

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 1

PDF erstellt am: **05.05.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-135081>

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.

Le prix de l'or

par ALEXANDRE CHOLLET

Alors que tout au long de 1958 l'avenir du dollar était discuté — plus ou moins ouvertement — dans les milieux financiers, ce sont les monnaies européennes qui ont créé la sensation de l'année en annonçant leur retour à la convertibilité. Les deux choses ne sont pas sans rapport. Ce sont les 2,3 milliards de dollars d'or perdus l'an dernier par les Etats-Unis qui ont permis le renforcement des réserves monétaires européennes. L'intérêt pour le problème du dollar — celui de son prix-or — n'a subi du reste qu'une éclipse de très courte durée. Le sujet revint rapidement au premier plan des préoccupations, tant il est vrai que les mesures monétaires prises dans un certain secteur ont pour effet d'attirer l'attention sur les autres manipulations possibles.

Le prix-or du dollar fut longtemps un thème de controverse réservé aux économistes. Or, en décembre dernier, la First National City Bank dut admettre dans sa « Monthly Letter » qu'au cours de 1958 « some shift in attitude toward the dollar became at least faintly visible among foreign central bankers and finance ministers », cela à la suite d'un déficit budgétaire de 12 milliards de dollars aux Etats-Unis. Ainsi, la question avait cessé d'être purement théorique et il n'en fallait pas plus pour ranimer le marché des mines d'or à Londres et multiplier les déclarations des hommes d'Etat, banquiers et économistes, prenant parti pour ou contre un relèvement du prix de l'or.

Comme c'est souvent le cas en politique économique, le problème ne comporte pas de solution idéale. De plus, s'agissant d'une question internationale et monétaire, l'importance des intérêts en jeu, les susceptibilités nationales, la complexité des facteurs psychologiques ne facilitent pas le choix des objectifs prioritaires. Dès lors, une prise de position rigide dans la querelle des écoles n'apporterait qu'une contribution peu utile à la controverse. Notre propos est autre. Rappeler les fondements des systèmes monétaires actuels, indiquer les thèses en présence, esquisser le jeu des forces économiques susceptibles d'agir sur les monnaies, tels sont les éléments qui donneront au présent article son cadre.

I. L'or et les systèmes monétaires

Le temps est loin où la complexité du problème de l'or se limitait au calcul des gold points et des parités. Le contrôle des changes, la disparition des pièces d'or de la circulation, les accords monétaires internationaux ont placé le sujet

sur un piédestal hors d'atteinte du non-spécialiste. C'est pourquoi la connaissance de certaines données techniques — statistiques, mécanismes des changes, rôle actuel de l'or — est nécessaire si l'on veut pouvoir suivre le débat.

1. Statistiques

a) Production

La production d'or du monde libre est pratiquement limitée à trois pays, l'Afrique du Sud étant de loin en tête. Les chiffres russes sont inconnus, mais il est certain que l'URSS est le second producteur du monde. Selon des estimations incontrôlables, sa production égalerait même celle de l'Afrique du Sud.

<i>Production d'or en 1957</i> (1 oz fin = \$ 35)	en millions de \$	en %
Afrique du Sud	596,0	58,4
Autres pays de la zone sterling	100,0	9,8
Zone sterling	696,0	68,2
Canada	154,7	15,2
USA	63,0	6,2
Trois principaux producteurs	913,7	89,6
Reste du monde libre	106,3	10,4
Total (monde libre)	1020,0	100,0

En Afrique du Sud, les producteurs sont tenus de vendre tout leur or au Trésor par l'intermédiaire de la South African Reserve Bank qui revend la plus grande partie de cet or à Londres pour le compte du Trésor. Les compagnies reçoivent la contre-valeur de leur or en livres sud-africaines, au prix hebdomadaire moyen réalisé par la banque moins certains frais. Aux Etats-Unis, tout l'or est détenu par le Trésor qui émet en échange des certificats d'or déposés auprès des banques fédérales de réserve. Celles-ci, à leur tour, créent des billets ou des dépôts. Les mines d'or canadiennes peuvent soit vendre le métal produit sur le marché libre (au Canada ou à l'étranger), soit le céder à l'Hôtel de la Monnaie au prix officiel de 35 dollars US l'once. Les mines les moins rentables vendent toute leur production à la Monnaie et reçoivent un subside du gouvernement.

La majeure partie de l'or ainsi produit vient augmenter le stock d'or mondial. En 1957 par exemple, sur un total de 1,3 milliard de dollars d'or extrait des mines ou acheté aux Russes, les deux tiers sont venus accroître les réserves officielles. Un quart a été absorbé par la thésaurisation et 10 % environ par les usages industriels.

b) Réserves

Le stock d'or mondial n'est connu que pour les réserves officielles. La répartition géographique de celles-ci est aussi mal équilibrée que celle de la production d'or, puisque les Etats-Unis détiennent à eux seuls plus de la moitié des réserves mondiales.

<i>Réserves d'or mondiales</i> (juin 1958)	en millions de \$	en %
USA	21.412	54,9
Royaume-Uni	2.750	7,0
République fédérale d'Allemagne	2.575	6,6
Suisse	1.856	4,8
Belgique	1.143	2,9
	29.736	76,2
Autres pays	7.706	19,8
FMI, UEP, BRI	1.568	4,0
	39.010	100,0

L'or thésaurisé dans le monde représente un montant très considérable, mais la thésaurisation varie selon les pays. Minime chez les Anglo-Saxons, la tendance à thésauriser est déjà plus forte en Allemagne et en Suisse et très prononcée en France (où l'on estime que l'or thésaurisé dépasse plusieurs fois les réserves officielles) et surtout en Inde.

c) *Prix*

Lorsqu'on parle du prix de l'or, il s'agit du prix officiel et avant tout de celui en dollar puisque le Trésor américain s'est déclaré disposé à acheter et à vendre l'or au prix fixe de 35 dollars l'once de fin. Les autres pays, bien que la plupart de leurs monnaies soient définies par un poids d'or fin, n'ont pas à proprement parler un prix pour l'or, car leurs banques d'émission n'ont pas pris d'engagement illimité de ce genre, ainsi qu'on le verra plus loin.

A côté du prix fixe officiel, il existe des cotations variables de l'or sur les marchés libres. Le plus important de ces marchés est celui de Londres qui réalise les deux tiers du commerce mondial de l'or. Les principaux vendeurs sont la Banque d'Angleterre (pour compte des producteurs d'or) et la Russie ; les principaux acheteurs, les banques d'émission de l'Europe occidentale et la thésaurisation (30 à 40 %). Londres ne traite presque pas de pièces d'or, si bien que Zurich et Paris sont les premières places du monde dans ce domaine. Toutefois, Paris n'alimente que le marché français car, bien que le commerce de l'or soit libre en France, l'exportation et l'importation d'or sont interdites ¹. Beyrouth, Bombay et Hong-Kong sont les portes d'entrée de la thésaurisation au Moyen et en Extrême-Orient, Buenos-Aires et Montevideo, celles de l'Amérique du Sud.

L'or ayant beaucoup baissé sur le marché libre depuis la guerre, les prix pratiqués récemment sur les trois grandes places étaient assez voisins du prix officiel de 35 dollars l'once. C'est ainsi que Londres cotait l'once 35,07 dollars, soit avec un agio de 2 ‰ et que Paris payait une prime de 2 % pour l'or en barres ou en lingots. La prime sur le Napoléon atteignait 13 %. Le tola (11,66 g) à Bombay et le tael (37,57 g) à Hong-Kong faisaient ressortir une prime de 80 % et 10 % respectivement.

¹ L'importation illégale est tolérée pour augmenter l'offre lorsque les prix montent trop vite.

2. Or, monnaie, convertibilité

Il n'est pas douteux qu'il faille attribuer l'extraordinaire crédulité du public à l'égard des rumeurs les plus fantaisistes concernant le prix de l'or à une ignorance presque complète du rôle monétaire actuel de l'or dans le monde et à une notion très confuse de la convertibilité. Il convient donc de préciser ces points en dissociant le plan national du plan international.

a) *Rôle interne*

Dans certains pays, l'or déposé à la Banque nationale sert encore aujourd'hui de couverture à la circulation monétaire. Il en est ainsi de la Suisse où la circulation des billets doit être couverte au minimum à 40 % par de l'or et des Etats-Unis où la loi exige une couverture minimum de 25 % pour les billets et les dépôts¹. L'Angleterre a complètement abandonné la fiction de la couverture or du billet et c'est le Parlement ou le Trésor qui fixe le montant maximum de la circulation appelé « émission fiduciaire ». Le stock d'or a été remis au Fonds d'égalisation des changes. En France également, il existe un Fonds de stabilisation des changes qui dépend du Trésor, mais reçoit ses moyens de la Banque de France. Il n'y a pas de couverture minimum ni de limite à la circulation fiduciaire et c'est la Banque de France qui, en sa qualité d'institut d'émission, détermine la masse monétaire nécessaire. Elle est secondée dans sa tâche par le Conseil national du Crédit, chargé de surveiller et diriger le crédit. La politique d'émission n'est pas orthodoxe en ce sens que, depuis la guerre, la Banque de France fait des avances à l'Etat et des crédits à moyen terme. En Allemagne, en revanche, le maintien de la stabilité de la monnaie est devenu le dogme de la politique monétaire de la Bundesbank. L'absence de normes concernant une couverture obligatoire en or ou en devises n'a pas empêché cette Banque d'obtenir un résultat remarquable dans ce domaine par l'emploi des moyens classiques de l'open market policy et des réserves obligatoires des banques.

En résumé, malgré certaines règles de couverture or des billets, l'or ne joue plus aucun rôle sur le plan interne. Chacun sait — les syndicats ouvriers mieux que quiconque — que la véritable valeur de la monnaie dépend de son pouvoir d'achat et non de son poids d'or. L'or est bien encore une des formes préférées de la thésaurisation mais, même en France, l'achat d'or a été loin d'être une protection efficace contre la dépréciation de la monnaie.

b) *Rôle international*

Sur le plan des échanges internationaux, le rôle de l'or est beaucoup plus important, car c'est la seule monnaie véritablement internationale. L'or est universellement admis comme instrument de liquidation des dettes et des

¹ Ces prescriptions sont le vestige d'une époque révolue, car la convertibilité directe (échange de billets contre de l'or à la Banque centrale) n'est plus possible pour les particuliers depuis l'abandon de l'étalon-or. Une forte proportion d'or est sans doute nécessaire pour les monnaies qui servent de valeur refuge, mais la détermination du stock d'or adéquat pourrait tout aussi bien être laissée aux autorités monétaires responsables.

créances entre nations. Cette place prépondérante, remarquons-le, repose sur une pure convention même si l'on reconnaît à un tel choix des raisons historiques et certaines qualités propres au métal. Mais comme on n'a pas encore trouvé à l'échelon international de substitut à l'or comparable au billet de banque, il continue d'avoir la priorité sur le dollar dans la composition des réserves monétaires. C'est pour cette raison également que la plupart des monnaies sont définies par un poids d'or fin.

La fixation de ce poids d'or détermine le rapport entre toutes les monnaies, c'est-à-dire leur taux de change. Un véritable changement du prix de l'or ne peut se concevoir que par la modification simultanée de toutes les définitions monétaires. Une revalorisation isolée du prix de l'or s'appellerait dévaluation. Elle pourrait d'ailleurs aboutir au même résultat si elle finissait par être généralisée. Cette interdépendance des monnaies par l'or fait qu'aucun pays ne pourrait rester en dehors d'un ajustement général. Si la Suisse par exemple, qui n'est pas membre du Fonds monétaire international, refusait de changer la définition or de sa monnaie sans procéder à une réévaluation correspondante de son change ¹, ce geste n'aurait qu'une valeur symbolique. En effet, aucune banque ne vendrait de l'or à la Banque nationale à l'ancien prix et celle-ci ne pourrait offrir du métal à ce prix sous peine de voir son stock disparaître immédiatement. En l'absence d'un marché de l'or en francs suisses, le franc devrait passer par le dollar et serait tout de même dévalué de facto par rapport à l'or.

CONVERTIBILITÉ OR	CONVERTIBILITÉ INDIRECTE DES PARTICULIERS PAR ACHATS D'OR	OPÉRATIONS DES BANQUES CENTRALES ENTRE ELLES	
\$	libre à l'étranger	FRB achète vend	à \$ 35 l'or fin (+ ou — ¼ % frais)
Fr. s.	libre	BNS achète à fr. 4869,80 le kg fin vend à fr. 4920,63 (dans le cadre des paiements courants)	
DM	libre	Bundesbank	se limitent aux opérations découlant d'engagements pris en vertu d'accords monétaires internationaux.
£	interdite	Banque d'Angleterre	
Fr. fr.	libre au marché de Paris	Banque de France	

¹ Concevable dans le cas d'un relèvement minime du prix de l'or, une telle réévaluation est impensable dans le cas d'une dévaluation importante des autres monnaies en raison de notre dépendance des marchés d'exportation.

c) *Convertibilité*

A l'intérieur ou à l'extérieur, la convertibilité directe en or n'existe plus pour les particuliers. La détention de pièces d'or est même interdite aux Etats-Unis tandis qu'ailleurs les pièces ont disparu de la circulation par suite de la thésaurisation. Toutefois, dans les pays où le commerce de l'or est autorisé, on peut parler d'une convertibilité indirecte lorsqu'il y a achat d'or sur le marché libre. Quant aux banques centrales, si elles procèdent entre elles à des opérations d'or, la convertibilité complète — celle qui admet les transactions répondant à des besoins monétaires — n'existe que pour le dollar. La position actuelle des cinq principales monnaies en matière de convertibilité or a été résumée dans le tableau de la page précédente.

La convertibilité dont on parle couramment est celle en devises fortes qui étaient, jusqu'à fin 1958, les dollars US et canadien, le franc suisse et le bolivar. Cependant, cette convertibilité représente une notion très variable selon les pays. Dans ceux à monnaie faible, elle est limitée aux non-résidents et le contrôle des changes a entraîné des dispositions très complexes qui distinguent notamment d'une part les mouvements de capitaux, d'autre part les paiements

CONVERTIBILITÉ EN DEVICES FORTES	RÉSIDENTS	NON-RÉSIDENTS	
		RAPATR. CAPITAUX	PAIEMENTS COURANTS ¹
\$	libre	libre	libre
Fr. s.	libre	libre	libre
DM	libre	libre	libre
£	autor. Off. Chge achat titres en \$ cotés à Londres	security sterling ²	libre
Fr. fr.	achat au marché noir achat de devises titres	libre	libre pour zones \$ et AME

¹ La libre convertibilité a ici encore une portée différente selon qu'il existe ou non des restrictions quantitatives à l'importation dans les pays considérés. En France et dans le Royaume-Uni par exemple, le taux de libération des échanges à l'égard de la zone dollar n'est que de 50 % et 59 % respectivement (base 1948), alors qu'il est de 90 % et 94 % envers les pays de l'OECE.

² La £ est inconvertisible pour les avoirs en titres, etc. Le rapatriement des capitaux de la zone sterling est toutefois possible si l'on trouve un autre non-résident désireux d'investir en £. On lui transfère alors le security sterling.

courants afférents au trafic des marchandises et des services. Bien que cette législation ait été simplifiée à fin 1958, le tableau ci-dessous montre que la convertibilité complète est loin d'être la règle générale.

3. Institutions monétaires internationales

Restrictions quantitatives, contrôle des changes, convertibilité en devises sont autant de mesures qui reflètent les déséquilibres provoqués par la crise et la guerre dans les balances des paiements. Pour promouvoir la coopération monétaire internationale, les pays occidentaux ont signé des accords (La Haye, Bretton Woods, Accord monétaire européen) et mis sur pied des organes permettant de faciliter la liquidation des déficits de la balance des comptes et de stabiliser les changes. Quelques brèves indications sur le fonctionnement de ces institutions permettront de situer leur rôle par rapport à celui de l'or.

Le Fonds monétaire international ¹ a pour but d'aider les Etats membres à résoudre provisoirement leurs problèmes de paiements. Dans ce but il dispose d'un capital de 9,2 milliards de dollars divisé en quotes-parts souscrites par les pays membres à raison de 25 % en or et 75 % en monnaie nationale. Les Etats membres peuvent s'adresser au Fonds pour se procurer des monnaies des autres pays membres au moyen de tirages, c'est-à-dire d'un versement en monnaie nationale, ou en échange d'or. Le droit de tirage, limité à 200 % des quotas, n'est pas automatique, mais soumis à l'approbation des administrateurs. C'est pourquoi on a mis au point la technique du « stand-by credit » qui permet d'opérer des tirages dans un délai convenu sans que la position de l'Etat demandeur fasse l'objet d'un nouvel examen au moment du tirage. Le pair de la monnaie des Etats membres doit être exprimé en or ou en dollars US et les opérations de change ne doivent pas s'écarter de plus de 1 % de la parité. Le Fonds doit être consulté en cas de modification du pair de la monnaie. Le Fonds peut faire varier, dans une proportion uniforme, le pair des monnaies de tous les Etats membres, à condition que la décision soit prise à la majorité des voix attribuées et qu'elle soit approuvée par chacun des membres disposant de 10 % au moins du total des quotes-parts. Les Etats-Unis ayant 30 % des voix ont donc un droit de veto.

L'Accord monétaire européen, qui vient de prendre la succession de l'Union européenne de paiements, prévoit l'établissement d'un Fonds européen et d'un système multilatéral de règlements. Le Fonds, doté d'un capital de 600 millions de dollars, consentira des prêts à court terme qui n'ont pas un caractère automatique. Les prêts seront versés et remboursables en or. Le système multilatéral de règlements diffère également de celui de l'UEP, car seuls les montants annoncés seront compensés. La convertibilité est assurée par l'engagement de régler les soldes débiteurs en dollars et la garantie de change donnée par la

¹ L'autre organe issu des Accords de Bretton Woods, la Banque internationale pour la reconstruction et le développement, n'a pas, comme son nom l'indique d'ailleurs, un rôle monétaire. Cependant, les crédits qu'elle accorde créent souvent une rentrée de devises pour le pays bénéficiaire.

fixation, dans chaque pays, d'un cours acheteur et vendeur pour le dollar. La compensation, qui aura lieu tous les mois, se fera au cours vendeur du dollar dans le pays débiteur. De ce fait, les montants annoncés seront en pratique minimisés vu les opérations préalables d'arbitrage. Dans l'intervalle des règlements mensuels, il est prévu entre les pays des financements intérimaires qui doivent être liquidés en fin de mois au cours vendeur du dollar dans le pays créancier.

La Banque des règlements internationaux est une société anonyme au capital de fr. or 500 millions ¹, créée en 1930. Le point de départ a été le problème des réparations allemandes pour la mobilisation desquelles il fallait un trustee. En matière de transfert, la BRI recevrait tous les versements concernant les dettes gouvernementales et les porterait en compte, ceci afin d'éviter des perturbations sur le marché des changes. En matière d'or, elle centraliserait les encaisses des banques d'émission afin d'éviter les mouvements d'or inutiles. Ainsi, disposant de capitaux considérables en or et en devises, la Banque pourrait accorder des crédits pour régulariser le cours des changes ou niveler les taux d'intérêt. Au début, « la Banque intervenait directement sur les marchés à soutenir. Elle achetait la monnaie du pays intéressé et plaçait en effets à court terme, d'accord avec la banque centrale intéressée, le produit de cet achat. La Banque se trouvait ainsi amenée à prendre d'importantes positions de change. D'autre part, bien qu'en possession d'effets à court terme, il ne lui était pas toujours possible en pratique de mettre fin à son intervention quand elle désirait, afin de ne pas peser à un moment inopportun sur le marché des changes, si bien que ce genre d'opérations n'avait en fait pas de terme clairement défini. Aussi, lorsque la Banque reprit son activité après la guerre, fut-elle amenée, pour tenir compte de ses expériences passées, à utiliser des techniques nouvelles. Actuellement, ses opérations ont toujours un terme défini et relativement court. Par ailleurs, la Banque ne prend de position de change que pour des montants ou des intervalles réduits. Ses opérations d'achat et de vente au comptant ont toujours une contrepartie : soit une autre opération au comptant très proche, soit une opération à terme correspondante. A cet effet, la technique des « swaps » qui combine une opération au comptant avec une opération à terme est fréquemment utilisée. ² »

Malgré leur utilité indéniable, ces organisations ne représentent pas, dans leur forme actuelle, un substitut capable d'évincer l'or. Leur action est limitée à leurs ressources propres ou à des possibilités de crédit peu importantes. Elles ne sont pas non plus un prolongement satisfaisant de l'or car, les crédits n'étant pas automatiques, le recours au Fonds éveille l'impression d'une mesure d'urgence. Enfin, la durée du crédit étant limitée, la prise en considération de l'engagement à liquider intervient toujours dans le calcul des réserves nettes.

¹ 1 fr. or = fr. s. 1,40.

² BRI : vingt-septième rapport annuel, pages 258-259.

4. Conclusions

Une série de conclusions s'imposent au terme de cette première analyse.

Tout d'abord, l'or en tant que base monétaire se révèle avoir le même inconvénient sur le plan international que sur le plan interne : un manque de plasticité par rapport au volume des transactions commerciales. C'est avant tout pour résoudre le problème de la liquidité internationale que l'on propose une hausse du prix de l'or et non pour tenir compte des cotations du marché libre qui seraient sans doute bien inférieures à 35 dollars l'once sans la demande américaine.

En second lieu, un relèvement général et uniforme du prix de l'or ne changerait rien au pouvoir d'achat interne des monnaies ni aux conditions du commerce international¹. Toutefois, en raison de la grande disparité qui existe dans la production, la thésaurisation et la répartition du stock d'or, les bénéfices de l'opération seraient très inégalement partagés.

Enfin, dans le groupe des trois principaux pays intéressés, les Etats-Unis occupent une place à part, moins peut-être par l'importance de leur stock d'or que par le caractère unique de leur convertibilité. Celle-ci ne peut évidemment fonctionner que grâce à la position internationale privilégiée du dollar, laquelle repose en dernier ressort sur le potentiel industriel de la nation qui est devenue le premier créancier du monde. Dès lors, si les Etats-Unis sont l'instance suprême dont dépend l'acceptation ou le rejet de la thèse selon laquelle le prix de l'or devrait être augmenté, c'est, en revanche, leur puissance de production qui décidera si ce prix sera modifié.

Les chances de voir les Etats-Unis se plier volontairement à l'impératif d'éminents économistes ou involontairement à la pression de forces monétaires dont ils n'auraient plus le contrôle feront l'objet d'un second article.

(A suivre.)

¹ Il s'agit ici des répercussions directes. Les conséquences inflationnistes indirectes seront examinées plus tard.