

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

CHARLES PENGLAOU

Le dollar et l'évolution monétaire de l'Europe occidentale

Journal de la société statistique de Paris, tome 102 (1961), p. 25-40

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1961__102__25_0

© Société de statistique de Paris, 1961, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

VII

LE DOLLAR ET L'ÉVOLUTION MONÉTAIRE DE L'EUROPE OCCIDENTALE (1)

Je tiens à `mettre en garde contre les conclusions, selon moi prématurées que l'on croirait déduire de l'exposé qui suit. Je rappelle tout d'abord que mon intervention se produit par suite de l'impossibilité pour un de nos collègues de prendre lui-même la parole. J'indique ensuite que je n'utiliserai que des documents statistiques bruts, c'est-à-dire non élaborés, que j'ai recueillis aux meilleures sources, à savoir pour la plupart au Federal Reserve Bulletin, au Department of Commerce, aux Rapports annuels de la Banque des Règlements internationaux, aux bulletins mensuels de la First National City Bank, de la Lloyds Bank et de la Société de Banque suisse. Néanmoins je ne m'abstiendrai pas de rapporter certaines informations ou observations de la presse internationale, notamment pour ce qui concerne les thérapies proposées pour supprimer ou atténuer ce qu'on convient d'appeler la crise du dollar. Allusion sera faite aux répercussions qu'une modification apportée à la parité actuelle du dollar pourrait avoir sur la teneur des monnaies occidentales, en rapportant les opinions de la grande presse. Tenant compte du peu de recul que nous avons en face des événements contemporains, je soulignerai ici et là la fragilité de toutes les conclusions que l'on pourrait inférer sur l'infléchissement de la politique monétaire des États-Unis et sur les retentissements qu'elle pourrait avoir — qu'elle aurait — sur le comportement de nos monnaies.

RAPPEL DE CERTAINS FAITS

Je ne rappellerai que pour mémoire la situation économique internationale avant et après la première guerre mondiale. Hégémonie incontestable de l'Europe avant 1914, la Cité de Londres étant indubitablement le centre du commerce mondial grâce à des institutions incomparables et à une expérience séculaire. Importance du marché financier à long terme

(1) Communication à la séance du 18 janvier 1961.

de Paris. Le centre industriel de Berlin, mais privé de moyens monétaires et de capitaux. En face de quoi, New-York se développe comme place de commerce international, mais avec le handicap d'une structure monétaire faible.

Entre les deux guerres mondiales, l'importance du centre financier de New-York s'accroît, mais avec, comme contre-partie, une augmentation non négligeable du chômage (neuf à onze millions de chômeurs), la place de Londres subit des à-coups et c'est en septembre 1931 la suspension de la convertibilité de la livre sterling qui entraîne la dévaluation du dollar. Mais la précellence de Londres est telle que les prix mondiaux suivent les fluctuations du sterling. Berlin esquisse et renforce sa politique d'autarcie, alors que Paris tente sans succès de s'ériger en centre international (création de la Banque française d'acceptations qui poursuivra une vie languissante).

L'Europe sortira de la deuxième guerre extrêmement affaiblie et il lui faudra l'apport du Plan Marshall pour se reconstituer progressivement. Les institutions issues de Bretton Woods joueront un rôle cardinal dans cette convalescence. L'Union européenne de paiements arrivera à compenser 60 % du commerce mondial. La régénération de l'Europe se poursuit nonobstant des tribulations — et j'ai rappelé ici-même quelques-uns de ces avatars — au point que référence faite au niveau d'avant guerre, la production industrielle a augmenté de 80 %, la production agricole de 25 % et les réserves monétaires de 100 %. On s'achemine sans trop de heurts vers une convertibilité monétaire qui, sans être complète, n'en est pas moins appréciable.

Institue-t-on un parallèle entre les États-Unis et la vieille Europe renaissante, on relève que l'accroissement des importations ne suit pas la même cadence ici et là. Par rapport à l'avant-guerre l'augmentation est respectivement de 13 % et de 40 % en 1957. La balance des paiements est ici en déficit correspondant en ordre de grandeur au surplus européen : l'or est transféré et les pays européens se constituent des réserves importantes en dollars. Néanmoins la monnaie américaine reste l'étalon mondial. C'est que, malgré la politique des syndicats américains, la production par tête d'habitant reste incomparablement plus élevée outre-Atlantique que dans les pays européens (en termes monétaires 2,8 et en termes réels 2,2 fois plus élevée) et que le revenu national est évalué ici à 367 mille millions de dollars, là à 215 mille millions. Le *dollar gape* va se muer progressivement en *disgust dollar*, au point de constituer pour les banques centrales européennes des appréhensions, d'abord larvées, mais qui deviendront plus vives par la suite.

LES SYMPTOMES D'UNE CRISE

L'opinion publique a été alertée et l'attention a été sollicitée par des manifestations que l'on a qualifiées de morbides. Mon propos est de les résumer aussi succinctement que possible, mais sans vouloir en déduire des jugements de valeur.

La diminution du stock d'or des États-Unis. — Le tableau ci-contre reproduit est extrait du Federal Reserve Bulletin de décembre 1960.

(en millions de dollars)

Fin d'années ou de mois	Montants	Production par années ou par mois aux U.S.A.
1948	24 399	71
1949	24 563	67
1950	22 820	80
1951	23 873	66
1952	22 252	67
1953	22 091	69
1954	21 793	65
1955	21 753	66
1956	22 058	65
1957	22 857	63
1958	20 582	62
1959	19 507	57
1960 Janvier	19 494	3
Février	19 471	3
Mars	19 457	4
Avril	19 403	4
Mai	19 395	4
Juin	19 363	4
Juillet	19 188	5
Août	19 045	5
Septembre	18 725	5
Octobre	18 443	non disponible
Novembre	17 948	non disponible
1961 5 janvier	17 632	—

Ce tableau appelle les simples commentaires suivants.

1. Les États-Unis ont souscrit pour 344 millions de \$ au capital du Fonds monétaire international en 1959;
2. L'obligation de couverture de la circulation fiduciaire et des engagements à vue du Système fédéral est de quelque 12 milliards de \$; le surplus de couverture est donc actuellement de 4 milliards et demi de \$;
3. La production autochtone d'or est extrêmement réduite par rapport à la diminution du stock;
4. L'accroissement du stock d'or mondial est évalué pour 1913-1914 à 8 à 10 % alors qu'elle n'est plus pour 1960 que de 2 % environ.

Situation du stock d'or pour différents pays (sauf les États-Unis)

(en millions de \$)

au 30 septembre 1960

Allemagne	2 889
Grande-Bretagne	2 525
Italie	1 994
Suisse	1 980
France	1 627
Pays-Bas	1 346
Belgique	1 094
Canada	894
Portugal	550
Vénézuéla	462
Autriche	293
Japon	244
Tous Pays	19 434

De nombreux commentateurs se sont félicités de cette nouvelle répartition du stock, en se basant sur la répartition des flux commerciaux et de l'équilibre monétaire indispensable à l'expansion économique (cf. R. Auboin, *Sur la diminution de l'encaisse-or des États-Unis*, dans l'article : *Vers une politique monétaire moderne*, Revue d'Économie politique, 1960, n° 6).

Pour ce qui concerne les États-Unis, il convient de remarquer que la dette à court terme est d'environ 9 milliards de \$ susceptibles d'être arbitrés contre de l'or; mais on sait que des conventions ont été arrêtées entre les banques centrales européennes et le Trésor des U. S. A. pour que ces opérations soient limitées.

La balance des paiements des États-Unis

(en milliards de \$)

	1956	1957	1958	1959	Premier semestre	
					1959	1960
Balance commerciale	3,8	5,8	2,2	0	— 0,2	1,4
Transferts unilatéraux	— 2,4	— 2,3	— 2,3	— 2,4	— 1,2	— 1,2
Mouvements de capitaux	— 3,6	— 4,1	— 3,8	— 2,7	— 1,5	— 1,9
Balance des paiements	— 2,2	— 0,6	— 3,9	— 5,1	— 2,9	— 1,7

Source : Bulletin de la Société de banque suisse, septembre 1959, d'après le Department of Commerce in Federal Reserve Bulletin.

Sur la balance commerciale. — Le surplus de 1957 est dû en grande partie aux exportations en direction de l'Europe à la suite de l'affaire de Suez. Si l'on élimine ce facteur, on constate que les exportations ne progressent pas alors que les importations s'accroissent, passant de 19,8 milliards en 1956 à 23,5 milliards de \$ en 1959. Quant aux mouvements de capitaux, les sources consultées indiquent pour l'année 1958 un milliard d'investissements du gouvernement américain et 2,8 d'exportations de capital privé, soit sous forme d'investissements directs, soit sous forme d'achats de titres et de placements à court terme.

Sur la balance des paiements. — D'après les déclarations de M. Anderson, secrétaire du Trésor, la balance des paiements en 1960 devrait être déficitaire de 4 milliards de \$, alors que la balance commerciale devrait être positive à hauteur de 5 milliards, ce qui implique des transferts de capitaux d'environ 9 milliards. L'exode des capitaux a donc dû s'accroître au cours du deuxième semestre 1960. Mais il faut signaler que les informations sur ce chapitre sont contradictoires et qu'il conviendra d'attendre les publications officielles pour se prononcer sur cette hémorragie.

INVESTISSEMENTS DIRECTS A L'ÉTRANGER

Les investissements directs de l'U. S. A. étaient estimés en 1900 à 600 millions de \$, en 1929 à 7,5 milliards, en 1946 à 7,2 milliards (ils avaient diminué considérablement lors de la crise de 1930). Pour la période 1947-1954, leur accroissement serait annuellement de 1,3 milliard et pour 1955-1959 de 2,6. En 1960-1961 le surplus serait de l'ordre de 2,5 par an.

Situation en fin d'année

(en milliards de \$)

1950	1952	1954	1956	1958	
11,8	14,8	17,6	22,2	27,3	
1951	1953	1955	1957	1959	1960
13,1	16,3	19,3	25,3	29,7	32,1

(Pour ce dernier chiffre, *Le Monde*, 12 sept. 1960).*Source* : Société de Banque suisse, Bulletin Décembre 1960, d'après le Survey of Current Business.

La répartition de ces investissements n'est pas sans intérêt.

Répartition géographique

(en millions de \$)

Pays	Fin 1950		Fin 1959	
	\$	%	\$	%
Canada	3 579	30,4	10 171	34,2
Amérique latine	4 445	37,7	8 218	27,6
Europe	1 733	14,7	5 300	17,8
Asie	1 001	8,5	2 236	7,5
Océanie	256	2,2	876	3,0
Afrique	287	2,4	843	2,8
Divers	487	4,1	2 091	7,1
Totaux	11 788	100,0	29 735	100,0

Même source.

Faut-il penser que, par un juste retournement des choses, l'Amérique vient de découvrir l'Europe? On le penserait en considérant le tableau ci-dessus exposé. Les mêmes sources nous font savoir que les investissements sont de plus en plus considérables dans le secteur du pétrole. Et il y a lieu de penser aussi que les participations américaines sont de plus en plus importantes dans le secteur des industries manufacturières, les grandes firmes américaines ayant pris des participations dans des entreprises européennes ou ayant créé des usines susceptibles de produire à des coûts moindres qu'aux États-Unis. On a constaté que de telles firmes importaient leurs produits en U. S. A.

Cette situation n'a pas laissé d'inquiéter les responsables de la politique commerciale et monétaire. Le 11 janvier 1961, M. Douglas Dillon s'est déclaré nettement opposé aux dispositions fiscales encourageant les compagnies américaines à investir en Europe et aux créations d'usines qui importent leurs produits aux U. S. A.

BILAN INTERNATIONAL DES ÉTATS-UNIS

Tels sont parmi d'autres les signes qui ont alerté l'opinion publique et incliné les commentateurs à des considérations pessimistes sur l'avenir des États-Unis. Sans doute estime-t-on que la situation pourrait se modifier en partie si le reflux du hot money (qui est estimé à un milliard de \$) se produisait. Mais la crise psychologique (et on le sait depuis au moins Albert Aftalion) que les fondements monétaires sont constitués pour partie par ce que les sociologues appellent des croyances. Il convient donc d'établir une sorte de bilan de liquidité pour savoir comment se comporteraient les ressources des U. S. A. si la crise de confiance s'aggravait.

(en milliards de \$) (1)

	Fin de :	1939	1946	1952	1959
Disponible					
Or et devises		17,6	20,7	23,3	19,5
A court terme					
Actif :					
créances privées		0,6	1,3	1,7	3,6
créances du gouvernement		—	0,2	0,3	2,4
		0,6	1,5	2,0	6,0
Passif :					
dettes privées		3,3	5,3	7,3	10,9
dettes du gouvernement		—	3,2	5,2	11,0
		3,3	8,5	12,5	21,9
A long terme					
Actif :					
investissements privés		10,8	12,2	21,1	41,1
créances du gouvernement		—	4,9	14,0	17,5
		10,8	17,2	35,1	58,6
Passif :					
investissements privés		6,3	7,0	8,9	16,6
dettes du gouvernement		—	0,4	1,1	2,2
		6,3	7,4	10,0	18,8
Situation globale :					
différence en faveur de l'actif :		19,4	23,3	27,7	41,2

L'entreprise U. S. A. est *in bonis*. Néanmoins sa liquidité est détestable. On la résume comme suit :

Disponible	17,6	20,7	23,3	19,5
à déduire :				
Endettement à court terme	2,7	7,3	10,7	18,2
Reste disponible	14,9	13,4	12,6	1,3
auquel vient s'ajouter à long terme	4,5	9,9	25,1	39,9
Actif net	19,4	23,3	37,7	41,2

Pour un peu, en extrapolant et en tenant compte des normes juridiques, on ne se tromperait guère en pensant qu'en 1960 la firme américaine s'est trouvée en situation de cessation de paiements. Et c'est cette considération qui est à l'origine des conclusions pessimistes de maints commentateurs. Mais le concept de nation est-il homologué à celui d'entreprise commerciale? La situation d'un pays ne doit pas être considérée sous l'angle unique de sa situation de trésorerie à une époque donnée. Une appréciation globale ne peut être inférée que d'un ensemble de facteurs économiques, réels et virtuels, surtout lorsqu'il possède une industrie puissante qui ne travaille pas dans toute sa capacité (les aciéries américaines travaillent actuellement à 50 %). Mais une telle étude est ici hors de mon propos, je crois l'avoir déclaré liminairement sans ambiguïté.

En résumé, on constate d'une part un incontestable déclin de l'activité économique internationale des États-Unis à partir de 1958; mais, ce faisant, il faut se remémorer que les

(1) Les données statistiques incluses dans ce tableau sont empruntées au Bulletin mensuel de la First National City Bank, de décembre 1960, p. 138. Les chiffres de certains totaux ont été arrondis et ne doivent être tenus que comme des ordres de grandeur.

points de production de ce pays se situent, certes dans une modeste mesure, dans des régions étrangères et que les profits retirés de ces exploitations ont été investis en dehors de l'U. S. A. Mais la cause fondamentale de la crise du dollar doit être trouvée dans les participations aux institutions internationales, monétaires ou politiques, et dans les subventions accordées aux pays en voie de développement. Crise du dollar indéniablement ouverte pour laquelle on propose des thérapeutiques variées, dont quelques-unes, il faut bien le dire, ne s'adressent qu'aux symptômes de la diathèse. C'est en exposant et en commentant ces ordonnances qu'on situera mieux le problème qui est d'ordre international puisqu'il intéresse non seulement l'activité économique internationale, mais encore les monnaies de l'Europe occidentale, solidaires, il faut bien le constater, du dollar. Il appert de se rappeler, en effet, que le dollar a été et reste encore l'étalon monétaire international quelle que soit sa valeur intrinsèque et qu'il constitue référence aux actes multilatéraux, institutions monétaires, traités commerciaux et autres accords d'ordre international.

LES MÉDICATIONS A LA CRISE DU DOLLAR

Politique des taux d'intérêt. — L'exode des capitaux américains est un fait que nul ne songe à nier. Le hot money, évalué à un milliard de dollars, a pesé incontestablement sur la balance des paiements des États-Unis. Ces capitaux recherchent à la fois sécurité et rentabilité. Sécurité : les rumeurs insidieuses d'une dévaluation éventuelle du dollar et d'une revalorisation du mark allemand ont suscité une orientation nouvelle de ces capitaux en quête de placement. La Deutsche Bundesbank a dû prendre un certain nombre de mesures pour en endiguer le flot, notamment par la suppression de tout intérêt aux capitaux appartenant aux non-résidents allemands, soit sous forme de compte bancaire, soit sous forme d'investissement à court terme dans les bons de caisse ou tous autres titres analogues. La Suisse elle-même a dû mettre obstacle à la survenance de ce flot en interdisant en août dernier les dépôts étrangers à vue, en leur supprimant toute bonification d'intérêt et en les assujettissant à une commission de 1/4 % par trimestre. Différentes mesures ont été imposées pour empêcher l'acquisition de valeurs suisses et la thésaurisation.

Il faut bien avouer que la politique monétaire américaine a été passablement flottante au cours de ces dernières années en maintenant très bas le niveau des taux d'intérêt. Le 3 juin 1960, en effet, le Federal Reserve Board abaissait le taux d'escompte de 4 à 3 1/2 % et le 11 août de la même année de 3 1/2 à 3 % (neuf banques fédérales de réserve semblent avoir suivi ces prescriptions). Le 11 janvier 1961 M. Douglas Dillon se demandait si le nouveau gouvernement n'abrogerait pas le plafond de 4 1/4 % imposé aux taux d'intérêt des obligations gouvernementales à long terme, sans pression sur le Federal Reserve Board, mais par voie de persuasion. En un mot, il s'agirait de mettre fin à cette sorte de malthusianisme pratiqué par les institutions des États-Unis, alors que les taux pratiqués dans d'autres pays sont beaucoup plus élevés et conséquemment beaucoup plus attractifs pour les capitaux fluctuants. L'avenir dira si cette leçon a été entendue par le nouveau gouvernement.

Cette politique n'a pas été sans favoriser l'endettement des firmes américaines auprès de leurs banquiers, endettement qui n'est pas proportionnel à la progression du chiffre d'affaires, spécialement extérieur. On remarquera dans le tableau suivant le développement des découverts bancaires peu en proportion de l'accroissement des dépôts dans les banques américaines.

Ensemble des Banques

(en millions de \$)

En fin d'année	Découverts	Dépôts	
		a vue et a préavis	a terme
1941	26 615	44 355 (1)	26 479
1945	30 362	105 935 (1)	45 613
1947	43 002	94 381	53 105
1957	115 115	123 993	88 102
1958	121 571	130 132	97 498
1959	135 958	131 622	101 116
Fin novembre 1960	142 090	125 290	106 220

Source : Federal Reserve Bulletin, décembre 1960, p 1359.

Il n'est pas douteux cependant que l'administration américaine s'efforcera de maintenir les taux d'intérêt à un niveau qui n'affecte pas trop le financement des investissements, encore que l'on pense que ce facteur n'entre en ligne de compte que d'une manière relative. Elle tentera de faire pression sur les autorités financières des autres pays pour qu'elles réduisent leurs propres taux. Pareille pression a déjà été faite sur l'Allemagne de l'Ouest où le taux d'escompte a été abaissé dernièrement par deux fois; l'Allemagne a proclamé alors que c'était par solidarité internationale que ces mesures étaient décidées.

Balance des paiements. — La balance américaine est surtout affectée, on l'a souligné expressément ici, par l'exode de capitaux, singulièrement par les transferts de capitaux en faveur des pays en voie de développement.

L'AIDE AUX PAYS EN VOIE DE DÉVELOPPEMENT

Cette aide, on le sait, est un des principes cardinaux et intangibles de la politique des États-Unis pour la défense du monde libre, en fait pour la lutte contre le communisme. Il faut donc à tout prix la maintenir tout en allégeant la charge de l'U. S. A. Un seul moyen : obtenir des autres pays dont le relèvement économique est certain une collaboration accrue.

Je tiens à déclarer ici que les documents que je vais utiliser sont extraits de la grande presse et des publications spécialisées. Ils n'ont donc que valeur d'information; ils relatent des faits ou des déclarations qui m'ont paru authentiques et en tout état de cause ils m'ont semblé correspondre au développement logique des tentatives des États-Unis pour atténuer la crise du dollar. Je les rapporte tels, sans garantir leur authenticité et leur portée.

Aux assemblées du Fonds monétaire et de la Banque internationale qui se sont tenues à New York le 27 septembre 1960, l'aide aux pays sous question a été évoquée. En marge de ces réunions un colloque s'est institué entre MM. Douglas Dillon, déjà cité, Selwyn Lloyd et Ludwig Erhard. Ce dernier est entré dans le jeu américain, a laissé prévoir une contribution et a décrit en la circonstance le rôle que pouvait tenir la Kreditanstalt. Quant au représentant de la Grande-Bretagne, il n'a pas celé que son pays assumait déjà une contribution importante à cette œuvre de relèvement.

Ce fut ensuite à Bonn un nouveau colloque germano-américain entre MM. Robert Anderson, Douglas Dillon et le Professeur Erhard. Les interlocuteurs américains ont souligné

1. Y compris les avoirs du Trésor américain.

que l'équilibre monétaire des États-Unis avait été compromis par suite de l'accumulation en Allemagne d'or et de devises convertibles. D'où l'obligation pour l'Allemagne de contribuer à la stabilisation du dollar. Différentes propositions ont été formulées, dont celle d'une contribution à l'aide aux pays sous-développés. Le professeur Ehrard avait déjà exprimé l'opinion que le principal fardeau de cette aide devrait être supporté par des organismes internationaux et le capital privé et non par une contribution de pays à pays. Il semble bien que sur ce chapitre les négociateurs américains n'aient pas obtenu de substantielles assurances. Le communiqué officiel indique que les pourparlers seront continués et porteront notamment sur l'aide en question (Bonn, 23 novembre 1960).

Il faut noter ici qu'antérieurement à ces réunions, l'Association fédérale de l'Industrie allemande avait décidé d'émettre un emprunt de DM 1,5 milliard, au pair, au taux de 5 %, en deux tranches égales, à souscrire par ses ressortissants en vue de cette aide. Entre temps, encore, le gouvernement allemand avait préparé un programme à vocation semblable, dont le montant global devait être de 4 milliards de DM, programme, devait déclarer M. Erhard, ne pas avoir été suffisamment apprécié par ses interlocuteurs à Bonn (Dusseldorf, 29 novembre 1960).

Le rapport présenté par M. Georges Champion, Chairman de la Chase Manhattan Bank aux chefs des départements ministériels et aux membres de la Commission des finances et des changes de la Chambre de commerce de New York au début de janvier 1961, exhorte à poursuivre les négociations avec les alliés pour qu'ils prennent en charge une plus grande proportion des dépenses pour la défense commune. Une nuance était apportée à la politique « du don », jusque-là presque généralement pratiquée, cette politique, malgré la caution que nombre d'économistes lui avaient donnée, paraissant désuète. Tel est le sens d'un rapport Samuelson publié à la même époque. De surcroît, et tout récemment, M. George W. Bell, nommé sous-secrétaire d'État dans le gouvernement Kennedy, devait déclarer qu'il y avait lieu de doubler le crédit annuel de \$ 2,5 milliards, ceci vraisemblablement pour encourager les contributions étrangères. A cette invite, les pays renaissants de l'Europe occidentale ne sauraient rester indifférents. Mais, présentement, nous en sommes là.

CONTRIBUTION DE L'ALLEMAGNE AUX FRAIS D'OCCUPATION MILITAIRE

Une requête devait être exprimée à Bonn par les négociateurs américains. Il semble bien qu'un *non possumus* leur ait été opposé. Mais nous ne sommes pas sûr que des satisfactions compensatoires ne leur aient pas été consenties par les autorités allemandes.

LIBERTÉ DES ÉCHANGES

L'exportation américaine est en perte de vitesse, bien qu'une amélioration se soit manifestée au cours des derniers mois. M. Jacobson du Fonds monétaire international a insisté dès septembre 1960 sur la libéralisation des échanges en Europe, qui devrait favoriser les exportations américaines.

Mais il faut aller au-delà, a-t-il fait entendre : renoncer au régime de faveur de l'article 14 pour en venir au régime normal de l'article 8 du Fonds, en un mot renoncer à toutes restrictions de paiements et de transferts et abandonner toutes mesures monétaires de discrimination sans l'autorisation dudit Fonds.

Dans le communiqué du 23 novembre 1960, l'Allemagne a fait connaître son adhésion de principe à l'extension de la libéralisation du commerce et a promis d'examiner la suppres-

sion des restrictions d'importation pour certains produits agricoles en provenance des États-Unis.

C'est également sur la libéralisation que le rapport de M. Champion, précité, a porté l'accent; de même, M. G. W. Ball (*loc. cit.*) demande la prorogation de 5 ans du programme du commerce réciproque, expirant le 2 juin 1962, et la révision rigoureuse des clauses protectionnistes actuelles, en libérant le « *peril point* », pierre d'achoppement pour la réduction des droits de douane.

Reste à savoir si les facilités qu'on demande aux pays tiers seront suffisantes pour accroître les exportations américaines. Ne faut-il pas compter sur des dispositions prises *motu proprio*, c'est-à-dire en fin de compte sur l'abaissement des prix de vente des produits américains à l'exportation et, peut-être aussi, sur les facilités de crédit pour des ensembles industriels importants? Si cette dernière disposition n'améliore pas immédiatement la balance des paiements, elle n'en constituerait pas moins dans l'avenir un aliment non négligeable.

MESURES COMPLÉMENTAIRES

Interdiction aux entreprises et citoyens américains de détenir de l'or à l'étranger. — Ordre a été donné le 16 janvier 1961 par le président Eisenhower d'interdire aux ressortissants américains toute détention d'or ou de titres représentant des dépôts d'or, à l'étranger. On estime généralement que le montant ne saurait excéder 200 millions de dollars. Ce *fiat* n'aura qu'une incidence légère sur la balance des paiements, à supposer que des rapatriements soient effectués.

Allègement des frais militaires à l'étranger. — Devant le refus opposé de l'Allemagne d'assumer les frais d'occupation, l'administration américaine a décidé de réduire le nombre des membres des familles des militaires américains se trouvant à l'étranger. Cette réduction devrait être de l'ordre mensuel de 15 000 personnes à partir de janvier 1961; mais il semble bien que les autorités militaires veulent conserver l'initiative en l'espèce. L'incidence à moyen terme de cette mesure n'a pu encore être déterminée, mais elle ne saurait être considérable dans l'immédiat sur la balance des paiements.

DÉVALUATION DU DOLLAR

On a constaté qu'après la dernière guerre le pouvoir du dollar était amputé de 50 %. Cet amenuisement s'est accentué depuis et il est certain que si l'on prend comme référence les 35 dollars l'once d'or fin, maintenue envers et contre tout, la parité actuelle est fautive. Peut-être faudrait-il fixer cette parité à 70 dollars.

Les spécialistes ne tombent pas d'accord sur l'opportunité d'une adéquation, partielle ou totale; j'en ai eu la preuve au cours d'une récente réunion d'économistes où se sont affrontés partisans et non partisans.

Que révèlent les marchés cambistes? Les cours étant généralement « tenus » par les banques centrales, les cours pratiqués sur le dollar ne sont guère expressifs. Néanmoins sur le marché suisse les fluctuations enregistrées soulignent une dépréciation importante, qui eût été accrue si la banque centrale n'était intervenue dès que le cours de 4,305 a été coté contre 4,295 aux États-Unis (fin juillet, début d'octobre et courant de décembre 1960).

Aux États-Unis, les spécialistes se sont à peu près généralement prononcés contre une

dévaluation du dollar. Les autorités financières ont eu le même comportement : le président de la Federal Reserve Bank de New York n'a-t-il pas déclaré récemment qu'il ne fallait pas manipuler le rapport entre l'or et le dollar. A son tour le nouveau gouvernement Kennedy a proclamé qu'il ne saurait être question d'une pareille opération. Veut-on l'opinion de M. Jean Monnet? Elle est exprimée dans une interview donnée à U. S. News (*Le Monde*, 25 janvier 1961).

On ne révèle aucun signe précurseur d'une opération chirurgicale quelconque, d'autant plus que les théoriciens, comme d'ailleurs les praticiens, font remarquer, peut-être au grand déplaisir de la Grande-Bretagne, que le dollar est devenu depuis la dernière guerre la clef de voûte du système monétaire de l'Ouest (sic Monnet, *loc. cit.*).

L'opération est donc ajournée, sinon définitivement mise aux oubliettes. Mais, bien entendu, tout dépendra de l'évolution de la conjoncture américaine. Mais n'en est-il pas ainsi pour toutes les monnaies?

INCIDENCES D'UNE DÉVALUATION DU DOLLAR SUR LES MONNAIES DE L'EUROPE OCCIDENTALE

De *consensus omnium*, toute dévaluation du dollar aurait de graves répercussions, non seulement sur la conjoncture de l'Ouest, mais encore sur la consistance des monnaies de l'Europe occidentale. Il ne paraît pas douteux que des rajustements devraient être pratiqués dans un minimum de temps. Le Dr W. Schwegler, président de la Banque Nationale suisse, est allé jusqu'à parler de dévaluations en cascade. La stabilité monétaire obtenue par de longs et patients efforts serait mise en cause, et pour de longues années sans doute.

La rumeur publique a fait état au cours de l'année 1960 d'une revalorisation du DM. Suivrait-elle en cas de dévalorisation du dollar? Cela ne paraît pas douteux, sur la pression des grands trusts exportateurs. Reste à savoir dans quelle proportion. Sa réadaptation pourrait être progressive et étalée dans le temps, mais elle se produirait inévitablement.

Reste le problème du rouble soviétique qui, apparemment, n'a aucun lien avec le dollar. Mais la récente réforme monétaire du rouble incline à la réflexion. On a quelques raisons de penser que cette opération d'apparence bénigne cache un dessein profond, celui d'être le prodrome à une érection du rouble sur le plan d'une monnaie internationale. Et c'est bien dans la ligne de la politique suivie par les Soviets.

QUELQUES PROPOSITIONS PARALLÈLES

L'ingéniosité humaine n'a heureusement pas de limite. Aussi bénéficions-nous de propositions collatérales tendant à assurer dans le monde un meilleur équilibre monétaire.

Grande audience pour les suggestions du Professeur Robert Triffin, de l'Université Yall, qui a publié des études approfondies sur la liquidité internationale : *The Return to Convertibility : 1926-1931 and 1958? or Convertibility and the Morning after*, in *Quarterly Review*, n° 48, mars 1959, pp. 3-57 de la Banca Nazionale del Lavoro; *Tomorrow's Convertibility : Aims and Means of International Monetary Policy*, *loc. cit.* juin 1959, pp. 131-200; *Gold and the Dollar Crisis*, un vol., Yall University Press, 1960; *Intégration économique européenne et politique monétaire*, in *Revue d'Economie politique*, n° 6, 1960, pp. 58-81. Ce savant auteur préconise la constitution d'un Fonds européen de réserve, destiné à remédier à la fragilité des convertibilités monétaires, et l'internationalisation des réserves dans un fonds qui ouvrirait des comptes *ad hoc* sous forme de dépôts réellement internationaux,

convertibles en or à un taux fixe garanti et productifs d'intérêts. Je ne sais encore si ses propositions ont été étudiées avec toute la componction requise en une matière aussi délicate? Quoi qu'il en soit, elles semblent avoir reçu bon accueil, notamment de M. Speich, orfèvre en l'espèce, qui y donne son adhésion, en réclamant seulement un délai de réalisation étendu dans le temps. M. Jean Monnet y a fait une allusion sympathique dans l'interview précitée. Il faudra donc y revenir. Mais en attendant des formulations plus pratiques, on peut considérer qu'elles n'apportent dans l'immédiat aucune solution à la crise du dollar dont est fait notre propos.

Mais je rappelle pour en terminer avec ce très bref et sommaire exposé que je n'ai voulu avancer aucun jugement de valeur sur cette affaire du dollar, me contentant d'exposer des faits, des événements, en laissant au lecteur loisir de proposer lui-même une solution au problème discuté sur le forum international.

Charles PENGLAOU.

DISCUSSION

M. Paul COMBE. — Nous devons tout d'abord rendre un juste hommage à la grande richesse d'information de cette communication, étant donné, au surplus, les circonstances de sa préparation.

On pourrait relever tout au plus quelques lapsus : la production d'or dans le monde est de l'ordre de 1 milliard de dollars par an et cette production était plus faible vers 1913 même en valeur relative que dans ces dernières années où l'accroissement est de l'ordre de 4 % sauf en 1959 et 1960; il atteint en effet 1,7 % en 1911, 0,9 % en 1912, d'après les chiffres officiels, et la moyenne au cours de la 2^e moitié du XIX^e siècle a été de 3 % d'après les calculs de Cassel.

Un inventaire très consciencieux et très ample a été fait des crédits et des dettes des E.-U. vis-à-vis de l'étranger. On aurait peut-être pu insister davantage sur la différence des termes d'exigibilité. Alors que la majeure partie des dettes sont à court terme ou même à vue, la presque totalité des crédits est à long terme.

Enfin il semble que le problème de l'or ait été mal posé devant l'opinion. On parle de dévaluation du dollar, une telle éventualité sensibilise défavorablement les Américains à cet égard. Il s'agit en réalité de la revalorisation de l'or qui intéresse au premier chef tout le monde occidental. En fait depuis la dévaluation du dollar en 1934, l'or a cessé d'être un instrument correct de la mesure de la valeur; il n'est même plus une réserve sûre de la valeur permettant de gager la circulation fiduciaire et de favoriser l'expansion des échanges internationaux. Le prix inchangé de 35 dollars l'once fait que l'or a suivi le dollar dans sa course à la dépréciation, qui atteint 60 % depuis 1934 si l'on se réfère aux prix de gros. La conséquence, c'est que l'or extrait de la terre est pratiquement stérilisé et n'arrive même plus à compenser, au cours de notre période, la perte de valeur du stock d'or. C'est ainsi que si toutes les Mines d'or avaient été fermées en 1940 et le dollar stabilisé dans son pouvoir d'achat depuis cette date, les stocks d'or des Banques centrales auraient une valeur réelle, d'après nos calculs, supérieure de 66 % à leur valeur actuelle. Une des conséquences nécessaires a été le recours au Gold exchange standard qui n'est pas sans danger si l'on se réfère aux événements qui ont suivi la crise de 1929. L'accroissement du stock d'or ainsi déprécié ne suit pas, même sur assez longue période le mouvement du commerce international : Coefficient 4,2 des échanges de 1938 à 1959 et 1,5 des réserves d'or, d'après nos calculs. Le commerce international dépasse un volume de cent milliards de dollars actuellement alors que le total

des réserves d'or des banques centrales dépasse de peu 40 milliards dont guère plus d'un quart disponible pour les échanges.

Il est donc indispensable de réadapter la valeur du stock d'or aux exigences du commerce international, cette adaptation se faisant actuellement artificiellement par la création de dollars. Sans doute existe-t-il des projets ambitieux pour remédier à l'insuffisance du stock d'or, et notamment le projet Triffin qui prévoit dans son essence des dépôts de dollars des Banques centrales au FMI, avec la garantie des Banques centrales contre une dévaluation du dollar. Cette garantie est illusoire si les Banques centrales sont leur propre assureur et dans ce cas n'auraient-elles pas un droit de regard légitime sur la politique économique des E.-U.? Ce sont donc les seuls E.-U. qui devraient être normalement garants, mais leur responsabilité serait lourde ! elle ne jouerait il est vrai qu'en cas de dévaluation du dollar, mais la dépréciation du dollar pourrait se poursuivre insidieusement, comme par le passé, sans que joue la garantie ! Les particuliers seraient au surplus exclus de ladite garantie et conserveraient leur liberté de manœuvre.

N'abordons-nous pas ici un domaine dans une certaine mesure artificiel dans lequel se complaisent trop d'intellectuels occidentaux ? Nous devons savoir le plus grand gré à M. le Président Penglaou, grâce à sa communication si riche et si suggestive, de nous avoir conduits à une prise de conscience d'un problème qui commande l'avenir de l'Occident en bien des domaines.

M. CONTINI. — M. PENGLOU a, plusieurs fois au cours de sa conférence, employé le terme de « réévaluation » en ce qui concerne le Deutschmark.

A mon avis, ce terme est impropre. En effet réévaluation signifie nouvelle évaluation aussi bien en hausse qu'en baisse. Je propose donc, pour éviter toute équivoque, de se servir de préférence du mot « revalorisation ».

Deuxième question :

La fuite devant le dollar procède sans doute de causes financières et économiques. L'orateur ne pense-t-il pas que bien plus que celles-ci, la cause initiale de cette méfiance a une raison politique, à savoir la démission de l'Amérique, en toute occasion, en face des initiatives communistes ?

M. MITZAKIS. — Mon collègue banquier, M. Ch. PENGLOU, a brossé un tableau statistique plutôt optimiste de la crise du dollar et de l'évolution monétaire de l'Europe occidentale.

En ce qui concerne la crise du dollar, il est incontestable que cette devise-pivot du régime monétaire international, depuis la fin de la dernière guerre, est entourée du prestige d'un vaste marché intérieur dont la haute productivité reste inégalée dans le monde. Même le marché soviétique avec 210 millions d'habitants n'en a pas une comparable. Il est incontestable aussi que, grâce à la stabilité du dollar, le Plan Marshall a été la pierre angulaire de la reconstruction européenne.

Mais la prééminence du dollar s'est affaiblie depuis quelques années, non seulement par suite des déficits croissants de la balance des paiements des États-Unis, mais aussi en raison de leur endettement et du maintien de leur monnaie à une parité artificielle en fonction de l'or et du niveau intérieur des prix.

La dette de ce grand pays a sextuplé en vingt ans et elle est devenue la plus importante du monde. C'est aussi une dette-or convertissable pour les non-résidents sur la base de \$ 35 l'once. Les Gouvernements et banques étrangères en détiennent une dizaine de milliards de dollars (non compris quelque \$ 9 milliards de dépôts à court terme), en regard d'un stock

d'or de \$ 17,5 milliards, dont \$ 12 milliards représentant l'obligation légale de couverture des billets et engagements à vue du Système fédéral.

Au point de vue parité or, le dollar est à mon avis de plus en plus vulnérable en raison de sa dépréciation de 60 % en fonction des indices de prix depuis 1934. Et sa surévaluation encourage la thésaurisation qui atteint maintenant quelque \$ 14 milliards sous toute forme dans le monde. Il y a quelques années, Sir Winston Churchill avait même lancé l'idée d'un relèvement du prix de l'or de 35 à \$ 60 l'once !

En bref, et si ennemi que je sois, par principe, de toute dévaluation, la crise du dollar m'apparaît sérieuse et pourrait finalement se résoudre par un nouvel alignement international des monnaies qui ne respecterait pas forcément les parités actuelles.

M. ULLMO. — Les arguments pour une dévaluation du dollar tirés de la balance des comptes ne sont pas sérieux, car toutes les monnaies suivraient la dévaluation du dollar et la position commerciale relative des États-Unis resterait la même.

Les arguments fondés sur les montants actuels des créances étrangères en dollars, à court ou long terme, ne sont pas probants et sont d'un maniement dangereux : comme tout ce qui repose sur le crédit, un complexe de créances et d'engagements ne peut être dénoué brutalement. C'est toujours une question de confiance, et on crée le problème en sapant celle-ci.

Les arguments enfin fondés sur les besoins de liquidité internationale ne sont valides qu'en apparence : une hausse du prix de l'or en dollars accroîtrait la valeur nominale du stock d'or mondial et favoriserait la production nouvelle d'or ; mais elle réunirait le Gold exchange standard, qui exige une devise inspirant une confiance absolue, le dollar dévalué perdrait ce rôle, la base or et devises des liquidités internationales en serait profondément diminuée, et le retour au Gold standard pur serait une régression profonde (et probablement insupportable) dans l'évolution historique des échanges internationaux.

M. PENGLOU. — D'entrée de jeu, je rends hommage aux éminents intervenants qui ont bien voulu élargir le débat sur un sujet dont je n'avais indiqué que les linéaments en m'interdisant toute extrapolation sur l'évolution ultérieure du dollar américain. Je n'ai voulu, en effet, qu'analyser quelques paramètres de la situation économique et financière des États-Unis. C'est en tablant sur ces quelques données statistiques que mes honorables interlocuteurs ont proposé leurs conceptions personnelles. Qu'il me soit permis, pour abrégé ma réponse, de ne reprendre dans leurs argumentations que les quelques points qui semblent pouvoir être commentés synthétiquement.

La terminologie. — MM. Paul COMBE et R. CONTINI me font une amicale querelle sur les acceptions des mots « revalorisation » et « dévaluation ». Je me rends de bonne grâce à leurs critiques : on n'est jamais assez précis quant au choix du vocabulaire. Qu'ils me permettent cependant de leur rappeler que les économistes ne sont pas encore arrivés, sinon dans leurs conceptions, du moins dans leurs terminologies à toute la rigueur souhaitable du point de vue scientifique. Rappellerais-je les définitions proposées au-delà et en-deçà de l'Atlantique pour l'état dit inflationniste ?

Le stock d'or. — Bien qu'ayant sous les yeux les tableaux statistiques dont quelques-uns sont ici publiés, j'ai commis en effet un *lapsus* pour ce qui concerne la production d'or des États-Unis. Que M. Paul Combe me pardonne ce *lapsus linguae* qu'excusent, j'aime à le croire, les circonstances de mon improvisation.

L'or et la liquidité internationale. — Je crois avoir relevé dans les propos de mes interlocuteurs un sentiment de nostalgie envers le rôle économique jadis assumé par le stock d'or mondial. Nos collègues ne paraissent guère enclins à cautionner la politique du Gold Exchange Standard, cependant qu'ils déplorent la pénurie de liquidité internationale, à l'exception peut-être de M. ULLMO. Il ne me semble pas, quant à moi, que nous soyons en général disposés à adopter un projet de concentration des réserves monétaires du type Triffin, d'inspiration quelque peu keynésienne. J'incline personnellement à souhaiter la *restitutio ad integrum* du dollar qui depuis la dernière guerre jusqu'en 1957 a joué correctement le rôle d'étalon monétaire international. Encore que ce régime doive être amélioré de manière à ce que soit établie une meilleure harmonie entre les besoins de liquidité des pays industrialisés et les pays en voie de développement.

Mais il y a crise sur le dollar, s'exclame-t-on sur l'agora et M. M. MITZAKIS souligne la vulnérabilité de cette monnaie, alors que M. ULLMO affirme *a contrario* que les arguments habituellement produits en faveur d'une nouvelle parité or-dollar ne sont guère valables, tandis qu'enfin M. CONTINI suggère, sous la forme d'une question lénitive, que tout le problème du dollar est d'essence politique.

Conclusion. — Sollicité par tant de subtils dialecticiens, je me suis laissé entraîner sur les pentes verglacées des supputations que j'avais eu l'illusion de pouvoir exclure ce soir de mon propos par de vaines précautions oratoires.

Il reste de cet échange de vues que l'affaire du dollar est singulièrement importante pour un monde dont la gésine économique est douloureuse, mais qui retient l'attention passionnée d'un vaste public et non seulement des spécialistes.

POSTFACE

La nouvelle parité du DM par rapport au \$, annoncée le 4 mars 1961, m'incite à joindre aux textes précédents une brève remarque.

Les entretiens de la mi-février entre le Dr Brentano et les autorités de Washington ont porté, selon les communiqués, sur le soutien que l'Allemagne pourrait apporter au dollar; mais il était explicitement prévu que les deux gouvernements poursuivraient leurs conversations. Seul, un accord de principe avait pu intervenir; il restait à persuader l'Allemagne de faire le geste décisif.

Tout dans le comportement américain signifiait que la parité or-dollar ne serait pas modifiée. Il y allait du prestige des États-Unis à l'époque cruciale de son éventuel redressement économique. De surcroît, certains spécialistes se montraient passablement indifférents à un ajustement du dollar reflétant sa dépréciation par rapport aux prix mondiaux. Forts de ces constats, quelques commentateurs ont estimé qu'à défaut d'une modification du rapport or-dollar, il suffirait de revaloriser les monnaies les plus robustes, ou l'une d'entre elles, pour que soit obtenu le résultat souhaité.

Ce raisonnement serait valable si l'importance internationale des monnaies, ou de l'une d'entre elles, fût analogue à celle du dollar. Or tel n'est pas le cas. En tout état de cause la revalorisation d'une seule monnaie — serait-elle le mark allemand — ne serait pas la panacée recherchée.

Ce raisonnement, néanmoins, doit-être nuancé. Les autorités américaines ont certainement désiré que les capitaux flottants (le hot money) toujours en quête de spéculation ne s'oriente plus vers l'Allemagne dont la monnaie a passé pour sous-évaluée. La réévaluation

du DM pouvait modifier la tendance et inciter les capitaux américains à rentrer au bercail en améliorant du coup la balance des paiements d'outre-atlantique.

La réalité est tout autre qui s'inscrit dans les cotes des marchés cambistes : le mark est toujours très ferme, les autres monnaies faibles ou atones. On incline à croire, en effet, que la sollicitation américaine a porté sur un relèvement à un taux bien supérieur à 5 %; de là à estimer qu'il ne s'agit que d'une première opération, c'est bien à quoi s'autorise la spéculation.

En définitive, la modification de la parité dollar-mark vient facheusement ébranler les fondements monétaires internationaux dont la stabilité avait été si péniblement acquise. Et l'on s'interroge maintenant sur les altérations monétaires qui pourraient ultérieurement se produire. Certes, les truchements officiels célèbrent à l'envi l'opération du 5 mars, même le porte-parole du Marché commun. Certes, chaque pays suppute les bienfaits qu'il retirera de cette modification. Personnellement je crains cependant que cette opération césarienne n'apporte qu'un soulagement temporaire alors que le scalpel a lésé l'un des centres vitaux, celui qui localise la confiance dans la stabilité.

C. P.
