

# L'or est-il la monnaie qui nous manque actuellement ou n'est-il qu'une relique

**Alain Maître**

Professeur en classes préparatoires, lycée Paul Gauguin (Papeete), chargé de cours à l'Université de Polynésie Française.

L'or n'est pas un métal comme les autres, il a toujours suscité la passion, il est capable du pire comme du meilleur, et sans doute plus souvent du pire que du meilleur, comme l'écrit René Sédillot<sup>1</sup>. Il a toujours eu des adversaires comme Thomas More, Montesquieu, Cambon, Lénine, Hitler, Keynes et Friedman et d'ardents défenseurs comme Charles Rist, Jacques Rueff, le général de Gaulle et plus récemment Robert Mundell. La démonétisation de l'or au XX<sup>e</sup> siècle marque une rupture considérable si l'on songe que depuis les grandes civilisations de l'Antiquité le commerce était réglé en or. C'est l'Égypte, riche en métal jaune qui a le moyen d'en faire un étalon monétaire à partir du Moyen-Empire. Sous Toutmosis III, il faut 60 grammes d'or pour acheter un boeuf. Au 2<sup>e</sup> millénaire avant Jésus-Christ, l'or est estampillé en Cappadoce, en Assyrie, en Chine et c'est dans le monde hellénisé qu'au VII<sup>e</sup> siècle la révolution monétaire est acquise. La première vraie monnaie d'or est l'oeuvre de l'opulent Crésus roi Lydien en -550. Sur cette échelle de temps comment com-

prendre l'abandon de l'étalon-or en 1914 et l'abandon définitif de son dérivé, l'étalon-de change-or en 1971 ? Est-ce un progrès ou une erreur qui expliquerait la grande instabilité du XX<sup>e</sup> siècle ? L'analyse économique de cette question est difficile d'un point de vue technique et nécessite une approche dénuée d'arrière-pensées, ce qui en l'occurrence est difficile tant l'or, au-delà de la dimension monétaire pèse sur les questions géostratégiques et pose la question de l'hégémonie. L'économiste doit pourtant rester à l'écart de ces questions politiques, non qu'il les estime secondaires, mais parce qu'elles sortent de son champ de compétence légitime. Nous nous efforcerons donc de nous en tenir aux mécanismes purement économiques et monétaires en discutant de la validité ou non d'une remonétisation de l'or. Il nous semble que derrière le débat sur le rôle de l'or dans le système monétaire international se cache la question de savoir qui doit détenir le pouvoir monétaire. La démonétisation de l'or au XX<sup>e</sup> siècle est conforme à une logique de contrôle (confiscation diraient certains) du

pouvoir monétaire par les autorités publiques suivant un schéma très keynésien (1<sup>e</sup> partie de l'article). Le rétablissement de l'étalon-or apparaîtrait alors comme une solution libérale rendant le pouvoir monétaire au marché et imposant une discipline universelle qui avait fait merveille jusqu'en 1914 (2<sup>e</sup> partie).

## La démonétisation de l'or, ou l'appropriation du pouvoir monétaire par les autorités publiques ■

Il y a des raisons contingentes, c'est à dire historiques, à l'abandon progressif de l'or comme monnaie, tout au long du XX<sup>e</sup> siècle, mais cette évolution a correspondu également à un état d'esprit interventionniste dès l'entre-deux-guerres qui trouvera en John Maynard Keynes son plus talentueux théoricien. Pourtant les conséquences de ce monopole du pouvoir monétaire est loin d'être une réussite aussi bien sur les économies nationales que pour le règlement des paiements internationaux.

(1) René Sédillot, *Histoire de l'or*, Fayard 1971.

# universelle

## uellement (R. Mundell)

### ue barbare (Keynes) ?

#### Les raisons historiques de l'abandon de l'étalon-or<sup>2</sup>

#### Les conséquences monétaires de la première guerre mondiale...

Les belligérants forcés de payer leurs importations en or car n'exportant plus suffisamment, les États-Unis se retrouvent avec des stocks considérables qui gonflent la masse monétaire américaine entraînant une forte inflation. Pour retrouver la compétitivité-prix, les pays doivent soit dévaluer leurs monnaies par rapport à l'or (c'est par exemple le Franc Poincaré de 1928 qui entérine une dévaluation de 4/5 par rapport au Franc Germinal de 1803) soit maintenir la valeur en or de leur monnaie mais pratiquer la déflation (ce sera selon Keynes la lourde erreur de Monsieur Churchill en 1925 qui décide le retour de la Livre sterling à sa parité-or d'avant guerre). Selon Robert Mundell, au lieu de forcer l'économie mondiale à s'ajuster au niveau des prix d'avant guerre, il aurait fallu accepter l'inflation de la période de guerre puis poursuivre avec la discipline internationale automatique de l'étalon-or.

... et de la seconde guerre mondiale.

Les conséquences furent identiques. Les prix doublèrent et il devint difficile d'obtenir de l'or à 35 \$ l'once qui était la parité depuis la dévaluation du Dollar en 1933. L'expansion des échanges internationaux aurait nécessité des augmentations de réserves internationales mais il n'y avait pas assez d'or en circulation et on souffrait d'une pénurie de Dollars qui lors de la conférence de Bretton-Woods en juillet 1944 avaient obtenu le statut d'étalon-de change-or (gold exchange standard). L'économiste belge Triffin alors professeur à Yale University écrivit en 1960 *Gold and the dollar crisis* où il résuma cette situation par le fameux dilemme qui porte son nom : "le SMI peut s'orienter soit vers une explosion

de liquidités et une accélération de l'inflation mondiale si le déficit américain continue de l'alimenter soit s'il devait être repris en main et le rôle du Dollar drastiquement réduit, déboucher en une excessive déflation mondiale"<sup>3</sup>.

#### Les justifications théoriques de la démonétisation de l'or<sup>4</sup>

Keynes commence par reconnaître les mérites de l'étalon-or (gold standard) d'avant 1914. Mais les conditions de demain ne sont pas celles d'hier. La réussite de l'étalon-or au XIX<sup>e</sup> siècle s'explique pour des raisons qui disparaissent au XX<sup>e</sup> siècle :

- (2) Robert L. Bartley, *Money : the century's agony*, repris dans le numéro 2660 de *Problèmes économiques* du 12 avril 2000. L'auteur présente les propos tenus par Robert Mundell, Prix Nobel d'économie 1999, lors d'une conférence sur le thème : "Un réexamen du vingtième siècle".
- (3) Henri Bourguinat, *Finance internationale*, PUF 1992. On lira avec profit le chapitre 13 : *De Bretton Woods au flottement des monnaies*, pages 433-471.
- (4) J. M. Keynes, *Essais sur la monnaie et l'économie*, Payot 1978. En réalité, cet ouvrage reprend des textes publiés par Keynes et les deux textes dans lesquels j'ai trouvé l'argumentation que je livre dans cet article sont : "A treatise on money" septembre 1930 et "A tract on monetary reform" 1923.

Référence

- la découverte de nouveaux gisements d'or se fit au même rythme que le progrès accompli dans d'autres directions
- la valeur de l'or dépendait de l'offre et de la demande mondiale et la diversité indépendante des multiples influences déterminants la valeur de l'or était en elle-même une influence stabilisatrice.

La guerre a entraîné un grand changement, l'or lui-même est devenu une monnaie dirigée, la valeur effective de l'or dépendra donc de la politique de trois ou quatre banques centrales parmi les plus puissantes, qu'elles agissent ou non de concert. En vérité, poursuit Keynes, l'étalon-or est déjà une relique barbare, entre la stabilité de l'or et la stabilité de l'activité économique, des prix et de l'emploi, nous ne sommes plus disposés à trancher ce dilemme en sacrifiant l'emploi au profit du dogme périmé de l'étalon-or. Cette évolution est inévitable car deux conditions du retour automatique des balances des paiements à l'équilibre, conformément à la théorie de David Hume (1752) ont disparu, à savoir la flexibilité des prix et le plein emploi. Nous sommes désormais dans une économie administrée, cartellisée et les syndicats s'opposent à des baisses de salaires en période de chômage, empêchant par là même le retour au plein emploi.

Mais Keynes n'est pas non plus partisan du gold exchange standard adopté à Gênes en avril 1922 qui préfigurait l'autre GES celui des accords de Bretton Woods en 1944 : "je doute de la sagesse d'une tentative anglo-américaine d'étalon-or "dirigé" sur le modèle préconisé par M. Hawtrey, car il conserve de trop

nombreux inconvénients de l'ancien système sans en avoir les avantages et parce qu'il nous mettrait dans une trop grande dépendance vis-à-vis du Federal Reserve Board des États-Unis". On sait qu'en 1944, Keynes malade (il mourra en 1946) s'oppose à l'américain White et propose la création d'une monnaie internationale, le Bancor, qui malgré son nom n'aura, en cas d'adoption, plus aucune référence à l'or. Mais White aura le dernier mot, la monnaie internationale sera le Dollar, convertible en or sur la parité de 1933 : 35\$ pour une once d'or.

### **Les conséquences de la démonétisation de l'or**

Si le GES était un premier pas vers la démonétisation de l'or, celle-ci s'achève le 15 août 1971 lorsque le Président Nixon tranche le lien entre le SMI et l'or inaugurant un système généralisé de changes flottants. Ce système s'avéra être un moteur de l'inflation mondiale<sup>5</sup>, car dans tous les pays l'inflation intérieure n'était soumise à aucune discipline internationale. Contrairement à ce qu'espéraient les flexibilistes comme Milton Friedman (prix Nobel 1974) les changes flottants ne furent pas guidés que par les fondamentaux (parité des pouvoirs d'achat, soldes commerciaux et parité des taux d'intérêt) mais par des phénomènes de surréaction (le fameux overshooting mis en évidence par Dornbush) et de bulles rationnelles théorisées en 1979 par Olivier Blanchard puis en 1980 par Flood et Garber. Reconnaissons toutefois que la mise en évidence économétrique de ces bulles est rare et il est très délicat de distinguer, lorsqu'une monnaie s'apprécie

"exagérément" comme le Dollar qui en 1985 atteignit 10,61 F, si on est en présence d'une bulle rationnelle, de croyances erronées (fads), de taches solaires (sunspot), d'un effet tirant de bottines (bootstrap) ou de feu follet (will of the wisp). Le lecteur intéressé aura un éclairage de ces notions dans Bourguinat page 415<sup>6</sup>.

Désormais, le SMI dépend des experts qui depuis 1971 ont rivalisé d'imagination pour construire le Serpent monétaire européen en 1972, puis le SME avec l'ECU sa monnaie pivot qui prend le relais en 1979. L'UEM qui aboutira à l'Euro repose sur l'hypothèse non démontrée que l'Europe est une zone monétaire optimale au sens de Mundell. Au delà de l'Europe, les accords du Plaza en 1985 puis du Louvre en 1987 entérinent le succès de la théorie des zones-cibles de J. Williamson présentée initialement dès 1983. Ce constructivisme révèle une logique qui consiste à remettre dans les mains d'experts le sort du SMI. Bernard Shaw expliquait avec humour : "on doit choisir soit de faire confiance à la stabilité naturelle de l'or, soit faire confiance à la stabilité naturelle de l'honnêteté et de l'intelligence des membres du gouvernement. Avec tout le respect que je dois à ces dignes personnages, je vous conseille fortement de voter pour l'or."<sup>7</sup>

En effet, l'histoire immédiate confirme cette tentation permanente des gouvernements à rompre la discipline de la monnaie. En France, le gouvernement Raffarin s'est accommodé pour 2003 d'un déficit de 4% du PIB qui dépasse le seuil de 3% toléré par le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). L'Allemagne est dans une situation voisine. Aux États-Unis, la récession commencée au 2<sup>e</sup> trimestre 2001 et les conséquences des attentats du 11 septembre ont réduit les recettes et accru les dépenses de sorte que les États-Unis ont renoué avec les déficits jumeaux des années 80 (déficits commercial et budgétaire) le déficit public atteignant 5% du

- (5) Robert L. Bartley, *Money : the century's agony*, repris dans le numéro 2660 de *Problèmes économiques* du 12 avril 2000. L'auteur présente les propos tenus par Robert Mundell, le lauréat 1999 du prix Nobel d'économie lors d'une conférence sur le thème : "Un réexamen du vingtième siècle".
- (6) Henri Bourguinat, *Finance internationale*, PUF 1992. On lira avec profit le chapitre 13 : *De Bretton Woods au flottement des monnaies*, pages 433-471.
- (7) René Sédillot, *Histoire de l'or*, Fayard 1971.

PIB... Ces trois exemples confirment que les hommes qui nous gouvernent n'ont pas la sagesse ou l'autorité pour mener une gestion qui ne sacrifie pas l'avenir au présent. Ne vaut-il pas mieux alors s'en remettre à la discipline de l'or ? Les gestions de l'Allemagne et de la France devraient affaiblir l'Euro qui pourtant n'a jamais été aussi haut par rapport au Dollar depuis sa création (1 € jusqu'à plus de 1,30 \$ fin 2004) mais la gestion budgétaire de l'équipe Bush est encore plus désolante qui en 2 ans a réduit à néant les efforts de l'équipe des "nouveaux démocrates" de Clinton pour rétablir l'équilibre budgétaire !

## **Le retour à l'étalon-or comme moyen de rendre le pouvoir monétaire au marché**

Notre propos n'est pas à la mode et Keynes déjà qualifié de désuet tout SMI donnant un rôle au métal jaune. Pourtant, qui peut se satisfaire de la situation à haut risque actuelle qui s'est déjà traduite par des crises financières, crises systémiques pour reprendre le terme de Michel Aglietta, au Mexique en 94, en Thaïlande en 97, en Russie en 98 et plus récemment en Turquie en 2001 et en Argentine en 2002. Est-ce une raison pour condamner le libre-échange ? Evidemment non et nous pensons que la mondialisation des échanges est un facteur d'enrichissement de la planète qu'aucun observateur honnête ne peut nier. Au contraire, dans le contexte libéral qui a baigné les vingt dernières années l'or peut jouer plus que jamais le rôle de monnaie universelle qui nous manque aujourd'hui. Encore faut-il justifier théoriquement la supériorité d'un tel système, c'est ce que nous ferons en présentant les arguments que Jacques Rueff publia dès 1965<sup>8</sup>.

### **L'environnement économique est redevenu plus favorable à un système de rééquilibrage automatique des balances des paiements<sup>9</sup>**

Une balance des paiements est toujours équilibrée, c'est un équilibre comptable :

Balance des transactions courantes	+ balance des capitaux	= 0
(exportations/importations)	+ (entrées/sorties de capitaux)	= 0
(X - M)	+ (Ke - Ks)	= 0

Cet équilibre comptable peut s'accompagner d'un déséquilibre économique. Par exemple un pays peut connaître un déficit de la BTC ( $X < M$ ) qu'il faudra financer par des entrées de capitaux ( $Ke > Ks$ ) grâce à un emprunt à l'étranger. Un débat existe entre les économistes qui considèrent que la BTC résulte de paiements autonomes (haut de la BP) et la BCA sont les paiements induits et ceux qui voient au contraire le commerce extérieur comme la variable d'ajustement. On dira que la BP est en équilibre lorsque la BTC est en équilibre. Mais par quels mécanismes l'équilibre de la BP sera-t-il rétabli ? En système de GS (avant 1914) ou de GES (jusqu'en 1971) la théorie de David Hume faisait porter l'ajustement par la flexibilité des prix intérieurs selon le schéma simple suivant: un déficit de la BTC se traduisait par une sortie d'or (c'est le mécanisme des points d'or en régime d'étalon-or) une contraction de la masse monétaire du pays déficitaire, comme les prix sont parfaitement flexibles ils baissent, rétablissant ainsi la compétitivité-prix et l'équilibre extérieur. Ce mécanisme est conforme à la théorie

quantitative de la monnaie et sera repris par Ricardo, Stuart Mill et au XX<sup>e</sup> siècle par Bastable et Taussig. On verra plus loin que Rueff le trouve insuffisamment fin pour rendre compte du rééquilibrage.

Mais si les prix sont rigides et que l'économie connaît une situation keynésienne d'équilibre stable de sous-emploi, le mécanisme précédent ne fonctionne plus et il faut en-

visager un ajustement de la BP soit par

des changes flottants (sous réserve que la condition Marshall-Lerner-Robinson soit respectée, c'est à dire qu'en cas de déficit, la dépréciation aura des effets-volumes supérieurs aux effets-prix, cf le théorème des élasticités critiques) soit par le revenu qui prend comme hypothèse qu'en situation de sous-emploi, il existe un multiplicateur du commerce extérieur dont on démontre qu'il est égal à  $K_m = 1 / (1 - c + m)$  (c et m étant respectivement les propensions marginales à consommer et à importer). Dans la situation d'économie administrée et de chômage qui prévaut après la 1<sup>ère</sup> guerre mondiale, on comprend que les gouvernements aient renoncé à la stabilité des taux de change et pratiqué des politiques de revenu actives.

Mais la libéralisation des économies depuis les années 80, les 3 D de Bourguinat (décloisonnement, dérégulation et désintermédiation) ont rendu aux PDEM davantage de flexibilité et les pays comme la France qui connaissent aujourd'hui encore un taux de chômage élevé savent que ce n'est pas une politique de relance conjoncturelle qui réduira ce taux mais une plus grande

- (8) Jacques Rueff, *Le lancinant problème des balances des paiements*, Payot 1965. Jacques Rueff fut le conseiller économique le plus écouté du général de Gaulle.
- (9) Raymond Barre, *Economie politique*, tome 2, PUF 1970. Je conseille au lecteur soucieux d'un exposé très pédagogique sur ces questions ardues de se reporter au chapitre consacré par l'ancien premier ministre à l'équilibre de la balance des paiements pages 743 et suivantes.

flexibilité du marché du travail. Si les prix sont redevenus flexibles, si le chômage est revenu à son niveau naturel, si les capitaux circulent de nouveau sans obstacle grâce à la fin du contrôle des changes, ne sommes-nous pas dans une situation proche de celle qui prévalait avant 1914 où la globalisation financière était même encore plus importante qu'aujourd'hui en proportion du PIB ? Si l'on répond affirmativement aux questions qui précèdent pourquoi ne pas envisager alors un retour à un étalon universel comme l'or ? C'était en tout cas dès 1965 la position de Jacques Rueff dont voici les arguments théoriques...

### **Rueff contre Keynes, suite mais pas fin**

En 1928, un débat contradictoire opposa Rueff et Keynes sur la scène d'une salle de concert à Genève. Rueff exposait les raisons pour lesquelles une BP était toujours équilibrée. Keynes marchait de long en large et demanda : "Mais cet équilibre, comment pensez-vous qu'il sera établi ?" Rueff répondit : "Parce que si une partie du revenu national est utilisée à l'étranger, elle fera défaut pour l'achat d'une portion de même valeur de la production nationale. C'est cette portion qui restera disponible pour l'exportation. Si les produits invendus trouvent preneur à l'étranger, l'équilibre de la BP sera rétabli. Sinon, les prix tendront à baisser dans le pays déficitaire jusqu'au niveau où une part équivalente du produit national sera exporté". "Tiens, dit Keynes reprenant sa marche, c'est une idée intéressante, il faudra que j'y réfléchisse." La scène est racontée par Rueff dans *Le lancinant problème de la balance des paiements*<sup>10</sup>.

Voici le coeur de l'argumentation de Rueff : l'approche classique depuis David Hume n'est pas fautive mais incomplète. En réalité si la balance des paiements (comprendre la balance des transactions courantes) est en déficit, c'est que les règlements à l'étranger sont supé-

rieurs aux règlements attendus. Les demandeurs de devises doivent donc offrir des richesses non monétaires (vendre des biens ou des créances) pour se procurer les ressources qui leur permettront d'obtenir des devises en échanges. Ceci entraîne une hausse de l'offre de biens de services et de créances sur le marché domestique qui a pour effet de diminuer leurs prix et de faire monter le taux d'intérêt du marché en corrélation avec la baisse du prix des créances (c'est le fameux effet balançoire). Le rétablissement de l'équilibre de la balance des paiements se fera alors par quatre procédures :

- **La circulation effective** : la baisse des prix réduit les encaisses nécessaires au règlement des transactions, ce qui réduit les importations.
- **Le commerce extérieur** : la baisse des prix domestiques améliore la compétitivité-prix.
- **L'or enfoui dans le sol** : la production interne d'or augmente du fait que les prix des services pour l'extraire diminuent alors que la banque centrale continue de l'acheter au même prix hors marché, ceci correspond bien à une hausse du prix relatif de l'or qui suscite la hausse de sa production.
- **L'or enfoui à la banque centrale** : le montant d'or et de devises dans le bilan de la banque centrale réduit le pourcentage de couverture de la monnaie.

Bien sûr, si les trois premières procédures sont susceptibles de durer indéfiniment, (état de régime) la quatrième appauvrira progressivement les réserves du système bancaire.

La controverse Rueff-Keynes reste d'actualité. Bien sûr il ne s'agit plus comme dans les années vingt de débattre de l'effet des réparations

allemandes sur la BP... mais le déficit commercial américain qui bénéficie Outre-Atlantique d'un *benign neglect* affiché est un cas d'école proche de celui des réparations. Keynes analyserait cette situation comme résultant de la structure économique des États-Unis et douterait de la possibilité de modifier arbitrairement et délibérément ce niveau. C'est selon l'auteur de *La théorie générale*, la BCA qui s'ajuste, la balance commerciale étant l'élément insensible de la BP. En revanche si Rueff a raison, la notion de niveau naturel des exportations n'a aucun sens, et si le déficit commercial américain est aussi durable, c'est que les mécanismes de rééquilibre présentés dans le paragraphe précédent ne peuvent fonctionner, le régime d'étalon-or ayant été remplacé par l'intervention des experts...

**L**a principale chose qui nous manque aujourd'hui c'est une monnaie universelle, a récemment déclaré Robert Mundell. "Un instrument de mesure des valeurs, le lien entre le passé et le futur et le ciment de civilisation qui relie entre elles les parties de l'humanité les plus éloignées". "Depuis Auguste jusqu'en 1914, ce rôle a été rempli par l'or". Ainsi, l'absence de l'or rend notre époque unique en plusieurs milliers d'années. C'est pourquoi nous avons rappelé la légitimité du débat autour d'une remonétisation de l'or pour les paiements internationaux, ou tout au moins nous avons essayé de convaincre le lecteur que cette remonétisation n'était pas une élucubration d'universitaire mais une solution tout à fait envisageable dans un monde de globalisation financière pour rendre aux règlements internationaux la discipline qui manque à l'ordre social qu'appelaient de ses vœux Jacques Rueff<sup>11</sup>.

A.M.

(10) Jacques Rueff, *Le lancinant problème des balances des paiements*, Payot 1965. Jacques Rueff fut le conseiller économique le plus écouté du général de Gaulle.

(11) Jacques Rueff, *L'ordre social*, Librairie Médicis 1949.