JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

G. MITZAKIS

L'or monétaire survivant

Journal de la société statistique de Paris, tome 112, nº 1 (1971), p. 52-63
<http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1971__112_1_52_0>

© Société de statistique de Paris, 1971, 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/

L'OR MONÉTAIRE SURVIVANT (1)

COMMUNICATION DE M. G. MITZAKIS A L'ACADÉMIE DE COMPTABILITÉ LE 27 NOVEMBRE 1970

Le but de ma communication est de vous faire part de mes réflexions sur la grande mutation monétaire de mars 1968 et sur ses conséquences pour l'avenir de l'or monétaire ainsi que sur celui de l'or métal sur le marché libre. Afin d'éclairer le débat, je vous commenterai d'abord, en guise de préambule, un tableau-graphique que j'ai établi à votre intention (annexe 1) et qui résume de façon assez frappante l'évolution complexe du régime monétaire international au cours des vingt dernières années.

1. Ont pris part à l'échange de vues nos Collègues MM. Bourrel, Lagarde, Marczewasi, Mlle de Menditte, MM. Penglaou, Sacquet, Thibault et Wisner.

I. Les vicissitudes de l'or monétaire et de l'accroissement de ses stocks officiels au cours des deux dernières décennies. Radiographies comparées de la répartition de la production de l'or a fin 1959 et a fin 1969

Je rappelle que l'or monétaire, c'est-à-dire celui qui est détenu par les banques centrales ou autres institutions supra-nationales, a été, durant le présent siècle (1), la principale composante de ce que l'on appelle d'un terme générique « les liquidités internationales » servant au règlement des échanges de toutes natures entre les nations, y compris leurs transferts de capitaux.

La prééminence de l'or dans l'ancien système en vigueur avant la dernière guerre était manifeste : plus de 90 % du total des liquidités disponibles en or ou devises, aussi bien en 1913 qu'en 1938. Par contre et en dehors de toute controverse sur les mérites de l'étalon-or, il faut constater qu'à la fin de 1969 les stocks d'or officiels ne représentaient plus qu'environ 50 % de la masse globale des liquidités internationales dans le monde non-communiste, en recul progressif de 75 % en 1950 à 70 % en 1959. Il y a donc eu un déclin quantitatif et fonctionnel de l'or par rapport aux autres réserves officielles en devises qui ont presque triplé en une vingtaine d'années, passant de moins de $ 12 milliards à plus de $ 38 milliards, principalement en dollars.

C'est surtout à partir des années 1960 que l'or a de moins en moins contribué à la croissance des liquidités internationales. Les statistiques mensuelles du Fonds monétaire et annuelles de la Banque des Règlements internationaux permettent de se rendre compte de cette évolution ainsi que de la répartition édifiante de la production des mines entre les utilisateurs publics et privés (annexe II). Mais il est encore plus frappant de comparer, comme je l'ai fait, les deux dernières décennies en opposant graphiquement à fin 1959 et à fin 1969 les montants cumulés d'or absorbés par les autorités monétaires, d'une part, l'industrie et la thésaurisation, d'autre part.

Le tableau en question appelle les remarques suivantes :

De 1950 à 1959, le régime de l'étalon de change-or, avait fonctionné de façon à peu près normale dans le monde non-communiste. Les nouvelles parités-or attribuées à une trentaine de monnaies, après les ajustements d'après-guerre au cours de l'automne 1949, s'étaient avérées, pour un temps réalistes (2). Les banques centrales avaient pu élargir leurs assises métalliques en achetant près de $ 5,3 milliards d'or dont plus d'un milliard cédé par l'U. R. S. S. L'industrie, la bijouterie et l'orfèvrerie avaient absorbé $ 2,5 milliards de la production et la thésaurisation privée, commençant à être spéculative, s'était emparée de plus de $ 3 milliards en barres, lingots et pièces. La quote-part de l'or monétaire avait donc été de l'ordre de 50 % de la production (en y ajoutant les cessions d'or soviétique de 1953 à 1959).

Par contre, de 1960 à 1969, malgré une production d'or accrue de près de 50 % (près de 12 000 tonnes au lieu de 8 500 tonnes pendant la décennie antérieure), le régime monétaire s'était peu à peu détérioré, principalement en raison de la crise de confiance dans le système

1. C'est le 14 mars 1900 que les États-Unis se sont ralliés, avec les principales puissances y compris la Russie, au mono-métallisme or et que le dollar a été défini par un poids d'or qui a été abaissé de 40,94 % à 0,88867 gramme lors de la dévaluation du 30 janvier 1934, le prix de l'or étant porté de $ 20,67 à $ 35 l'once de fin de 31,10348 grammes. En 70 ans, la parité-or du dollar n'a donc été modifiée qu'une fois tandis que celle de la livre-sterling, autre monnaie de réserve, l'a été trois fois, en 1931, 1949 et 1967.

2. Cette forme d'ajustement collectif des taux de change était d'ailleurs prévue par l'article IV (section 7) des statuts du Fonds monétaire. En une semaine après la reunion annuelle du Fonds et son communiqué du 12 septembre 1949, les monnaies de 20 pays de la Zone sterling et de l'Europe (représentant les 2/3 du commerce mondial) furent dévaluées.

BIBLIOTHÈQUE DES ÉTUDES

de convertibilité conditionnelle en or des deux monnaies traditionnelles de réserve, le dollar et la livre, les réserves métalliques des États-Unis subissant, en outre, une ponction d'une dizaine de milliards. En dépit d'un apport quasi-providentiel de quelque $ 2,2 milliards vendus par l'U. R. S. S. de 1960 à 1966, les banques centrales n'avaient pu finalement augmenter globalement leurs stocks officiels que d'environ $ 870 millions en dix ans ! La thésaurisation avait réussi, pendant la même période, à s'emparer de plus de $ 8 milliards d'or au cours d'une spéculation par moment effrénée pendant que la consommation industrielle et artistique, faisant plus que doubler, absorbait $ 6,6 milliards.

Les deux années cruciales avaient été celles de 1967, marquée par la dévaluation de la livre sterling, le 18 novembre (1), et celle de 1968 où, quatre mois après, le dollar a failli subir le même sort. Au cours de ces années mémorables, les stocks cumulés des banques centrales s'étaient appauvries de $ 2,5 milliards (dont $ 1,6 milliard en 1967). En sens inverse, les avoirs privés en or s'enflèrent de près de $ 3,4 milliards, absorbant non seulement toute la production d'or nouveau des mines mais plus d'un demi-milliard de dollars cédé par l'ancien Pool de l'or. C'étaient des chiffres records depuis un siècle et ayant précipité les décisions spectaculaires du 17 mars 1968 à Washington.

II. La grande mutation monétaire de mars 1968. le problème spécial de l'Afrique du sud, principal producteur d'or et l'accord de Rome en décembre 1969

Cette grande mutation monétaire s'est opérée en deux temps, d'abord le 17 mars à Washington par plusieurs résolutions des sept gouverneurs de banques centrales participant encore au Pool de l'or (2), puis le 30 mars à Stockholm, par un accord ratifiant les décisions prises au nom des ministres des Finances et gouverneurs de banques centrales des dix pays participant à l'Accord général de prêt au Fonds monétaire (3).

Les quatre décisions les plus importantes ont été :

1° La liquidation immédiate du Pool de l'or ayant eu pour mission, depuis octobre 1961, de maintenir sur le marché de Londres le cours officiel de $ 35 l'once de fin de 31, 10348 grammes et correspondant grosso-modo à $ 1 125 000 la tonne;

2° l'instauration sans délai d'un double marché de l'or, l'un officiel entre les banques centrales ou autres autorités monétaires internationales sur la base inchangée de $ 35 l'once de fin, l'autre libre et variant suivant l'offre et la demande entre acheteurs et vendeurs privés ou producteurs d'or !

3° l'interdiction faite aux banques centrales et jusqu'à nouvel ordre d'acheter de l'or aux producteurs de ce métal, les stocks officiels existants étant jugés suffisants;

4° la création annoncée de liquidités internationales supplémentaires par voie d'octroi annuel de droits de tirages spéciaux sur le Fonds monétaire, l'attribution de ces droits, proportionnellement aux quotas des États membres, étant devenue effective à dater du 1er janvier 1970 et la première tranche ayant été alors de $ 3,4 milliards, à valoir sur les $ 9,5 milliards prévus jusqu'à fin 1972.

1. Dévaluation de 14,3 %, les précédentes ayant été respectivement de 43 % en septembre 1931, de 30,5 % en septembre 1949. Parité actuelle 1 livre = $ 2,4.

2. États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Italie, Pays-Bas, Suisse. La France s'était retirée du Pool en juillet 1967.

3. Cet accord général est entré en vigueur en 1962. Les dix principales nations industrialisées du monde non-communiste se sont engagées à mettre à la disposition du Fonds monétaire une faculté d'emprunt jusqu'à concurrence de $ 6 milliards et renouvelable par période de quatre années. Utilisée à partir de décembre 1964. Total des emprunts à fin avril 1970 : près de $ 3 milliards.

Cette grande mutation monétaire est encore inachevée car les émissions de droits de tirage spéciaux au présent rythme annuel d'environ 8 % du montant des stocks d'or existants peuvent la faire évoluer vers un système de réserves internationales dominantes dont l'or ne sera plus qu'une composante mineure.

Quoi qu'il en soit, le nouveau régime hybride en vigueur depuis le 1er avril 1968, date à laquelle le « marché libre » de l'or a été pour ainsi dire inauguré à Londres, doit être appelé provisoirement « étalon-dollar-or ». Il n'a pas mis fin, en effet, à la conversion éventuelle en or des réserves officielles libellées en dollars puisque les banques centrales ont conservé en principe la faculté de transformer leurs excédents dans cette devise en or métal. Pratiquement, depuis le 1er janvier 1970, l'alimentation du circuit monétaire international s'effectue par une triple injection annuelle de liquidités en dollars, en droits de tirage spéciaux et accessoirement en or par le truchement du Fonds monétaire, seul habilité à acheter de l'or à l'Afrique du Sud.

Quelques explications s'imposent au sujet de ces achats d'or sud-africain et de leur ampleur possible par rapport aux stocks officiels existants.

Si l'arrêt brusque, depuis mars 1968, des achats d'or par les banques centrales et la cessation aussi radicale de tout soutien des cours de l'or sur le marché libre avaient mis fin, pour un temps, à la crise du dollar ainsi qu'à la spéculation à la hausse du prix de l'or, on ne pouvait prévoir à l'époque quelles seraient les conséquences de ces décisions pour le principal producteur qui était l'Afrique du Sud (78 % des ventes d'or fin au cours des cinq dernières années sur les marchés du monde non-communiste [1].

Ce pays, avec un produit national brut de l'ordre de $ 16 milliards, le plus important d'Afrique et comparable à celui de la Suisse, avait été placé subitement dans une situation assez alarmante pour l'équilibre futur de sa balance des paiements. Le marché officiel de l'or lui était fermé et la capacité du marché libre semblait encore un débouché insuffisant, instable ou avec des marges bénéficiaires aléatoires.

En fait, après l'effet de surprise du choc opératoire de mars 1968, il y a eu effectivement des remous sur le marché libre dont les cours cotés sur les principales places financières de Londres, Paris, Zurich, Francfort, Beyrouth, Hong-Kong et autres ont d'abord monté jusqu'à 43,82 en mars 1969 pour redescendre, de mai à décembre 1969 jusqu'au cours officiel de $ 35, voire même au-dessous en janvier 1970. Mais l'Afrique du Sud, qui avait restreint ses ventes pour ne pas effondrer les cotations, a fini par émerger de son épreuve dans des conditions presqu'inespérées, principalement grâce au compromis de Rome du 16 décembre 1969.

L'accord conclu dans cette ville entre les représentants des États-Unis, de l'Afrique du Sud et du Fonds monétaire était d'ailleurs l'aboutissement de longues négociations antérieures dans d'autres capitales. Il stipulait que le Fonds monétaire était désormais investi de pouvoirs nouveaux et exclusifs pour l'achat d'or sud-africain à trois conditions : 1° si le prix de l'or s'abaissait sur le marché libre à $ 35 ou au-dessous de ce cours officiel; 2° si, indépendamment de l'évolution des cotations de l'or sur le marché libre, l'Afrique du Sud ne parvenait pas à équilibrer sa balance des paiements pendant une période de six mois, même en vendant toute sa production sur ledit marché; 3° forfaitairement et en marge des deux

1. Dans la Zone communiste, l'U. R. S. S. est un producteur d'or encore plus dominant : 95 %. Elle vient en second rang dans le monde (environ 400 tonnes par an) après l'Afrique du Sud (près de 1 000 tonnes par an).

cas précédents, l'Afrique du Sud pourrait vendre au Fonds jusqu'à concurrence de $ 35 millions par trimestre, pourvu que ces cessions trimestrielles proviennent des avoirs détenus par sa banque centrale, tels qu'ils existaient à la date du 17 mars 1968.

Dès la fin de décembre 1969, l'Afrique du Sud était donc assurée au moins, en vertu de la clause 3, d'un minimum annuel de ventes d'or de $ 140 millions représentant environ 13 % de sa production au cours des dernières années. Les deux autres clauses conditionnelles ayant joué aussi, elles lui ont ouvert opportunément des possibilités de ventes additionnelles et appréciables au titre du déficit de sa balance des paiements et par suite de la baisse du prix de l'or sur le marché libre, notamment en janvier 1970.

Les résultats de l'application de l'arrangement de Rome n'ont été connues qu'à la fin d'août 1970, les autorités en cause ayant préféré conservé aussi longtemps que possible le secret sur toutes ces transactions pour ne pas influencer la spéculation. On sait maintenant que le total des ventes d'or sud-africain sur le marché libre, depuis fin mars 1968, se sont élevées à environ 1 400 tonnes représentant $ 1 682 millions (compte tenu d'une prime de $ 111 millions). Les achats d'or par le Fonds monétaire ayant été de $ 378 millions pendant le premier semestre 1970, il s'ensuit que l'Afrique du Sud a réussi finalement à écouler environ 70 % de sa production globale depuis que le Pool de l'or a été dissous et le double marché institué. Cette proportion a été encore améliorée au cours du 2e semestre 1970.

Ces résultats que nous avons qualifiés précédemment d'inespérés témoignent surtout de la capacité d'achat du marché libre de l'or métal pendant une période de transition difficile ou celle du marché officiel avait été très réduite et pour ainsi dire nulle puisque les banques centrales n'étaient plus autorisées à acheter de l'or nouveau à aucun producteur. Mais, sur le plan international, l'accord de Rome n'en a pas moins eu le mérite de rattacher à nouveau le principal producteur d'or au circuit monétaire par l'intermédiaire du Fonds de Washington.

C'était une décision prudente et qui contrastait heureusement avec la déclaration fracassante du 17 mars 1968 mettant fin prématurément aux achats d'or nouveau des mines en prétendant que les stocks officiels étaient suffisants. Non seulement ces stocks ne s'étaient pas accrus congrument depuis les années 1960 en fonction de l'expansion économique quasi générale des pays et de leurs besoins en liquidités internationales convertissables éventuellement en or, mais le Fonds monétaire lui-même, étant devenu une banque mondiale d'émission de droits de tirage spéciaux avec une clause-or de remboursement, devait matérialiser peu à peu cette convertibilité jugée jusqu'à présent trop théorique en augmentant ses avoirs en or.

En dépit du déclin présumé du métal jaune comme étalon, tout apport plus ou moins régulier d'or nouveau des mines, comme il s'effectuait annuellement dans l'ancien système, par l'ensemble des banques centrales, ne pourra que renforcer la confiance dans la négociabilité des droits de tirage spéciaux considérés jusqu'à présent comme une création fiduciaire en « or-papier ».

III. Causes principales du déclin de la convertibilité inconditionnelle en or des monnaies

Maintenant que nous avons un certain recul sur la période d'après-guerre, il est possible de discerner les causes principales du déclin de l'or monétaire en tant que base métallique de l'ancien régime d'étalon de change-or et assurant, en cas de besoin, *la convertibilité inconditionnelle* en or de toutes les devises. En fait, même les deux monnaies dites de réserve,

tout en restant encore définies par un poids d'or enregistré par le Fonds de Washington, ne sont plus convertissables sans restrictions en or, mais pratiquement en dollars des États-Unis à la parité fixe de $ 35 l'once de fin et sous diverses formes agréées par les pays créanciers.

En d'autres termes, la libre convertibilité en barres ou lingots, conformément à l'ex-gold-bullion standard est devenue « conditionnelle » à la suite d'arrangements ou concessions d'ordre politique. Elle a comporté depuis 1960 de multiples assouplissements ou « gold mitigations » : conversions de dollars en bons du Trésor américain, accords de swaps entre banques centrales et leur permettant, en marge des marchés de change, des arbitrages en devises d'une ampleur considérable, leur plafond ayant été porté en quelques années de 2 à 14 milliards de dollars.

Il y a eu, à mon avis, trois causes majeures de la grande mutation monétaire en cours après une dizaine d'années d'expériences et improvisations dominées par la défense du dollar à une parité fixe en or, toutes les autres monnaies satellites du monde non-communiste devant adapter, bon gré, mal gré, leur cours de change en dollars par rapport à ce nouvel étalon-soleil, soit en se dévaluant, soit en se revalorisant.

La première cause de l'évolution tourmentée de l'ancien régime d'étalon de change-or a été la discordance de plus en plus accentuée depuis la dernière guerre mondiale entre le rythme d'accroissement annuel ou décennal des réserves en or des banques centrales et celui de l'expansion économique des pays industrialisés, qu'il s'agisse de productions au sens large du mot ou d'échanges internationaux (1).

Du fait du passage de l'économie de pénurie à l'économie d'abondance relative, à partir des années 1954 et suivantes ou le fameux « dollar-gap » a pris fin avec le Plan Marshall et l'Europe reconstruite a repris progressivement son essor, il était déjà exclu que l'or puisse rester le générateur principal des liquidités internationales, les stocks officiels ne progressant même plus au taux minimum ancien d'environ 3 % l'an. Ainsi que je l'ai fait ressortir graphiquement, au début de cet exposé, l'accroissement des réserves métalliques avait été limité cumulativement à un peu plus de 1 % l'an de 1950 à 1959 et il avait été presqu'insignifiant à la fin de la décennie 1960-1969, les excédents de balances de paiement des pays tour à tour créanciers ayant été réglés en devises et principalement en dollars productifs d'intérêts.

Ainsi s'est fortifiée insensiblement une doctrine pragmatique d'émissions de nouvelles disponibilités en devises ou autres unités complémentaires de réserve indépendantes de la production de l'or afin d'assurer au monde non-communiste les moyens adéquats de financement d'une expansion économique sans commune mesure avec celle du passé : décuplement en un quart de siècle de la valeur des échanges internationaux de $ 26 à 254 milliards et parallèlement du produit national brut des États-Unis de $ 100 à 985 milliards.

Le déséquilibre quantitatif entre l'offre et la demande de liquidités internationales en or a été aggravé techniquement par deux facteurs connexes qui ont été, d'une part, le déficit quasi permanent de la balance des paiements des États-Unis et d'autre part, la fixité de la parité-or du dollar. Autant la question du déficit presque chronique depuis 1950 des comptes internationaux du géant américain est indiscutée comme cause importante de la détérioration de l'ancien régime d'étalon de change-or, autant celle du prix de l'or est fortement controversée.

En ce qui concerne la balance des paiements des États-Unis, ses déficits ont été de l'ordre de $ 21 milliards pour les seules années 1958 à 1964, dont $ 7 milliards ont dus être couverts

1. En 1938, les réserves officielles en or étaient d'environ $ 26 milliards et à peu près égales au total des importations cif du monde libre. Fin 1969 les stocks d'or monétaire n'avaient même pas doublé en 40 ans et les importations globales avaient décuplé, la couverture or théorique déclinant de 1 à moins d'un sixième : or à fin 1969 $ 41 milliards et importations totales $ 254 milliards.

en or, ces transferts ayant abaissé leur stock métallique à environ $ 14 milliards. De 1965 à 1968, d'autres déficits ont encore réduit ce stock d'or au plus bas niveau enregistré et inférieur à $ 11 milliards.

Si les pertes d'or des États-Unis ont accru jusqu'à due concurrence les réserves métalliques des pays créanciers (surtout ceux du Marché commun) au titre des paiements courants ou des transferts de capitaux, elles n'ont constitué qu'une partie du déficit global des quelque 17 exercices ayant accusé un solde débiteur plus ou moins important de 1950 à 1970. Cette forte position débitrice en comptes internationaux a engendré, en effet, et progressivement, une masse considérable de créances en dollars ou en euro-dollars qui sont détenues soit par les banques centrales étrangères soit par leurs banques privées. Le montant des dollars incorporés dans les réserves officielles en devises des banques centrales (U. S. Liabilities), dépasse actuellement $ 18 milliards (contre $ 10 milliards fin 1959). En marge de cet endettement, le total des avoirs en dollars gérés par les banques européennes pour compte de non-résidents s'élevait en juin 1969 à environ $ 34 milliards (contre $ 8 milliards en 1964).

Il convient de préciser que ce flottant instable d'euro-dollars aux mains des banques européennes (principalement) ou filiales de banques américaines en Europe fait partie intégrante de la masse monétaire des États-Unis depuis son origine, vers 1957. Il n'a cessé de proliférer par voie de transferts de dépôts bancaires américains au profit de créanciers à l'étranger (1). Il s'ensuit que lesdits avoirs en dollars expatriés, en dépit de rétro-transferts parfois massifs, ont pu constituer en une dizaine d'années un marché européen du dollar et d'une grande capacité de prêts aussi bien en faveur d'emprunteurs en Europe que dans d'autres pays, y compris les États-Unis, lorsque les conditions d'intérêts leur étaient favorables.

Mais l'extraordinaire expansion de ce marché inter-continental de capitaux en dollars ne saurait masquer la permanence et l'ampleur criticable des déficits de la balance des paiements des États-Unis. Il est incontestable, en effet, qu'il y a eu dans ce domaine une violation flagrante et répétée du « Code de bonne conduite monétaire » (2) qui doit être respecté par tous les États membres du Fonds de Washington et à plus forte raison par le plus puissant d'entre eux car le déséquilibre de ses comptes extérieurs a troublé profondément le mécanisme d'ajustement annuel des règlements commerciaux et financiers entre les nations, menacé aussi trop souvent la stabilité de leur monnaie.

Il est évident que l'accumulation des endettements américains a fait naître un doute grandissant sur la convertibilité des créances étrangères en dollars, non seulement en or mais aussi en autres devises au taux de change actuel. Conscients de cette situation anormale, le secrétaire d'État au Trésor a d'ailleurs fait, en mars 1968, une déclaration solennelle par laquelle les États-Unis s'engageaient « à améliorer substantiellement leur balance des comptes en donnant une haute priorité à cet objectif ».

La fixité du prix officiel de l'or en fonction du dollar a été enfin la troisième cause des perturbations apportées au fonctionnement de l'ancien régime monétaire. On pénètre là dans un domaine à la fois doctrinal et politique, s'agissant de l'hégémonie bienfaisante ou discutable du dollar, pivot du nouveau système en vigueur et autour duquel doivent graviter toutes les autres monnaies dévalorisables ou revalorisables. Sans vouloir alimenter ici un

1. Le circuit de l'euro-dollar englobe une centaine de banques, de « standing » international pour la plupart, dans une dizaine de pays d'Europe.

2. « Un code de conduite » : les Statuts du Fonds. Dans cet article de M. Irving Freemont par dans la Revue du Fonds et de la Banque mondiale, n° 2, septembre 1964, il est exposé le rôle des statuts du Fonds en tant que Code à appliquer par les États membres dans leurs relations monétaires internationales.

pareil conflit de « religion monétaire », il est permis toutefois d'en résumer les contradictions et les conséquences.

Les autorités américaines, ayant pratiquement dominé l'évolution du système monétaire international depuis la fin de la dernière guerre, ont refusé catégoriquement de modifier la parité de $ 35 l'once de fin qui avait été fixée le 31 janvier 1934 après une dévaluation sans doute excessive à l'époque. Le prix officiel de l'or est donc resté *immuable en dollars*, en dépit de la hausse universelle des niveaux de prix des marchandises et services, lesquels ont plus que doublé ou triplé en moyenne (notamment les métaux) au cours des trente-six dernières années. Par contre, la parité-or de nombreuses monnaies, dont celle de la livre sterling, a été abaissée ou exceptionnellement relevée, unilatéralement ou collectivement, en fonction des indices nationaux et internationaux de prix.

Cette politique divergente, entre les pays pratiquant le même régime d'étalon-or et dont les monnaies sont reliées étroitement les unes aux autres par d'incessantes opérations de change équilibrant leurs niveaux nationaux de prix, est en contradiction formelle avec la définition du pouvoir d'achat de l'or, telle qu'elle a été formulée par les experts du Comité financier de la Société des Nations dans leur rapport final au nom de la Délégation de l'or, en mai 1932 (1). Ce document ancien reste d'actualité puisque les monnaies nationales du monde non-communiste continuent à être exprimées par un poids d'or légal (parités officielles enregistrées par le Fonds monétaire depuis décembre 1945).

Techniquement la notion d'étalon fixe en valeur dollars est aberrante pour l'or et encore plus pour une monnaie nationale comme le dollar, si prestigieux qu'il soit.

En ce qui concerne l'or, si l'once, le gramme, le kilogramme ou la tonne de ce métal précieux, jouant encore en fait le rôle d'étalon est invariable par définition *en poids*, il ne l'est pas *en valeur* forcément fluctuante de marchandises ou services et en pouvoir d'achat correspondant en toutes devises, y compris le dollar. De même le mètre, étalon de mesure est invariable en longueur par accord international (1889 et 1960), mais pas en valeur marchandises, sinon le mètre de drap, par exemple, devrait se vendre au même prix qu'en 1934.

Quant au dollar, sa fixité arbitraire en poids d'or a pu se justifier temporairement pendant la reconstruction de l'Europe et aussi longtemps que cette monnaie de réserve était inconditionnellement convertissable grâce à des stocks d'or opulents jusqu'en 1957. Mais cette parité fixe et surévaluée est devenue de plus en plus criticable au fur et à mesure de la hausse des prix intérieurs aux États-Unis et de l'aggravation des déficits répétés de leur balance des paiements.

Le maintien inébranlable du cours de prestige de $ 35 l'once de fin a été finalement une source de troubles graves pour le régime monétaire international ainsi qu'une arme politique à double tranchant. Il a eu les conséquences suivantes :

1° Non seulement il n'a pas préservé les États-Unis de pertes d'or considérables (plus de 50 % du stock maximum de $ 24 milliards en 1948) mais il les a doublées grosso-modo en tonnage au cours fictif de $ 1 125 000 la tonne.

2° Il a condamné toutes les banques centrales étrangères, par accord tacite avec les autorités américaines, à sous-estimer leurs stocks officiels d'or en pouvoir d'achat réel de marchandises, services et dollars devises (2). De nombreux pays ont d'ailleurs revalorisé dans

1. Rapport de la Délégation de l'or du Comité financier, Genève, 1932. Deuxième partie, chapitre VI : Définition du terme « Pouvoir d'achat de l'or ».

2. S'il avait été possible aux banques centrales, légalement et matériellement, de stocker d'autres métaux précieux ou non, par exemple du cuivre, leurs réserves se seraient accrues en pouvoir d'achat beaucoup plus substantiellement qu'en doublant le prix officiel actuel de l'or.

une certaine mesure leurs réserves métalliques à la suite de dévaluations monétaires unilatérales ou collectives.

3° Il n'a pas encouragé l'augmentation désirable et à un rythme congru de la production d'or des mines exploitées avec des coûts et investissements croissants par rapport à 1934, alors que les assises métalliques du régime monétaire international étaient notoirement insuffisantes.

4° Par contre, il a encouragé et même déchaîné à maintes reprises une spéculation à la hausse du prix officiel de l'or sous-évalué. La dernière attaque massive a failli être fatale au dollar en février et mars 1968; elle a imposé des mesures draconniennes de défense du cours de $ 35 l'once.

5° Il a été enfin indifférent à l'U. R. S. S. que les États-Unis ne voulait pas avantager en tant que deuxième producteur d'or du monde. Dans une économie communiste, la considération du coût de production d'un métal précieux ou stratégique est en effet secondaire. Les cessions d'or soviétique à l'Europe occidentale : quelque 3 000 tonnes de 1953 à 1965 ont été à cet égard une gageure.

Bref, la fixité du cours officiel de l'or en dollars apparaît, avec un certain recul, comme une opération tactique qui a été perdante sur tous les tableaux. Sans prétendre qu'un relèvement de ce prix « tabou » aurait suffi à régler tous les problèmes monétaires, il les aurait grandement facilités sans autant de crises spéculatives et d'improvisations ou mutations discutables au point de vue de l'inflation des liquidités internationales. Il est même certain que si une revalorisation du prix de l'or avait été effectuée il y a une dizaine d'années à un cours réaliste et dans le cadre d'un accord général, avec une réglementation collective d'utilisation à terme des plus-values de stocks métalliques des banques centrales (1), le système d'étalon de change-or aurait été durablement consolidé et l'expansion économique du monde libre aurait été plus importante dans un climat de stabilité monétaire, sans inflation excessive de dollars ou euro-dollars.

En dépit des nouvelles émissions annuelles de droits de tirage spéciaux depuis 1970, il n'est pas exclu que la solution de bon sens d'un relèvement du prix de l'or ne s'impose en définitive, ne serait-ce que pour élargir la base métallique du nouveau système des paiements internationaux. La confiance dans les droits de tirage en question ne pourra que grandir si leur clause-or de remboursement ne reste pas théorique et reposant seulement sur le prestige du Fonds de Washington, comme celui du dollar a été articulé trop exclusivement sur la puissance financière des États-Unis.

IV. Quelques prévisions sur l'avenir de l'or monétaire ainsi que sur celui de l'or métal et son prix coté sur le marché libre

En guise de conclusion à ma communication sur le sujet provoquant de l' « or monétaire », je crois pouvoir affirmer que c'est surtout la résistance opposée physiquement et fonctionnellement par l'or à la création de liquidités internationales nouvelles, sans garantie

1. Ces plus-values éventuelles et comptables ont été constamment amplifiées par les adversaires d'un relèvement du prix officiel de l'or en ne tenant pas compte ou en sous-estimant les amortissements prioritaires de toutes les dettes d'État envers leur banque d'émission. Dans l'hypothèse ou ledit prix aurait doublé, les réserves globales et actuelles d'environ $ 40 milliards feraient apparaître une plus-value *nette* de l'ordre de 40 %, soit + ou — $ 16 milliards, chiffre très approximatif et naturellement supérieur à celui que j'avais calculé, après enquête auprès des principales banques centrales en 1967 (mon opuscule publié en anglais par les « Éditions internationales, p. 44). Ce potentiel de liquidités, si important qu'il soit, ne représenterait que le tiers de la masse des euro-devises.

suffisante de convertibilité métallique, qui a été la cause dominante de sa disgrâce récente dans un monde plus dynamique dans ses progrès économiques et sociaux que celui d'avant-guerre. Que cette disgrâce se prolonge, s'aggrave ou non, le déclin de l'or monétaire n'est pour le moment que relatif car il survit avec quelque 37 000 tonnes de stocks officiels dans les 115 États membres du Fonds monétaire et ces réserves représentent encore près de 50 % du montant total des liquidités actuelles en métal jaune, en devises et droits de tirages spéciaux, soit près de $ 84 milliards.

Des deux côtés de l'Atlantique, les autorités monétaires sont donc gardiennes d'un trésor qui commande le respect, quelles que soient leurs conceptions doctrinales évoluées en matière de création de monnaie et de crédit. Elles ne peuvent oublier qu'elles n'ont jamais eu à regretter la détention de réserves métalliques pour défendre, le cas échéant, leur monnaie, pour couvrir leurs déficits de balance de paiements et obtenir des crédits temporaires du Fonds de Washington en cas de crise. Par contre, elle sont eu et auront toujours plus ou moins de préoccupations dans la gestion de leurs avoirs en devises étrangères si rentables qu'elles soient. *In medio stat virtus.*

Aussi, la « démonétisation » de l'or, dont il est si souvent question depuis quelques années, semble-t-elle bien prématurée. Au surplus, le mot est impropre; on ne « démonétise » pas l'or comme on a ôté leur valeur légale et libératoire aux monnaies d'or en circulation dans le public et dans de nombreux pays après la guerre de 1914-1918. Depuis que le monde libre est au régime du « gold-bullion standard » ou « étalon-barres ou lingots d'or », ce sont les banques centrales qui, par accord international, ont décidé de donner à l'or un pouvoir libératoire dans leurs règlements de comptes internationaux et qui en transfèrent (1) les montants nécessaires, à défaut de devises agréées, si elles sont débitrices en soldes de balance de paiement ou en reçoivent si elles sont créancières. *Avant de dépouiller l'or de ce pouvoir libératoire entre nations, il faudrait donc qu'un nouvel accord à une majorité de plus de 85 % des États membres du Fonds monétaire — comme pour la création de droits de tirage spéciaux — consacrât sa déchéance.*

Ni les États-Unis, ni les principales puissances industrialisées du Fonds ne paraissent en mesure de prendre dans le proche avenir la responsabilité d'une pareille novation quand celle des droits de tirage spéciaux est encore en gestation. Les six nations de la Communauté économique européenne et celles qui peuvent y adhérer, comme le Royaume-Uni, sont en outre engagés dans un processus d'intégration économique et monétaire qui est de nature à modifier avant 1980 la primauté du dollar avec un système bi-polaire de devises de réserve. Pour ces raisons d'évolutions politique et toutes celles qui ont été évoquées précédemment, l'or continuera au cours des prochaines années à être bienvenu dans l'accroissement des liquidités internationales.

Enfin, l'avenir de *l'or monétaire* peut aussi être influencé par les perspectives prometteuses de l'absorption de *l'or métal* sur le marché libre. Il ressort, en effet, des enquêtes récentes (2) sur la capacité d'achat d'or par l'industrie, la bijouterie et l'orfèvrerie que le tonnage utilisé, qui avait doublé de 1950 à 1959 a encore plus que doublé de 1960 à 1969, consommant près de 70 % de la production de l'an dernier. Si l'offre d'or sur les marchés reste stagnante, elle peut s'avérer insuffisante à bref délai. Rien que pour la bijouterie (plus de 600 tonnes d'or absorbées en 1968), l'accroisement démographique joint à l'élévation du niveau de vie vont continuer à augmenter sensiblement la demande dans une grande partie

1. Ces transferts d'or entre pays sont en majeure partie « comptables » et depuis longtemps par voie d' « earmaking » ou mise sous dossier du bénéficiaire, les transports matériels étant limités au maximum.
2. Notamment celle de l'Institut Battelle dans une trentaine de pays en 1969.

du monde. De nouveaux débouchés se sont ouverts dans l'industrie, notamment dans le secteur de l'électronique. A moins de priorités gouvernementales, il n'est donc pas impossible qu'il y ait dans l'avenir une pénurie d'or pour les besoins monétaires !

Compte tenu de la forte probabilité de ces hypothèses, il ne faut pas exclure *a priori* une hausse à terme des cours sur le marché libre. Ainsi, par des voies obliques, la revalorisation du prix de l'or n'est sans doute pas un chapitre fermé de l'histoire monétaire et de celle de ce métal prestigieux. Rien ne se perd, rien ne se crée, disait Lavoisier, mais tout se transforme.

M. G. MITZAKIS

ANNEXE I

Production d'or et répartition annuelle de l'absorption de 1950 à 1969 entre les banques centrales, l'industrie et la thésaurisation

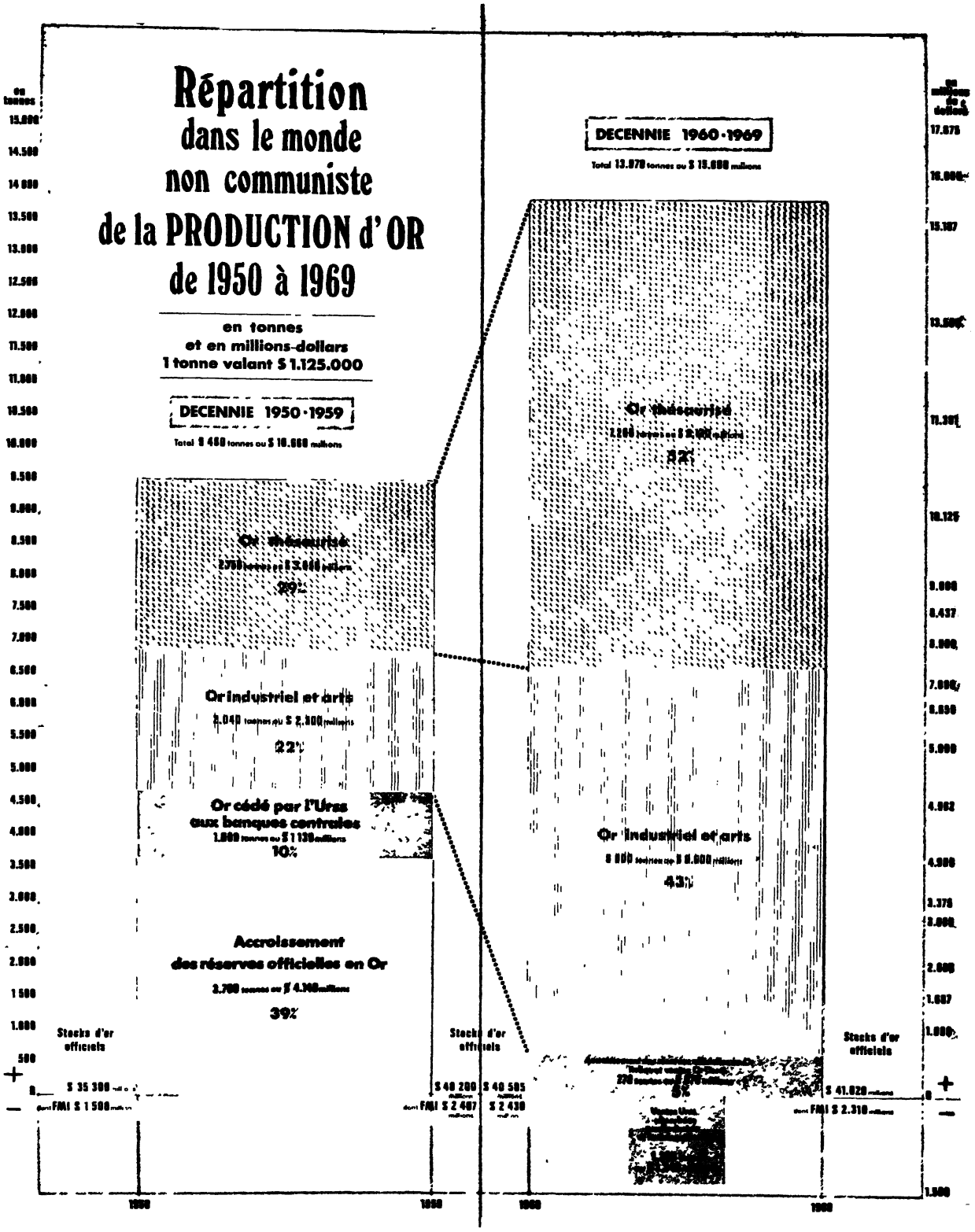
I. — *Décennie 1950-1959 :* En millions de dollars à $ 35 l'once de fin

Années	Production des mines	Or monétaire		Or industriel et usages artistiques	Or thésaurisé (épargne ou spéculation)
		Achats des banques centrales	Cessions de l'U. R. S. S.		
1950	865	+ 430	—	180	255
1951	840	+ 150	—	140	550
1952	870	+ 310	—	180	380
1953	865	+ 345	+ 75	170	350
1954	915	+ 595	+ 75	190	130
1955	960	+ 585	+ 75	210	165
1956	995	+ 340	+ 150	240	415
1957	1 015	+ 480	+ 260	250	320
1958	1 051	+ 460	+ 220	360	230
1959	1 127	+ 445	+ 250	380	300
Total 10 années	9 503	+ 4 140	+ 1 105	2 300 (1)	3 095 (1)
		+ 5 245		+ 5 395	

II. — *Décennie 1960-1969 :* En millions de dollars à $ 35 l'once de fin

1960	1 175	+ 140	+ 200	430	668
1961	1 215	+ 330	+ 260	470	415
1962	1 300	+ 130	+ 200	510	620
1963	1 355	+ 290	+ 550	540	546
1964	1 405	+ 300	+ 450	600	546
1965	1 440	— 310	+ 550	690	930
1966	1 440	— 50	—	745	671
1967	1 405	— 1 580	—	815	2 166
1968	1 415	— 700	—	890	1 198
1969	1 415	+ 110	—	930	368
Total 10 années	13 565	— 1 340	+ 2 210	6 620 (1)	8 128 (1)
		+ 870		+ 14 748	

1. Les montants d'or absorbés annuellement par l'industrie, la bijouterie et les arts décoratifs ne sont encore enregistrés qu'approximativement par le Fonds monétaire et la B. R. I. ainsi que les montants d'or disparu par thésaurisation d'épargne ou de spéculation, en marge de l'absorption pour des besoins monétaires. Il s'ensuit qu'il y a une faible discordance entre la répartition ci-dessus indiquée d'or monétaire et d'or industriel ou thésaurisé par rapport à la production d'or des mines majorée des cessions d'or de l'U. R. S. S.


Répartition
dans le monde
non communiste
de la PRODUCTION d'OR
de 1950 à 1969
en tonnes
et en millions-dollars
1 tonne valant $ 1.125.000
DECENNIE 1950-1959
Total 9 460 tonnes ou $ 10.660 millions
Or thésaurisé
39%
Or industriel et arts
22%
Or cédé par l'Urss
aux banques centrales
10%
Accroissement
des réserves officielles en Or
39%
Stocks d'or
officiels
$ 35 300
dont FMI $ 1 500
$ 40 200
dont FMI $ 2 487
$ 40 585
$ 2 430
DECENNIE 1960-1969
Total 13.970 tonnes ou $ 15.888 millions
Or thésaurisé
32%
Or industriel et arts
43%
5%
$ 41.029
dont FMI $ 2.310
en tonnes
en millions de dollars
1950
1960