que 3 % de ses réserves en or, ait joint le groupe des nations convertissant leurs dollars n'est pas non plus de très bon augure.

b) Alors qu'on était habitué à considérer le « dollar gap » comme un déséquilibre structurel, les autres pays sont, en 1958, devenus créanciers des Etats-Unis pendant une phase de récession. S'agit-il d'une heureuse combinaison de facteurs particuliers ou d'un phénomène permanent, c'est ce qu'il convient maintenant d'analyser.

B. ANALYSE DES FONDEMENTS DE LA LIQUIDITÉ

Quelle que soit l'importance du stock d'or d'un pays, sa liquidité sera en définitive fonction de trois éléments déterminants : le solde de la balance commerciale, les autres rubriques de la balance des paiements et les mouvements de capitaux.

1. Balance commerciale

Un tableau condensé de la balance commerciale des Etats-Unis pour les cinq dernières années servira de point de départ à l'analyse.

	1954	1955	1956	1957	1958
	MILLIONS DE DOLLARS				
Marchandises et services (net) . .	2740	2796	4578	6661	3477
Revenus (net)	1747	2000	2040	2228	2272
	4487	4796	6618	8889	5749
Dépenses militaires à l'étranger. .	— 2595	— 2804	— 2910	— 3120	— 3365
SOLDE ACTIF.	1892	1992	3708	5769	2384
Aide militaire (non comprise ci-dessus)	(3132)	(2134)	(2605)	(2440)	(2510)

Chaque année, les exportations ont largement dépassé les importations et la balance des revenus a laissé un surplus important en faveur des Etats-Unis. Le solde final de la balance commerciale, bien que toujours créancier, a été chaque fois considérablement réduit par les dépenses militaires à l'étranger. C'est là un élément qu'il convient de ne pas perdre de vue, même s'il est vrai que ces dépenses contribuent indirectement à faciliter les exportations. L'année 1958 a toutefois été caractérisée par une évolution moins favorable que dans le passé. Alors que les importations se maintenaient, malgré la récession, au niveau de 1957, les exportations fléchissaient de 14 %. Cette situation assez surprenante a donné lieu à des interprétations opposées.

Selon la thèse officielle, la plus grande partie du recul des exportations par rapport aux chiffres exceptionnellement élevés de 1957 est due à des circonstances spéciales. Les livraisons de blé, de coton et de pétrole avaient été artificiellement gonflées par la crise de Suez tandis que la diminution des ventes de charbon et de métaux s'explique par le ralentissement économique en Europe. Seules les exportations d'automobiles ont été vraisemblablement affectées par des prix trop élevés. De plus les Etats-Unis, dont 30 % des exportations représentent des produits bruts ou semi-finis, ont participé dans une certaine mesure à la baisse des prix des matières premières, alors que les pays industriels d'Europe et le Japon en tiraient profit. L'Europe a, de ce fait, amélioré considérablement sa position envers les pays sous-développés, qui ont été contraints de régler leurs soldes déficitaires en dollars.

La thèse pessimiste au contraire voit dans le recul des exportations la manifestation d'une atteinte permanente à la capacité de concurrence des Etats-Unis. Alors que, depuis la guerre, l'industrie américaine avait vécu à l'abri de toute compétition, elle doit maintenant lutter non seulement contre les entreprises européennes, mais contre les exportations des pays de l'Est. Pour preuve de ce nouvel état de choses, on cite les déclarations alarmantes de nombreux industriels, le niveau élevé des importations — où les articles manufacturés prennent une importance croissante — et le flot continu des investissements à l'étranger.

Les causes de ce renversement seraient les suivantes. Jusqu'à présent, les questions de prix n'avaient pas joué un grand rôle dans le commerce international, car il y avait insuffisance de capacité en dehors des Etats-Unis, la productivité y était plus faible et l'inflation plus prononcée. De son côté, l'industrie américaine maintenait ses positions grâce à des investissements considérables, la fabrication en masse et une technique avancée. Aujourd'hui, la phase de reconstruction étant terminée en Europe et les besoins les plus pressants ayant été satisfaits, il a été en général possible de mettre fin à l'inflation. En outre, l'industrie, s'inspirant des méthodes américaines, a créé des unités de production plus vastes, auxquelles le marché commun va ouvrir un débouché permettant la production en série.

Cette réapparition de la concurrence européenne sur les marchés mondiaux s'est manifestée au moment où la récente dépression révélait le peu de flexibilité des prix américains, ce qui contrastait avec la faiblesse des autres prix mondiaux. Bien plus, des impôts élevés et des augmentations de salaires excédant l'accroissement de la productivité donnent l'impression que les prix ne peuvent que

continuer leur ascension. Il n'est pas étonnant que dans ces conditions les industriels européens n'aient pas eu de peine à supplanter les Américains ¹.

Quel que puisse être le bien-fondé des observations précédentes, on ne saurait conclure à une surévaluation générale des produits américains tant qu'ils seront l'objet de mesures discriminatoires dans plusieurs pays. D'autre part, il n'a pas manqué de voix pour affirmer que les craintes concernant les exportations des USA étaient fortement exagérées. Le National Industrial Conference Board, par exemple, dans une étude portant sur 192 produits, n'a relevé qu'un avantage de 2 % en faveur des producteurs étrangers. D'autres considèrent que la reprise économique en Europe stimulera à nouveau les importations. Par ailleurs, les progrès qu'on y observe n'auront pas que des effets négatifs puisqu'ils permettront l'ouverture de nouveaux marchés. Enfin, le rétablissement de la convertibilité et la reconstitution des réserves or devraient faciliter la suppression des restrictions qui frappent les articles facturés en dollars.

Même si l'on accepte ces remarques plus encourageantes, si l'on reconnaît les circonstances spéciales qui ont marqué l'année 1957 et admet que les prix américains demeurent très compétitifs dans de nombreux domaines, il reste que, pour les produits manufacturés, les exportations ne représentent plus que deux fois les importations alors que la proportion était de trois à un il n'y a pas si longtemps. Il n'est donc pas impossible d'envisager que d'autres produits américains finissent par être trop chers, bien qu'il faille se garder de croire que cela arrivera prochainement. Il n'y a d'ailleurs pas lieu de souhaiter un tel développement, car vu l'impossibilité pour le gouvernement américain de pratiquer une politique déflationniste, il est à craindre que celui-ci serait contraint de prendre des mesures pour continger les importations.

2. Balance des paiements

Contrairement à la balance commerciale, la balance des paiements s'est en général soldée par un déficit. Cependant, si l'on se réfère au tableau ci-dessous, on constatera que ce déficit, à part celui de l'année 1958, est inférieur au montant de l'aide américaine à l'étranger. Si, en outre, on prend en considération les crédits accordés par le gouvernement américain, on obtient une balance des transactions privées largement excédentaire pour la période envisagée.

Ainsi, l'aide à l'étranger, en créant plus de dollars que les bénéficiaires n'en avaient besoin pour leurs achats, a favorisé les sorties d'or peut-être davantage que la concurrence européenne. C'est avec une certaine amertume que les Américains font remarquer que leur trop grande générosité a affaibli le respect de l'étranger à l'égard de leur monnaie et encouragé la spéculation.

¹ Le prix du pétrole étranger est tellement inférieur au prix de revient américain que les Etats-Unis seraient submergés par les importations sans le contrôle de celles-ci. A Los Angeles, Brown Boveri a fait une soumission pour des turbines 30 % au-dessous de l'offre de General Electric. On peut citer comme autres exemples les métaux non ferreux, les produits agricoles, les automobiles, les textiles et les produits chimiques. Même les aciéries demandent des mesures protectionnistes.

	1954	1955	1956	1957	1958
	MILLIONS DE DOLLARS				
Solde actif balance commerciale .	1892	1992	3708	5769	2384
Versements et pensions	580	597	637	694	696
Exportations de capitaux (net) ^a .	1312	1395	3071	5075	1688
	1266	660	2372	2937	3483
Aide à l'étranger	+ 46	+ 735	+ 699	+ 2138	— 1795
	— 1578	— 1865	— 1695	— 1613	— 1611
SOLDE FINAL	— 1532	— 1130	— 996	+ 525	— 3406
^a dont gouvernement	(+ 93)	(— 302)	(— 626)	(— 963)	(— 963)

Les exportations de capitaux sont une autre source d'importantes sorties de dollars. Après s'être ralentis au début de la crise économique, les investissements privés ont repris de plus belle avec le retour à la convertibilité en Europe et l'ouverture du marché commun. Ces opérations, encouragées d'ailleurs par l'administration américaine, sont motivées non seulement par l'obligation de vaincre certaines barrières douanières ou contrôles gouvernementaux, mais encore par des considérations purement commerciales : désir de prendre pied dans des marchés en expansion, d'acquérir des sources de matières premières intéressantes ou de profiter de salaires nominaux plus bas, maintenant que l'avantage conféré aux usines américaines par leur efficience est moins grand. Ce mouvement a donc toutes les chances de se poursuivre ces prochaines années. Il en est de même des investissements du gouvernement. La participation à la Banque Interaméricaine coûtera 250 millions de dollars et le relèvement des quotas du FMI représentera un engagement supplémentaire de 1375 millions de dollars.

S'il ne faut pas s'attendre à un rétablissement rapide de l'équilibre de la balance des paiements, l'Amérique ne sera-t-elle pas amenée à reconsidérer sa politique d'aide à l'étranger ? Tant que durera la guerre froide, le risque est minime, d'autant plus que les crédits déjà votés suffiront jusqu'au milieu de 1960. Mais si la tension internationale diminuait ou si le problème des sorties d'or devenait aigu, il n'est pas douteux qu'une révision des programmes d'aide serait difficile à éviter.

3. Mouvements de capitaux

Les mouvements de capitaux obéissent en principe aux variations du taux de l'intérêt, à condition toutefois qu'il n'y ait pas de problème de confiance. Parmi les causes du manque actuel de confiance dans le dollar, on cite généralement la condition peu satisfaisante du marché des obligations et l'inflation, par quoi l'on entend la hausse des prix continuelle provoquée par les augmentations de salaire et un déficit budgétaire incontrôlable ¹.

¹ P. Jacobsson ne croit pas à une inflation importante aux Etats-Unis.

Dans tout autre pays, une telle situation provoquerait une fuite de capitaux nationaux par crainte d'une dévaluation. Le cas des Etats-Unis est différent pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les causes du déficit de la balance des paiements ne sont pas uniquement d'ordre commercial et, les exportations ne représentant qu'une faible fraction du produit national — à peine 5 % — l'économie ressent moins le contrecoup de leur ralentissement. D'autre part, la population n'a pas connu les dévaluations successives qui ont marqué d'autres pays. Comme de plus elle est peu familiarisée avec le mécanisme des changes et qu'il n'y a pas d'autre monnaie pouvant servir de refuge aux fonds américains, on n'observe pas aux Etats-Unis l'exode massif de capitaux qui accompagne l'inflation dans les pays européens. L'Américain cherche à se protéger contre la hausse des prix par des achats d'actions en bourse davantage que par l'acquisition de certificats d'or canadiens, qui offriraient pourtant une meilleure protection en cas de dévaluation.

Les étrangers détenteurs de dollars ne sauraient évidemment être retenus par les mêmes considérations. On a vu qu'ils possèdent 15 milliards de dollars d'avoirs à court terme et 9 milliards de dollars de titres. Théoriquement ces sommes peuvent être rapatriées du jour au lendemain. En réalité, la liquidation des titres n'aura lieu qu'en cas de renversement de la tendance boursière actuelle qui, comme on le sait, est soutenue par l'inflation. Sur les autres créances, 5,8 milliards de dollars appartiennent aux banques commerciales et aux particuliers et représentent en général des surplus d'exportation ou des fonds de roulement servant soit aux paiements internationaux soit au financement d'opérations aux Etats-Unis. Enfin, les banques d'émission détiennent presque tout le reste des avoirs disponibles. Il ne serait guère indiqué de leur part de vouloir forcer la main à l'Amérique en convertissant en or leurs dollars, car une telle opération serait accompagnée d'un bouleversement du commerce et des finances mondiales. Le Trésor pourrait d'ailleurs répondre par un embargo sur les exportations d'or en attendant que la politique du gouvernement soit établie sur de nouvelles bases sans qu'il soit pour autant certain que le décret d'embargo soit suivi d'une augmentation du prix de l'or.

Pour l'instant donc, le stock d'or libre est encore suffisant pour justifier une confiance dans le dollar qui permette aux taux d'intérêt comparés de jouer leur rôle. Dès lors, le raffermissement du taux à court terme aux Etats-Unis au moment où la plupart des pays européens réduisent leur taux d'escompte ne manquera pas d'attirer des capitaux vers le marché de New York ou de maintenir ceux qui y sont, alors que la forte baisse des rendements survenue au début de 1958 avait encouragé le rapatriement des liquidités.

Cependant, si la conversion sur une large échelle des soldes existants n'est ni praticable ni probable actuellement, la situation sera différente au moment où la couverture or du dollar sera tellement faible qu'il suffira d'un très petit déplacement de capitaux pour obliger l'Amérique à décréter l'embargo. Si l'on ajoute à cela les variations qui peuvent résulter de décalages dans le règlement des exportations (20 milliards de dollars) et des importations (16 milliards de dollars), on comprend que les autorités monétaires étrangères surveillent avec attention la politique fiscale et monétaire des Etats-Unis.

C. PERSPECTIVES

En devenant les banquiers du monde, les Etats-Unis ont été contraints de déséquilibrer la liquidité de leur bilan. Mais, bien qu'ils n'aient plus la couverture complète de leurs dettes à court terme en or disponible, le risque d'un run sur le dollar est pour le moment négligeable. En revanche, les autorités monétaires des autres pays continueront par tradition, suspicion ou imitation, de convertir en or les dollars provenant des surplus courants de leur balance, d'autant plus que les avoirs actuels à court terme sont suffisants pour les besoins commerciaux et financiers.

Il est aisé dans ce cas de constater, comme le fait le *Financial Times*, que si les sorties d'or devaient se poursuivre au même rythme qu'en 1958 le stock d'or libre serait épuisé en quatre ans. En réalité, il ne faudrait même pas attendre aussi longtemps, car sitôt créé le doute à propos du dollar, on assisterait à un phénomène d'accélération. Or, ainsi qu'on vient de le voir, il est possible que la balance des paiements reste défavorable aux Etats-Unis pendant un ou deux ans, simplement sous l'action de la vitesse acquise. Est-ce à dire que la position du dollar est à ce point ébranlée que la crise est inévitable et prochaine ? ¹

Il est probablement exact que l'année 1958 a marqué un tournant dans l'histoire économique des Etats-Unis depuis la guerre. Pendant toute la période de reconstruction, le dollar a pu jouer son rôle international indépendamment des politiques économiques et financières internes. Cet avantage a maintenant disparu et le standing du dollar est devenu sensible à la politique fiscale et de crédit des Etats-Unis ainsi qu'à la capacité de concurrence de son industrie. Cependant, il est évident que ce privilège ne pouvait durer indéfiniment et, lorsqu'on connaît la véritable nature du déficit de la balance des paiements, il est clair que l'on ne se trouve pas en présence d'une situation irrémédiable. Même si le surplus de la balance commerciale continue à s'amenuiser, il faut se garder de sous-estimer la souplesse de l'économie américaine et de la croire incapable de redresser les choses avec le temps. Ce répit, le stock d'or actuel paraît largement suffisant pour le lui assurer.

D'autre part, on ne saurait considérer l'année 1958 comme typique de l'évolution future de la balance des paiements américaine. La récession et la baisse du taux de l'intérêt ont eu lieu au moment où renaissait la confiance dans la livre sterling. En matière d'importations aucune mesure restrictive ne fut prise, afin de faciliter le rétablissement de l'équilibre mondial détruit par la crise de Suez. Pendant ce temps, les pays d'Europe, eux, maintenaient leurs mesures discriminatoires malgré l'amélioration de leurs réserves monétaires. Mais si la contraction de leur balance commerciale ne devait pas être un phénomène passager, les Etats-Unis ne se cantonneront pas dans une attitude passive ².

¹ A. G. ELLINGER dans « The Coming Crisis of 1959 », Investment Research, Cambridge, croit que la crise aura lieu au plus tard en 1960.

² Ellinger croit que le gouvernement agira trop tard. Les restrictions d'importations provoqueront la baisse des cours des matières premières puis des titres cotés, ce qui entraînera des rapatriements de capitaux.

Il est probable toutefois que le gouvernement américain cherchera tout d'abord à rétablir la confiance dans le dollar et la capacité de concurrence de l'industrie américaine en s'efforçant de remédier aux politiques inflationnistes¹. Il devrait notamment être possible de réduire le déficit budgétaire avec la reprise économique. En outre, si la concurrence étrangère est forte, les entreprises auront pour la première fois un argument à opposer aux revendications des chefs syndicalistes. Cependant, si ces mesures devaient échouer, le danger serait grand de voir le gouvernement soumis à des pressions pour relever les droits de douane ou contingenter les importations². L'aide à l'étranger serait aussi vivement attaquée si elle ne faisait que favoriser la concurrence étrangère. Toutes ces interventions directes sur l'équilibre de la balance des paiements ont toutefois leurs limites dans les responsabilités des États-Unis à l'égard du reste du monde libre.

Le dilemme de l'Amérique ne serait pas aussi grave si, sans attendre que la situation devienne critique, on décidait, dans le cadre d'une réforme générale de la politique monétaire et de crédit, de renoncer à la couverture légale de 25 % en or. Une telle mesure mettrait fin à toutes les discussions au sujet du dollar et augmenterait considérablement la liberté de manœuvre du gouvernement. De plus, les facteurs à long terme (remboursement des crédits et revenus des investissements) auraient le temps de devenir un élément important de l'équilibre de la balance des paiements. Enfin, on libérerait 30 % du stock d'or mondial en vue de son rôle véritable, qui est international.

IV. Dévaluation du dollar en cas de crise économique

L'argument selon lequel toute crise économique serait suivie d'une dévaluation résulte le plus souvent d'un simple raisonnement par analogie, qui transpose mécaniquement les expériences de la grande dépression. En réalité, le milieu économique a tellement évolué que la similitude des conditions se limite vraisemblablement aux aspects psychologiques et techniques : il serait plus facile en période de crise grave de faire admettre un embargo sur l'or et de laisser le dollar se déprécier.

A. VALIDITÉ DU PRÉCÉDENT HISTORIQUE

La dévaluation du dollar pendant la grande dépression avait été précédée de celle de la livre sterling. En 1931, l'Angleterre avait abandonné l'étalon or et la livre était devenue une monnaie flottante. Alors que la Banque d'Angleterre affirmait vouloir ainsi corriger une parité fixée trop haut pour des raisons

¹ Une politique de restriction de crédit, contrairement à la tradition, ne paraît pas indiquée dans les circonstances actuelles. En effet, l'inflation ne provient pas du surinvestissement et la hausse des taux d'intérêt ne ferait que retarder la reprise, maintenir le chômage, charger le budget et gêner la rationalisation des entreprises.

² Un embargo prématuré sur les exportations d'or serait une mesure plus nocive qu'efficace, car elle serait la preuve manifeste d'un manque de confiance.

de prestige, les Américains accusèrent la Grande-Bretagne de laisser intentionnellement la livre se déprécier pour aider les exportations ou pour forcer le dollar à abandonner l'étalon or. Quoi qu'il en soit, le fait qu'une monnaie comme la livre ait dû abandonner l'étalon or provoqua une méfiance générale à l'égard du dollar et des rapatriements de capitaux des Etats-Unis.

La crise de 1929 a été accompagnée d'une crise financière et de crédit dont la répétition peut difficilement être envisagée de nos jours. Avec le prolongement de la crise, l'actif des banques, dont 25 % représentaient des prêts sur titres, devenait de moins en moins liquide. En 1931, la crise monétaire internationale provoquée par la chute du Creditanstalt de Vienne vint augmenter les difficultés des banques américaines qui avaient beaucoup placé à court terme en Allemagne. Pour satisfaire la demande de billets consécutive au retrait des dépôts, les Federal Reserve Banks ne pouvaient que gager leur or, car les effets de commerce s'étaient raréfiés avec la crise. Pour défendre l'encaisse or menacée également par les retraits des dépôts étrangers, il fallut relever plusieurs fois le taux d'escompte. Dès lors, la politique du maintien de la parité or du dollar se trouvait en opposition avec les mesures à prendre pour lutter contre la récession.

Au début de la crise, le volume de la circulation monétaire était lié à l'or de façon beaucoup plus rigide qu'aujourd'hui. En effet, ce n'est qu'en 1932 que les obligations gouvernementales furent admises à la couverture des billets. En outre, les pourcentages de réserves obligatoires des banques membres étaient fixes alors qu'aujourd'hui il est possible de les réduire pour compenser des sorties d'or ou une diminution des crédits.

Enfin, le rôle anticyclique du déficit budgétaire n'était pas encore reconnu et l'on avait peine à concevoir qu'un tel déficit puisse avoir lieu sans être accompagné d'une dévaluation de la monnaie.

Cependant, si tous ces facteurs ont contribué à créer un climat et des conditions favorables à une dévaluation, il n'en reste pas moins que c'est volontairement que le gouvernement a décidé d'abandonner l'ancienne parité métallique. En avril 1933, l'encaisse or des banques de réserve couvrait encore plus de 55 % de leurs engagements à vue et l'excédent des réserves métalliques sur le minimum légal était suffisant pour satisfaire toutes les demandes de retrait de l'étranger. La dévaluation du dollar a donc été voulue, dans l'idée qu'une dépréciation de la monnaie provoquerait un relèvement des prix et un allègement correspondant des dettes. Or, les récessions survenues depuis la dernière guerre n'ont pas été accompagnées d'un recul des prix industriels et agricoles, de sorte qu'un raisonnement semblable ne pourrait être avancé qu'au cas où les crises économiques retrouveraient leurs anciennes caractéristiques.

Il est donc peu probable que les conditions de la dernière crise se reproduisent et il est exclu qu'elles aient les mêmes graves répercussions. Il y a cependant d'autres éléments à considérer et notamment la monétisation de la dette publique. Cette dette est aujourd'hui vingt fois plus grande qu'en 1929 alors que le produit national brut n'a augmenté qu'un peu plus de quatre fois. Comme toute forte crise économique serait accompagnée d'un déficit

budgétaire important, la couverture de ce déficit risque de dépasser les possibilités du marché des capitaux. Si les banques d'émission doivent intervenir, le problème de la couverture or de leurs engagements se posera de nouveau. De nos jours, c'est donc dans le financement de la dette publique en période de dépression que réside la clé d'une dévaluation éventuelle.

B. PORTÉE ÉCONOMIQUE DE LA DÉVALUATION

Le recours à la dévaluation est motivé tantôt par la surévaluation d'une monnaie sur les marchés extérieurs, tantôt par des considérations économiques internes.

1. Augmentation de la capacité de concurrence externe

Il est certain que la dévaluation profite aux industries exportatrices du pays qui l'entreprend. Cependant, il y a lieu de distinguer entre les monnaies, car ce qui est valable pour un petit pays ne vaut pas pour les pays banquiers. P. Jacobsson a rappelé avec raison que l'abandon de l'étalon or par l'Angleterre, soi-disant pour corriger la parité or trop élevée de 1925, n'avait abouti qu'à provoquer un chaos monétaire. Lorsque la vague de dévaluations fut terminée, les parités se trouvèrent en définitive peu changées. De nos jours également, une dévaluation du dollar en période de crise économique générale serait immédiatement suivie par toutes les autres monnaies.

2. Mesure antidéflationniste interne

La croyance aux effets antidéflationnistes de la dévaluation repose dans la plupart des cas sur une notion erronée des mécanismes monétaires : théorie quantitative, conception métalliste de la monnaie, admission de l'insuffisance de la production d'or par rapport au volume des affaires. C'est notamment l'idée fausse que la dévaluation allait automatiquement relever le prix des marchandises qui a motivé la décision de Roosevelt de modifier la parité du dollar. Or, son expérience est là pour montrer que la portée antidéflationniste de la dévaluation est fort limitée.

Une dévaluation ne peut agir sur les prix que par l'intermédiaire des prix des produits importés, la production d'or et la réévaluation du stock monétaire. Dans les deux derniers cas, il faut encore que la plus-value de l'or se traduise sur le marché des biens par une demande effective, ce qui implique le recours au « deficit spending ».

Si la dévaluation doit être accompagnée d'un programme de dépenses publiques, on peut en revanche concevoir que le « deficit spending » ne soit pas suivi d'une dévaluation. Tout dépend de la question de savoir si les banques commerciales seront en mesure de financer le déficit comme jusqu'ici.

Si c'était le cas, la réduction des réserves obligatoires libérerait un peu plus de 5 milliards de dollars, tandis que la mobilisation de l'or libre permettrait d'accroître de plus de 30 milliards de dollars les billets en circulation ou les dépôts auprès des banques fédérales de réserve. Sur cette base élargie, les banques commerciales pourraient créer un montant six à dix fois plus grand de dépôts à vue. L'expansion de la masse monétaire serait donc largement suffisante pour financer les programmes les plus ambitieux de dépenses publiques. En revanche, si les banques commerciales sont soumises à des retraits de dépôts et que tout le poids du financement du déficit budgétaire retombe sur les banques centrales, la capacité de celles-ci à pratiquer l'open market policy serait limitée à quatre fois le montant des réserves d'or libre. Si, en outre, les banques centrales étrangères choisissaient ce moment pour convertir leurs dollars en or, le financement de la dette publique par les banques centrales de réserve pourrait se révéler très difficile.

C. PERSPECTIVES

Ceux qui croient pouvoir prédire une crise économique prochaine aux Etats-Unis raisonnent soit à partir de l'inflation, soit à partir de la surproduction. Dans le premier cas, on envisage que les tensions inflationnistes conduiront à un boom spéculatif qui finira par un effondrement et une dépression. En réalité, jusqu'à présent, le seul secteur où l'inflation ait provoqué une hausse psychologique est celui du marché des actions. Même si ce mouvement boursier devait se terminer par un recul précipité, il est difficile, vu l'absence de crédit sur titres, d'envisager une chute aussi grave qu'en 1929 et des répercussions aussi importantes sur les autres secteurs.

Quant à la crise de surproduction, on peut observer que l'économie américaine vient seulement d'entrer dans la phase de reprise après la récession de 1958. En outre, la prochaine décennie bénéficiera d'une augmentation dans la formation de nouveaux ménages et dans la demande de remplacement des automobiles. Il serait donc pour le moins prématuré d'affirmer que les Etats-Unis vont au-devant d'une crise économique générale et que, malgré la valeur fort contestable d'une telle mesure en période de dépression, l'on en vienne à envisager une dévaluation du dollar. Mais il n'est évidemment pas exclu qu'un gouvernement démocrate ait recours à une telle manipulation dans l'espoir de créer un choc psychologique.

V. Conclusion générale

L'opinion la plus répandue au sujet du prix de l'or est qu'un relèvement du prix du métal est inévitable, mais qu'on ne saurait le considérer comme une probabilité immédiate. Le dollar n'ayant été dévalué qu'une seule fois

en cent cinquante ans, l'imprécision chronologique permet toutes les hypothèses. Mais la spéculation a été tant de fois victime de fausses rumeurs concernant le prix de l'or qu'on comprend la prudence dans l'énoncé des pronostics.

La dévaluation à froid, pour remédier au problème de la liquidité internationale, semble hors de question pour fort longtemps. Non seulement le gouvernement américain n'est pas persuadé de l'urgence du problème, mais une telle mesure soulève des difficultés techniques presque insolubles.

La dévaluation du dollar sous la pression d'une crise de liquidité externe est théoriquement concevable si les banques d'émission étrangères se mettaient à convertir leurs avoirs aux Etats-Unis. En pratique, une telle action risquerait de provoquer une crise financière dont les répercussions sur le monde libre ne doivent pas être sous-estimées.

L'hypothèse d'un épuisement graduel du stock d'or libre par suite d'un déficit prolongé de la balance des paiements présuppose le maintien de certaines conditions politiques et l'absence de contre-mesures du côté américain. En outre, elle accorde peu de poids au vaste potentiel de l'économie et à la passion de la productivité qui anime les industriels des Etats-Unis. Même si l'on reconnaît à l'Europe une capacité de concurrence accrue, la cessation presque complète des sorties d'or en 1959 est révélatrice de la lenteur avec laquelle se renversent les courants d'échanges.

Enfin, le fait que l'amélioration de la liquidité américaine ne peut se faire qu'au détriment des autres pays et vice versa ne signifie pas que la hausse du prix de l'or est inévitable. Enfermer la question du prix de l'or dans un dilemme, c'est méconnaître la nature du mécanisme de l'équilibre économique. On peut très bien avoir une alternance de sorties d'or d'Amérique et de resserrement de la liquidité internationale sans que pour autant l'une des phases s'achève par une crise qui conduise à un relèvement du prix de l'or.

En revanche, il est probable que les problèmes de la liquidité externe et interne viendraient cumuler leurs effets en cas de crise économique aux Etats-Unis. De plus, la dévaluation du dollar cesserait de se heurter à l'opposition des autorités monétaires américaines. Mais la réalisation de ces conditions n'est pas prévisible dans un délai raisonnable.

C'est pourquoi, aussi longtemps qu'un changement du prix de l'or ne sera pas envisagé comme une éventualité immédiate, le dollar restera la première monnaie du monde ¹. Même si le franc suisse et le Deutsche Mark peuvent donner l'impression d'être mieux gagés, on ne voit pas quelle monnaie pourrait prendre la place du dollar sur le plan international tant que les Etats-Unis détiendront le plus grand stock d'or du monde et que leur balance commerciale sera active.

¹ La fermeté de certains changes étrangers par rapport au dollar ne saurait être considérée comme un signe de supériorité tant que subsistent de nombreuses restrictions à l'exportation de capitaux, au tourisme et au commerce. C'est pourquoi, il est difficile de suivre le *Financial Times* lorsqu'il écrit (18 décembre 1958) : « For some time past the dollar has been given a lower rating in the international currency markets than the two favorites among European currencies, the DM and the Swiss franc. Now it seems to be falling to a lower place than the pound sterling. »

Cependant, les Etats-Unis ne peuvent plus se permettre d'ignorer les répercussions financières du déficit de leur balance des paiements et de l'extension continue de leurs engagements extérieurs. Si la situation n'est ni alarmante ni irrémédiable, il reste que la position internationale du dollar est devenue sensible¹ et qu'elle réagirait à tout événement défavorable imprévu. Ni les démentis les plus énergiques du Trésor ni les démonstrations les plus subtiles des économistes ne changeront rien au fait que le dollar sera considéré comme étant sur la défensive aussi longtemps que les réserves d'or libre seront menacées de disparaître complètement par la simple conversion des avoirs des banques d'émission étrangères. Tant qu'on ne fera rien pour remédier à cet état de choses, un doute subsistera. Et pourtant une mesure très simple suffirait à rétablir la confiance dans la parité du dollar pour une longue période : supprimer la règle de couverture légale de la circulation monétaire. On aurait ainsi le temps de s'orienter lentement vers un système monétaire rationnel et véritablement international.

¹ Le fait suivant risque, par exemple, d'être mal interprété. L'augmentation des quotas du FMI exigera le versement en septembre d'environ \$ 1 milliard d'or de la part des pays autres que les Etats-Unis. Comme ce montant représente une année de production courante, la hausse du prix de l'or à Londres au-dessus de \$ 35,0875 entraîne des sorties d'or américain.