

Marcel-Paul RUDLOFF
*Professeur à la Faculté de Droit
et des Sciences Economiques
de Madagascar*

**LES PROBLÈMES
DE L'OR
ET LE SYSTÈME
MONÉTAIRE
INTERNATIONAL (1)**

L'or n'a jamais connu une situation plus ambiguë que depuis les années 1960-1963. Les uns souhaitent sa disparition totale des encaisses monétaires, alors que d'autres préparent un retour au métal. Si l'or a disparu de la circulation monétaire interne, il garde ses faveurs dans les règlements internationaux. Les controverses autour de l'or n'ont rarement été aussi vives ni aussi volontairement confuses que de nos jours.

En fait, même sur cette fin du XX^e siècle antifétichiste, l'or conserve son attrait millénaire. Si, dans tous les pays du monde, les pièces de monnaie d'or ont été retirées de la circulation pour régler l'endettement extérieur des Etats, à l'inverse, la thésaurisation privée a enregistré de forts progrès. Sur le plan international, si les Etats créanciers acceptent en paiement des devises étrangères, il arrive parfois ce moment critique où les liquidités scripturales sont converties en métal-or. Les grandes puissances mondiales détiennent l'essentiel de leurs réserves internationales en métal. L'on craint même que, dans quelques années, la production d'or, qui menace de plafonner dans le proche avenir, ne suffise plus pour répondre à l'ensemble des besoins.

Il est une autre raison qui place le métal précieux au centre des préoccupations actuelles. Notre *système monétaire international*, le Gold

(1) Ce texte est extrait d'un ouvrage à paraître sur « l'Economie Monétaire et le Développement ». (Editions Cujas, Paris).

Exchange Standard reformulé à Bretton Woods en 1944, est bâti sur le métal-or. C'est l'or, et non les devises-clés qui constitue le noyau solide du système. Les devises ne deviennent monnaies-clés que si, entre autre, elles donnent toutes assurances quant à leur convertibilité en or. Les devises, en apparence les plus prestigieuses, telles le dollar et le sterling, connaissent des périodes d'affaiblissement ; c'est alors que s'accroît le repli sur le métal-or. Or et devises apparaissent ainsi à la fois comme complémentaires et comme substituts. Complémentaires, lorsque les devises s'associent à l'or pour élargir les liquidités internationales ; substituts, lorsque la pyramide des devises s'aplatit sur sa base-or et que la méfiance générale inspire une fuite devant les monnaies nationales. *Marché des changes* et *Marché de l'or* représentent des rouages stratégiques de l'économie monétaire et fournissent des indications très précieuses sur les tensions internationales.

De tout temps, le métal brillant a séduit les hommes. Rare, inaltérable, inalléable, suffisamment répandu dans les alluvions et dans l'écorce terrestre pour séduire toutes les civilisations, l'or se trouve lié à l'histoire humaine dans ses hauts faits et dans ses méfaits. La haute Antiquité et l'Antiquité ont connu leurs grands centres producteurs de métal : l'Égypte, la Perse, l'Arménie, l'Inde et l'Arabie. L'Europe appauvrie du Moyen-Age s'est tournée vers le fastueux Orient, pour le convertir... et pour lui dérober son or et ses richesses. L'Amérique, après l'Inde, a exercé ce même attrait maléfique ; une nouvelle fois, l'Europe chrétienne s'est lancée dans la piraterie, mettant à feu et à sang l'Empire des Incas et celui des Aztèques, à la recherche furieuse des « El-Dorado ». Durant trois siècles, les « Flotas del Oro » (les flottes de l'or) sillonnaient l'Atlantique chargées de métal et d'épices. La découverte au XVI^e siècle d'importantes mines d'or et d'argent à Potosi et à Zacatecas suscita la traite des esclaves noirs. De 1520 à 1620, 8 milliards de livres d'or et d'argent seraient entrées en Europe, provoquant le quintuplement de la masse monétaire et la hausse continue des prix. La controverse entre Malestroit et Jean Bodin s'inscrit sur ce fond d'accumulation des métaux rares. La doctrine mercantiliste, celle du moins des Espagnols, rationalisa les comportements de thésaurisation et conseilla aux Princes une politique de balances commerciales excédentaires génératrices d'entrée d'or. Vol et piraterie rapportèrent en fait plus à l'Espagne que sa politique mercantiliste.

Après deux siècles de calme relatif, le rush sur l'or reprit au XIX^e siècle. Un peu partout, aux États-Unis, au Canada, en Australie, en Russie, en Afrique du Sud, des zones alluvionnaires riches en pépites, puis des filons souterrains furent découverts. D'étranges migrations humaines se firent vers ces pays de rêve charriant le meilleur et le pire. Après un siècle d'orpillage, de recherches artisanales et en superficie, commença l'extraction industrielle sur grande échelle. L'on peut admettre

qu'avec la découverte des mines sud-africaines, notamment celles du Witwatersrand (1885) débute l'ère des grands trusts de l'or et de l'extraction mécanisée. La production de métal s'est fortement accrue au début du XX^e siècle ; le tableau suivant que je reproduis avec toutes les réserves d'usage, résumerait approximativement *l'évolution de la production d'or* depuis 1493, il souligne la rapide accélération de l'extraction à partir du XIX^e siècle :

Tableau 1

| Période | Production | |
|-----------------|--|------|
| | En millions d'onces (1 once d'or = 31,103 gr) | en % |
| 1493-1600 | 23,4 | 1,3 |
| 1601-1700 | 29,3 | 1,6 |
| 1701-1800 | 61,2 | 3,3 |
| 1801-1900 | 369,2 | 20,1 |
| 1901-1956 | 1 356,0 | 73,7 |
| 1493-1956 | 1 840 | 100 |

Source : J. LEPIDI : L'Or, PUF, 1958.

L'offre d'or répond grosso modo à une triple demande : une demande émanant des Banques Centrales et qui satisfait un besoin d'encaisse de transaction et de précaution ; une demande venant de l'industrie, notamment des branches électronique et spatiale, et de la joaillerie ; enfin une demande privée, parfois occulte, qui nourrit la thésaurisation. Pour répondre à ces besoins, l'or prend la forme de lingots, de pièces frappées et de bijoux œuvrés. Il existe un marché et un prix de l'or, dont, comme nous le verrons, ne se désintéressent pas les grandes banques centrales des pays industriels.

Le problème de l'or présente une indiscutable complexité dans la mesure où le métal touche à la fois aux intérêts nationaux des Etats et des particuliers, et aux intérêts internationaux liés au commerce mondial. Au XX^e siècle, l'or est devenu complément et concurrent de

devises-clés nationales autour desquelles se construisent des stratégies politiques et économiques. Une cohabitation mi-pacifique mi-belliqueuse s'est installée entre l'or et le dollar, et le résultat du conflit décidera pour une grande part et de l'avenir de l'or et de l'avenir économique du monde. Tels sont quelques problèmes qu'il convient de préciser.

L'OR DANS L'ÉCONOMIE MONÉTAIRE NATIONALE

L'or se trouve extrait dans le cadre d'économies nationales et représente pour elles une production rentable, du moins dans l'état actuel de nos civilisations marchandes. D'autre part, l'or se trouve absorbé pour l'essentiel par des nationaux, que ce soient des particuliers, des entreprises ou des banques centrales nationales.

Offre et demande d'or évoluent dans le temps : c'est à ce niveau qu'un problème fort délicat se pose de nos jours. Il semble admis depuis quelques années que les mines d'or plafonneront vers 1970 (compte tenu des mines utilisées, des techniques connues et du prix actuel du métal). Par contre, les besoins de métal se multiplient à tous les niveaux et la thésaurisation privée progresse à rythme accéléré. Au problème des quantités s'ajoute le problème du prix de l'or. Ce prix lui-même intéresse tous les Etats, ce qui montre que le problème de l'or a nécessairement des prolongements internationaux.

1) L'offre de l'or et les menaces d'une baisse tendancielle

Les ressources globales en or comprennent l'or accumulé au long des siècles et l'or nouvellement extrait chaque année. Il est très difficile d'évaluer le *stock d'or accumulé* dans l'ensemble des pays. Dans son précieux petit livre sur « la Relève de l'Or », Jean DAUTUN estime approximativement la production d'or cumulée entre 1413 et 1965 à quelques 75,7 milliards de dollars, si l'on retient le prix de 35 dollars l'once de fin. De ces 75,7 milliards, 44 seraient détenus par les banques centrales nationales.

Il est plus aisé d'évaluer *l'or nouvellement extrait* chaque année. Une remarque de méthode devient nécessaire : les statistiques disponibles, publiées soit par la Banque des Règlements Internationaux, soit par d'autres institutions internationales, excluent l'or soviétique, chinois et des démocraties populaires européennes sur lesquels elles sont mal informées. De ce fait, elles ajoutent à l'or extrait dans les pays capitalistes ou liés au capitalisme, l'or offert par les pays socialistes sur les

marchés européens. En ce référant aux publications de la B.R.I. l'on peut établir le tableau suivant résumant l'offre et la production d'or depuis 1929 :

Tableau 2. — Production et offre annuelles d'or 1929-1966 (en millions de dollars, au cours de 35 \$ l'once d'or).

| | 1929 | 1940 | 1953 | 1960 | 1961 | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 |
|-----------------------|------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Production d'or | 650 (1) | 1 295 | 845 | 1 175 | 1 215 | 1 295 | 1 356 | 1 405 | 1 440 | 1 440 |
| Vente de l'URSS ... | | | | 200 | 300 | 200 | 550 | 450 | 550 | — |
| Total | | | | 1 375 | 1 515 | 1 495 | 1 906 | 1 855 | 1 990 | 1 440 |

(1) Calculée au prix officiel de \$ 20,67 l'once de fin en vigueur à l'époque, la production d'or s'élevait à \$ 385 millions en 1929. En retenant ce même cours, et en utilisant les statistiques réunies par R. NURKSE dans « L'Expérience Monétaire Internationale », S.D.N. 1944, l'on obtient une valeur globale pour la production d'or de 1914 de quelques 448 millions de dollars (dollars d'avant la dévaluation de 1934).

Ce tableau met en relief *deux phénomènes* dont l'importance n'est plus discutée : d'une part la tendance à la baisse de l'or nouvellement offert sur les marchés occidentaux ; cette baisse s'explique par la relative stagnation de la production d'or et l'aléa qu'a créé l'offre instable d'or soviétique ; d'autre part, l'importance que tend à prendre dans les *prévisions* occidentales l'apport d'or russe lorsque la production nette globale plafonne ; il a suffi en 1966 que l'U.R.S.S. s'abstienne de vendre du métal pour que l'offre globale baisse sensiblement sur les marchés occidentaux. L'on se souvient que les ventes russes d'or sont étroitement fonction des besoins internes de l'U.R.S.S., et notamment des importations alimentaires ; un redressement des récoltes arrête les achats extérieurs, et partant, les ventes d'or ; c'est ce qui s'est passé en 1966.

La tendance au plafonnement de la *production* annuelle d'or ressort nettement du tableau suivant qui regroupe les principaux pays producteurs de métal :

Tableau 3. — Production annuelle d'or des principaux pays producteurs.

| Pays | 1929 | 1940 | 1946 | 1953 | 1961 | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 |
|--|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | poûds, en milliers d'onces de fin | | | | | | | | | |
| Afrique du Sud | 10 412 | 14 046 | 11 927 | 11 941 | 22 946 | 25 506 | 27 432 | 29 137 | 30 540 | 30 869 |
| Canada | 1 928 | 5 333 | 2 849 | 4 056 | 4 474 | 4 158 | 3 972 | 3 799 | 3 587 | 3 274 |
| Etats-Unis | 2 059 | 4 870 | 1 575 | 1 958 | 1 548 | 1 543 | 1 427 | 1 410 | 1 705 | 1 790 |
| Australie | 427 | 1 644 | 824 | 1 075 | 1 076 | 1 069 | 1 024 | 966 | 875 | 905 |
| Ghana | 208 | 886 | 586 | 731 | 834 | 888 | 921 | 863 | 755 | 684 |
| Rhodésie du Sud | 561 | 826 | 545 | 501 | 570 | 555 | 566 | 575 | ? | ? |
| Japon | 335 | 867 | 40 | 258 | 379 | 421 | 433 | 460 | 519 | 555 |
| Philippines | 163 | 1 121 | 1 | 481 | 424 | 423 | 376 | 425 | 436 | 445 |
| Colombie | 137 | 632 | 437 | 437 | 401 | 397 | 325 | 350 | 319 | 280 |
| Mexique | 655 | 883 | 421 | 474 | 269 | 237 | 238 | 212 | 216 | 212 |
| Total | 16 885 | 31 108 | 19 205 | 21 912 | 32 921 | 35 197 | 36 714 | 38 197 | 38 955 | 39 014 |
| Autres pays (1) | 1 715 | 5 892 | 2 495 | 2 188 | 1 779 | 1 803 | 1 886 | 1 903 | 2 145 | 2 086 |
| Evaluation de la production mondiale (1) | 18 600 | 37 000 | 21 700 | 24 100 | 34 700 | 37 000 | 38 600 | 40 100 | 41 100 | 41 100 |
| en millions de dollars E-U. | | | | | | | | | | |
| Valeur approximative de la production mondiale sur la base de \$ 35 l'once fin | 650 (2) | 1 295 | 760 | 845 | 1 215 | 1 295 | 1 350 | 1 400 | 1 440 | 1 440 |

(1) Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord.

(2) Calculée au prix officiel de \$ 20,67 l'once de fin en vigueur à l'époque, \$ 385 millions.

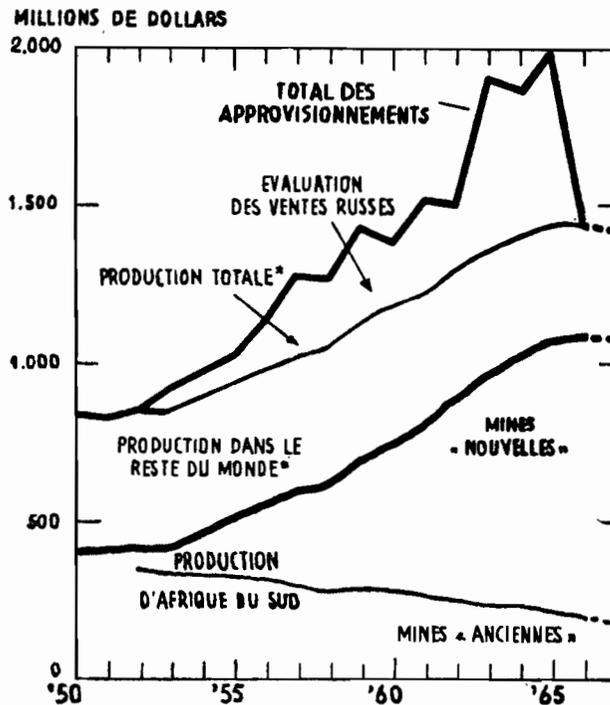
(Source : Rapports B.R.I.).

Dans une perspective pluri-décennale, l'exceptionnelle progression de l'extraction en *Afrique du Sud* a largement compensé la baisse intervenue depuis 1953 dans les autres grands pays producteurs, surtout aux Etats-Unis, au Canada, en Australie, en Colombie et au Mexique.

Dans une perspective plus courte, et surtout dans une vision prospective, la production d'or pose un problème nouveau. La croissance de la production sud-africaine se ralentit d'année en année : d'un taux de croissance de 14 % en 1959, elle est passée à 8 % en 1963, à 6 % en 1964, à 5 % en 1965 et à 2 % en 1966 ; l'on s'attend à un plafonnement vers 1970. Cette évolution s'explique par la baisse sensible des rendements dans les anciennes mines sud-africaines et le ralentissement de la croissance dans les nouvelles mines de l'Orange Free State découvertes en 1938 et mises en exploitation à partir de 1953.

Le *graphique* suivant, établi par la First National City Bank, souligne cette évolution et regroupe schématiquement l'ensemble des données relatives à la production du métal-or :

Graphique 1



EVALUATION DES APPROVISIONNEMENTS D'OR
 * A l'exclusion de l'U.R.S.S., des autres pays de l'Europe de l'Est, de la Chine Continentale, etc.
 Source : Bulletin, First National City Bank, janvier 1968.

Il est intéressant de rappeler également la production-or des pays de la zone franc. Le tableau suivant retient les principaux pays producteurs :

Tableau 4. — Production-or de la zone Franc (évaluation en kilos).

| | 1938 | 1955 | 1956 |
|------------------|-------|-------|-------|
| Maroc | | 133 | 8 |
| Guyane | 1 227 | 262 | 181,4 |
| A.O.F. | 3 954 | 7 | 13,5 |
| Cameroun | 483 | 17,3 | 14,4 |
| A.E.F. | 1 240 | 1 448 | 1 266 |
| Madagascar | 428 | 33,4 | 27,8 |

Source : J. LEPIDI, l'Or, PUF, 1958.

Selon les études publiées, la production aurifère dans la zone franc n'aurait pas dépassé le stade des techniques élémentaires. L'on sait cependant que certains pays africains disposent d'importantes possibilités, l'or le plus souvent n'étant pas d'origine alluvionnaire mais d'origine filonienne. Les graviers aurifères seraient abondants sous les couches, épaisses de 4 à 15 mètres, de sol latéritique.

Les conclusions de l'étude de l'offre, il convient de le rappeler, découlent des hypothèses initiales du maintien de la technologie actuelle et de stabilité du prix de l'or fixé depuis 1934 à 35 dollars l'once de fin. Les menaces de déséquilibre deviennent évidentes lorsque l'on oppose à l'offre stagnante une demande en rapide croissance.

2) L'insatiable demande d'or

La demande d'or répond à trois objectifs généraux : la thésaurisation, la transformation par l'industrie et l'orfèvrerie, enfin la constitution des encaisses-or des banques centrales nationales. L'or, absorbé longtemps par les Trésors royaux, puis par les banques, a pris une importance exceptionnelle depuis le début du XIX^e siècle. Les utilisations industrielles connaissent un bond identique depuis 1850. La thésaurisation, de son côté, en croissance régulière sur longue période enregistre des fluctuations courtes souvent très prononcées qu'explique la conjoncture politique et économique. Le tableau 5 ci-contre donne une estimation approximative des utilisations de l'or depuis 1413.

Depuis 1955, l'évolution a pris une allure qui, maintenue sur 13 ans, inquiète de plus en plus les autorités monétaires nationales et internationales. La *demande privée* d'or à des fins de thésaurisation et d'utilisation industrielle s'est rapidement gonflée. En 1966, pour la première fois la demande privée d'or s'est élevée à 1,5 milliard de dollars et a,

de ce fait absorbé l'ensemble de la production d'or de l'année. La *demande publique* d'or destiné aux réserves des Banques Centrales, en faible croissance depuis 1955, a connu pour la première fois en 1966 un déclin absolu : les réserves d'or des Banques Centrales baissèrent de 95 millions de dollars. Une telle situation n'est pas sans danger lorsque l'on sait que le système monétaire international, pour fonctionner correctement, exige une augmentation continue des encaisses-or officielles. Cette évolution, par ailleurs, réanime les controverses relatives au prix officiel du métal.

Tableau 5.

| | 1413 à 1849 (437 ans) | 1850 à 1933 (84 ans) | 1934 à 1957 (24 ans) (1) | 1958 à 1965 (8 ans) |
|---|-----------------------------|----------------------------|--------------------------------|---------------------------|
| Production cumulée évaluée en milliards de dollars, à 35 \$ l'once d'or | 5,2 | 39,6 | 63,1 | 75,7 |
| Utilisation cumulée en milliards de dollars : | | | | |
| Usages monétaires .. | 1,8 | 20,3 | 39,6 | 44,1 |
| Usages industriels .. | 2,6 | 11,2 | 14,8 | 17,6 |
| Thésaurisation | 0,8 | 8,1 | 8,7 | 14 |

Source : J. DAUTUN : La Relève de l'or, Paris 1966.

- (1) Après 1933 les statistiques publiées ne tiennent plus compte de la production soviétique d'or, et depuis 1944, elles excluent l'or des Démocraties populaires européennes et de la Chine. L'on retient par contre les ventes d'or de ces pays sur les marchés occidentaux.

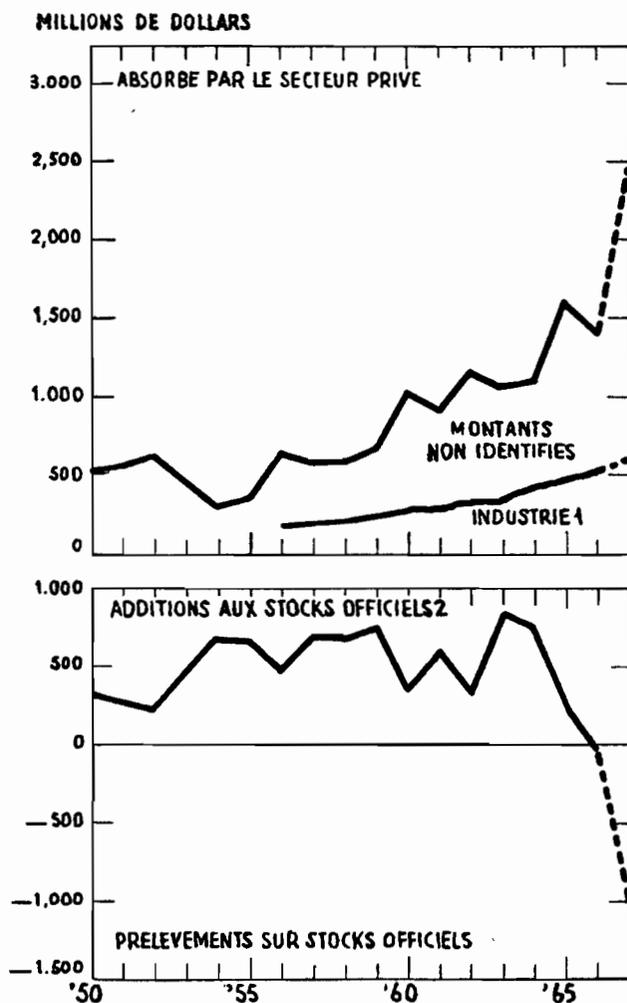
Tableau et graphique suivants retracent l'évolution des deux composantes majeures de la demande privée d'or :

Tableau 6. — Utilisation privée d'or depuis 1955 (en millions de dollars)

| Année | Utilisation industrielle | Thésaurisation (évaluation approximative) | Totale des utilisations privées | Production d'or sans les ventes russes |
|------------|--------------------------|---|---------------------------------|--|
| 1955 | 200 | 175 | 375 | 940 |
| 1956 | 215 | → 425 | 640 | |
| 1957 | 235 | 405 | 640 | |
| 1958 | 255 | 335 | 590 | |
| 1959 | 280 | 400 | 680 | |
| 1960 | 305 | → 760 | 1 065 | 1 175 |
| 1961 | 335 | 580 | 915 | 1 215 |
| 1962 | 365 | → 790 | 1 155 | 1 295 |
| 1963 | 400 | 655 | 1 055 | 1 355 |
| 1964 | 420 | 705 | 1 125 | 1 405 |
| 1965 | 450 | → 1 150 | 1 600 | 1 440 |

Source : J. DAUTUN, op. cit., et Rapports de la B.R.I.

Graphique 2. — Evolution des utilisations privées de l'or.



EVALUATION DES UTILISATIONS DE L'OR*

* A l'exclusion de l'U.R.S.S., etc. (1) Chiffres communiqués par les Etats-Unis et les autres pays industriels. (2) Non compris pour 1965, \$ 150 millions, et pour 1966, \$ 75 millions qui auraient été achetés par la Chine communiste. Ces montants n'ont pas été retenus pour le tracé de la partie supérieure du graphique.

NOTE : Les chiffres retenus pour 1967 ont été établis d'après les variations enregistrées dans le stock mondial d'or monétaire au cours des trois premiers trimestres et d'après le chiffre d'affaires connu du marché international de l'or pour le quatrième trimestre.

Source : Bulletin First National City Bank, janvier 1968.

Les deux composantes majeures de la *demande privée d'or* ne relèvent pas des mêmes facteurs et n'expriment pas les mêmes comportements. La demande à *usage industriel* et pour la joaillerie varie en fonction du revenu ; elle suit, en ce sens, les lois statistiques d'Engel et figure dans les biens de luxe. La croissance des revenus dans les pays industriels et le maintien de l'or à son prix de 1934 rendent le métal accessible à une masse croissante d'acheteurs. La demande de *thésaurisation* subit d'autres influences ; elle répond à la fois au souci de sécurité et au calcul spéculatif. Elle réagit brutalement aux incertitudes politiques et économiques. Citons les six dernières vagues que relèvent les statistiques : une première vague de thésaurisation s'est déclenchée en 1951 à la suite de la guerre de Corée et de l'inflation de guerre ; une seconde vague coïncide en 1956 avec le conflit de Suez ; une troisième vague en 1960 répond à la crise du dollar, évidente pour la première fois cette année là ; la quatrième vague date de 1962 et débute avec la crise de Cuba et l'assassinat de J. Kennedy ; la cinquième vague (1965) et la sixième vague (1967) coïncident avec la crise du sterling. L'on retrouve l'idée que l'or joue, durant les périodes d'incertitude ou de crise, le rôle de substitut aux monnaies-clés et de valeur-refuge. Cependant, à chaque rush sur le métal, le système monétaire international subit le contre-coup dans la mesure où ses liquidités normales se compromettent brusquement.

La thésaurisation porte non seulement sur des lingots (lingot minimal : 1 kg, soit 1.125,5 \$ ou 5.555,55 francs français), mais également sur des *pièces de monnaies d'or*. Les pièces les plus couramment négociées sont les suivantes :

Tableau 7

| Pièces | Poids brut en gr | Poids d'or fin en gr |
|--------------------------------|------------------|----------------------|
| 20 F Français (Napoléon) | 6,45 | 5,80 |
| 20 F Union Latine | 6,45 | 5,80 |
| 1 livre-or (Souverain) | 7,98 | 7,32 |
| 10 dollars Etats-Unis | 16,71 | 15,04 |
| 10 marks allemands | 3,98 | 3,58 |
| 20 Kroner de Scandinavie | 8,96 | 8,06 |
| 10 Gulden (Hollandais) | 6,72 | 6,05 |
| 50 Pesos Mexicains | 41,66 | 37,50 |

Source : F. BAUDHUIN : Les Placements, Paris 1967.

La frappe des pièces d'or « anciennes » est assurée par les Banques Centrales. C'est ainsi que la Banque de France fournit le marché de l'or en pièces de 20 francs dites « napoléon ». Depuis 1963, l'on assiste à une vive reprise de la frappe de pièces par les Instituts d'Emission qui entendent profiter de la prime, c'est-à-dire de l'écart de prix entre le cours officiel de 35 dollars et le cours de marché de la pièce frappée. La pièce fait prime quand elle est très demandée : en 1966 par exemple, le Napoléon faisait à Paris une prime de 50 % par rapport au cours de parité, la pièce de 20 marks atteignait une prime de 90 % sur les marchés allemands. La prime constitue un bénéfice de frappe pour les Banques Centrales.

La demande publique d'or, destinée à grossir les encaisses officielles des Banques d'Emission, peut être considérée comme une demande résiduelle. Depuis 1934, la Federal Reserve Bank américaine fournit à tout demandeur l'or au prix fixe de 35 dollars l'once. La demande privée trouve donc moyen de se satisfaire au prix courant. L'or non acquis par les industries et les particuliers est acheté par les Banques d'Emission. L'or des Banques Centrales répondait jadis à deux impératifs : couvrir pour une fraction donnée la circulation monétaire intérieure, assurer pour une certaine durée les règlements commerciaux et financiers extérieurs. La règle de la couverture-or de la monnaie nationale a disparu presque partout.

Aux Etats-Unis même le taux de couverture a été sensiblement diminué : une loi de 1945 l'avait réduit de 40 % (par rapport aux billets) à 25 % ; l'on parle depuis 1965 de sa suppression pure et simple. L'or par contre, venant d'un excédent de la Balance des Paiements fait contrepartie (et non couverture) à une fraction souvent importante de la monnaie nationale. Nulle part les monnaies internes ne sont demeurées convertibles en métal. La réserve-or officielle répond ainsi de nos jours essentiellement aux exigences du commerce extérieur et aux impératifs de l'indépendance politique.

En période d'incertitude, les Banques Centrales convertissent une fraction croissante des devises étrangères qu'elles détiennent en métal-or. C'est le cas, depuis 1960, des Banques d'Emission européennes qui vendent le dollar contre de l'or, ou demandent à la Banque Fédérale américaine de rembourser en métal-or la monnaie-scripturale libellée en dollars et détenue par les Banques européennes. C'est à ce niveau que se situe le marché des euro-dollars qui freine précisément la conversion des dollars en métal (1).

Le graphique 2 placé en tête de cette analyse évalue les variations annuelles du stock d'or officiel. Le tableau 8 ci-après, établi selon les données de la B.R.I., indique à la fois la valeur globale des stocks nationaux d'or monétaire et les variations du stock global d'or officiel :

(1) cf. article précédent sur les Marchés d'Euro-devises.

Tableau 8. — Encaisses-or officielles (= or monétaire)

| Pays ou Zone | Montant disponible en millions dollars E.U., en fin d'année | |
|--|--|---------------|
| | 1965 | 1966 |
| Etats-Unis | 13 806 | 13 235 |
| Canada | 1 151 | 1 045 |
| Europe Occidentale | 22 464 | 22 835 |
| dont Allemagne | (4 410) | (4 290) |
| Belgique-Luxembourg | (1 558) | (1 525) |
| France | (4 706) | (5 240) |
| Grande-Bretagne | (2 265) | (1 940) |
| Italie | (2 404) | (2 415) |
| Pays-Bas | (1 756) | (1 730) |
| Suisse | (3 042) | (2 840) |
| Républiques d'Amérique Latine | 1 054 | 985 |
| Asie | 1 716 | 1 690 |
| Afrique | 718 | 880 |
| dont Afrique du Sud | (425) | (640) |
| Autres pays | 249 | 250 |
| FMI | 2 138 | 2 650 |
| Autres organismes internationaux | 9 | 10 |
| Total général | 43 305 | 43 205 |
| Variation par rapport à l'année précédente | + 240 | — 95 |

Source : Rapports annuels de la B.R.I.

Ces statistiques relèvent un *double mouvement* de très grand intérêt. D'une part, elles fournissent une évaluation de la variation globale du stock d'or officiel de toutes les Banques Centrales faisant des déclarations ; c'est ainsi que l'on constate en 1966 une baisse de 95 millions de dollars des réserves officielles.

D'autre part, une autre modification paraît à travers ces chiffres, qui concerne les *stocks nationaux* d'or monétaire. L'on note ainsi que le stock officiel d'or monétaire des Etats-Unis, qui était de quelques 24,8 milliards de dollars en août 1949, diminue et touche 13 milliards en 1966. Au terme de la loi américaine de 1945, 10 milliards environ doivent être conservés en couverture du papier-monnaie émis par la Fédéral Réserve. La marge restante de 3 milliards s'avère trop exigüe et pose dès maintenant les problèmes de la suppression du taux de couverture, de la valeur du dollar et du prix de l'or. La faiblesse du stock d'or anglais traduit les difficultés monétaires de ce pays et annonce la dévaluation de novembre 1967. En 1966, l'Europe a reconstitué son stock d'or monétaire, au détriment des Etats-Unis qui avaient attiré après 1937 l'or des pays en guerre.

Divers *problèmes* paraissent à travers les statistiques que nous avons regroupées. Dans l'immédiat, celui de la stabilité des devises-clés majeures que sont le sterling et le dollar. A moyen terme, celui des besoins d'or monétaire pour répondre aux règlements internationaux et au commerce mondial. De toute manière se pose le problème du système monétaire international lorsque ses deux piliers de soutien faiblissent : les devises-clés d'un côté, l'offre d'or monétaire d'un autre. Jean DAUTUN a essayé dans une *analyse prospective*, d'évaluer les besoins d'or monétaire et les disponibilités en métal pour les 15 ans à venir. Son étude s'appuie sur l'hypothèse de ventes d'or russe chiffrées à 320 millions de dollars par année, et sur celle de la stabilité à un niveau moyen de la thésaurisation privée (500 millions par année). Il suppose, bien entendu, l'absence de toute crise économique ou politique de quelque ampleur. Les résultats de ses évaluations se retrouvent dans le tableau suivant :

Tableau 9. — Or monétaire disponible et besoins de réserves
(en millions de dollars)

| | | 1966 | 1970 | 1975 | 1980 |
|--|--------------------|--------------------|-------|--------------------|-------|
| Production | | 1 465 | 1 525 | 1 600 | 1 685 |
| Ventes d'or russe | | 320 | 320 | 320 | 320 |
| Usages industriels | | 470 | 560 | 700 | 870 |
| Thésaurisation | | 500 | 500 | 500 | 500 |
| Consommation privée | | 970 | 1 060 | 1 200 | 1 370 |
| Or monétaire | | 815 | 785 | 720 | 635 |
| Stock d'or monétaire | 1966-1970 : 45 000 | 1971-1975 : 49 200 | | 1976-1980 : 52 900 | |
| Besoins de réserves | 79 000 | 90 000 | | 101 000 | |
| Besoins monétaires non couverts en stabilisant les réserves-devises à leur niveau actuel de 23 Mr \$ | 4 600 | 11 400 | | 18 200 | |

J. DAUTUN conclut à une insuffisance des réserves internationales (or et devises) de quelque 18,2 milliards de dollars vers 1980 et cela dans la meilleure des hypothèses. Force est de reconnaître dès maintenant que les hypothèses initiales relatives à l'or sont trop optimistes. Les ventes soviétiques n'ont pas eu lieu en 1966 et la demande privée a largement dépassé les estimations. L'on peut admettre que le problème de l'insuffisance des réserves-or sera plus aiguë que ne le pensait l'auteur, dans l'hypothèse, bien entendu, du maintien de l'actuel système monétaire international. Dans ce cas, par ailleurs, les réserves en devises

accuseraient, elles aussi, une insuffisance croissante, car rien ne permet d'augmenter sensiblement les dollars et les sterlings aujourd'hui déjà de plus en plus contestés. Le système lui-même se trouve en question. De surcroît, dans tous ces calculs l'on n'a pas tenu compte des besoins croissants de liquidités courtes émanant des pays en voie de développement.

L'impact immédiat des distorsions entre offre et demande de métal-or s'établirait au niveau du prix, si ce dernier était libre. C'est là que nous rencontrons un ensemble de contraintes et de stratégies internationales donnant au problème de l'or une dimension nouvelle. L'or n'est ni un bien strictement national, ni un bien nationalisable dans un monde de libre convertibilité des monnaies et de relative liberté des capitaux. Par maints aspects, le problème de l'or figure aujourd'hui parmi les problèmes internationaux les plus aigus.

L'OR DANS LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Contrairement aux monnaies-papier, l'or représente le bien pour lequel tous les pays manifestent une égale considération. S'il n'existe pas de marché mondial de l'or, une étroite interdépendance lie entre eux les divers marchés nationaux. Sous quelques réserves, l'on peut considérer le marché de l'or de Londres comme étant le plus international des divers marchés nationaux de métal précieux. Dans cette perspective internationale, le problème du prix de l'or prend toute son importance qui n'est plus minimisée par personne.

De concert avec les devises-clés, l'or constitue une partie importante des réserves internationales ; mais l'on doit s'interroger de plus en plus sur la façon dont, à l'intérieur des réserves actuelles, cohabitent or et devises. Ce mode de coexistence exerce ses effets sur le marché de l'or ; l'on rencontre, en réaction, une série de mesures visant à raffermir ou à stabiliser ce marché.

C'est alors qu'autour de l'or se tissent des stratégies internationales cherchant, soit à consolider la position du métal, soit à préparer sa lente disparition au profit des devises-clés ou d'une monnaie scripturale internationale.

1) Le prix de l'or et l'équilibre du marché international du métal

Les marchés de l'or subissent une double contrainte. Il se trouvent sous l'étroit contrôle régulateur des Banques Centrales nationales qui interviennent pour tenir le cours dans des limites précises.

Cependant, de telles interventions ne résulte pas un cours mondial de l'or. C'est là que l'on rencontre la deuxième contrainte, la plus importante : celle de la Trésorerie américaine. Le 30 janvier 1934, F.D. ROOSEVELT avait dévalué le dollar américain de quelques 41 % et fixé la valeur de l'once d'or (31 grammes) à 35 dollars (cours précédent, environ 20 dollars). Depuis 1934, la Trésorerie américaine achète et vend aux diverses banques centrales du monde l'once d'or à 35 dollars. De ce fait, les divers marchés nationaux de l'or, sur lesquels agissent précisément les Banques Centrales, peuvent être approvisionnés au cours officiel fixé par la Trésorerie américaine. En fait, ces marchés nationaux connaissent des conjonctures et parfois des réglementations particulières, tant et si bien que le cours de l'or oscille sur ces marchés autour de la parité de 35 dollars. Par ailleurs, les préférences des acheteurs ne sont pas identiques sur tous les marchés et certaines pièces ayant la côte sont plus fortement demandées. Le cours de ces pièces montent alors par rapport à la parité officielle : l'on dit que la pièce en question fait prime. C'est le cas du Napoléon sur le marché français.

Que serait le prix de l'or si le marché était réellement libre ? L'on n'en sait rien, sinon qu'il serait sensiblement supérieur à 35 dollars l'once de fin.

L'analyse du prix de l'or dans les structures actuelles doit distinguer deux processus dont la comparaison s'avère fort éclairante.

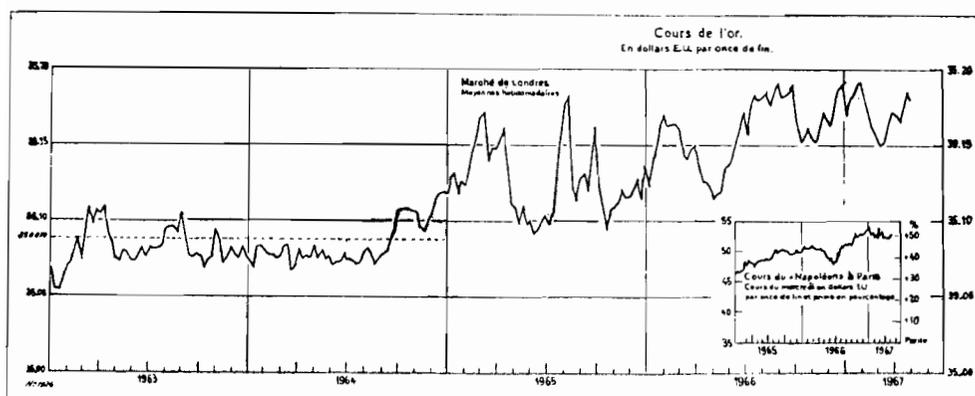
D'une part, l'évolution de ce prix sur le marché de l'or de Londres (marché le plus important de l'Occident) : Banque d'Angleterre et Trésorerie Américaine interviennent pour maintenir le cours au voisinage de la parité officielle (35 dollars). Ce marché, étroit quant aux participants, se limite à 5 établissements financiers spécialisés dont, en tête, la Banque Rothschild. Une réunion quotidienne fixe le prix du jour du métal. C'est à ce prix que la demande peut être satisfaite. Deux processus régulateurs se manifestent sur le marché lui-même : d'une part, la Banque d'Angleterre tient le prix entre des limites précises par ses opérations alternatives d'achat et de vente de métal ; d'autre part, en raison de l'offre permanente d'or à 35 dollars l'once de la Trésorerie américaine, les Banques Centrales étrangères achètent à New-York chaque fois que le cours de Londres dépasse la parité augmentée des frais de transport ; des arbitrages sont réalisables entre New York et Londres lorsque l'écart des cours rend l'opération fructueuse.

De ce fait, le marché londonien connaît, en temps normaux, une relative stabilité. Le cours n'enregistre, hormis les moments de rush sur l'or, que de faibles fluctuations. Fait significatif, ces oscillations qui se faisaient vers 1963 au voisinage de la parité se sont éloignées de celle-ci ; le cours net s'est, depuis l'automne 1964, progressivement relevé jusqu'à 35,20 dollars, et cela malgré les interventions officielles continues. C'est là une tendance significative qui traduit de graves tensions sur un marché fortement contrôlé (cf. graphique 3).

Mais d'autre part, d'utiles indications complémentaires viennent du marché de l'or de Paris. Certes, ce marché traduit les comportements spécifiques des acquéreurs nationaux. Cependant, la libre convertibilité des monnaies et l'intervention de la Banque de France insèrent ce marché dans la conjoncture mondiale. Or, depuis 1965, le métal, surtout la pièce la plus demandée, le Napoléon, connaît une poussée de prix portant le cours de l'once d'or de fin à 53,75 dollars le 31 décembre 1966, et à 54 dollars fin mai 1967. C'est là une indication précieuse sur la tendance du prix de l'or, même si l'on a quelques bonnes raisons pour hésiter dans l'évaluation du taux d'ajustement le plus réaliste.

Le graphique suivant, établi à partir des données de la B.R.I., précise l'évolution signalée :

Graphique 3. — Cours de l'or (Source : Rapport B.R.I.)



Sommes-nous pour autant à la veille d'une réévaluation du prix de l'or ? Lors des récentes discussions monétaires deux thèses opposées ont été soutenues :

La première thèse, formulée par des Européens, des Sud-Africains, des Russes suggère le relèvement du prix de l'or, c'est-à-dire l'abandon de la parité officielle de 35 dollars l'once. Ces auteurs veulent trouver dans leur thèse une solution à la rareté de l'or, à la fois par la réévaluation des encaisses existantes et par le stimulant apporté à l'extraction de métal nouveau. L'on parle peu du taux requis de réévaluation. Seul J. RUEFF qui se base sur la perte de pouvoir d'achat de l'or depuis 1934 (environ 50 %), avance un chiffre et pense qu'un doublement du cours serait nécessaire.

A cette thèse s'oppose la doctrine américaine, et, officiellement du moins, celle des gouverneurs des Banques Centrales européennes. Une réévaluation de l'or, pour les Américains, signifierait à la fois une perte de prestige grave du dollar et une moindre importance de leur monnaie dans les transactions internationales. De surcroît craignent-ils un enrichissement indû des pays détenteurs d'importantes encaisses, et notamment des Soviétiques. C'est dans une perspective de défense du dollar que des universitaires américains ont avancé la thèse d'une baisse du prix de l'or. La Trésorerie américaine, conseillent-ils, devrait vendre l'or à sa parité actuelle, mais l'acheter à un cours en diminution régulière. L'on sanctionnerait ainsi les pays qui ont manifesté leur méfiance à l'égard du dollar, tout en consolidant sérieusement ce dernier. Or, une telle décision préparant une dévaluation du métal, n'est réalisable qu'avec l'appui de toutes les Banques Centrales et présuppose par ailleurs une situation saine de la Balance des Paiements américaine. La thèse paraît peu réaliste dans la conjoncture politico-économique actuelle.

Ces deux thèses contradictoires, traduisant des intérêts nationaux opposés, ne sont guère faites pour rassurer sur l'avenir du système monétaire international. Par ailleurs, l'indécision actuelle n'apporte pas de solution au problème de la pénurie croissante de métal ni à l'insuffisance certaine des réserves-or officielles, actuelles et futures. Une modification du prix de l'or n'est pas nécessairement à exclure des possibilités. Cependant, rien ne peut être dit ni sur le moment (importance des facteurs politiques internes), ni sur le taux (importance des tensions alors manifestes sur les marchés monétaires mondiaux). Par ailleurs, il convient de tenir compte des effets d'une modification du prix de l'or sur le système international actuel.

2) Les stratégies de l'or et le système monétaire international

L'ambiguïté du système monétaire international contemporain résulte du fait que nous ne sommes plus ni en régime d'étalon-or, ni en régime d'étalon de change-or. Sous le Gold-standard, l'or bénéficiait d'une position dominante indiscutée ; les opérations sur devises, notamment les traites ou les acceptations sur Londres ne constituaient qu'une solution financièrement plus avantageuse, dans certaines conditions, que les envois d'or. Sous le Gold-Exchange Standard, théoriquement du moins, les monnaies de standing international demeuraient à tout moment convertibles en métal et donnaient, de ce fait, aux Banques Centrales qui les conservaient les mêmes assurances que l'or lui-même. L'or se situe au centre de ces deux grands régimes monétaires.

Ces dernières années, nous aurions passé, pensent d'éminents financiers, d'un système de Dollar-Standard à un autre dominé par une pluralité de monnaies-clés, le « Key-Currency system ». Le dollar-standard aurait prévalu jusque vers 1958. Les Banques Centrales, à côté

de l'or, augmentaient leurs réserves en dollars, sans tenir à la conversion en métal de ces derniers. Le dollar paraissant solide, il valait mieux disposer d'avoirs scripturaux en devises convertibles générateurs de revenus que de stocks d'or stériles.

Le retour à la convertibilité générale des monnaies européennes, la consolidation des économies industrielles de l'Europe de l'Ouest et l'apparition d'excédents de Balance de paiements dans quelques-uns de ces pays firent apparaître quelques nouvelles monnaies comme désirables et sûres, dignes de figurer dans les encaisses-devises des Banques Centrales. Un *modus vivendi* semblait ainsi souhaitable entre devises-clés traditionnelles, essentiellement le dollar, et les nouvelles monnaies de réserve. Bien entendu, ne fallait-il pas sous-estimer les difficultés qui naissent de la pluralité de centres financiers internationaux après le long règne d'une devise mondiale unique, que ce fut le sterling jusqu'en 1940 ou le dollar après 1945. Mais des arrangements interbancaires étaient réalisables, susceptibles de donner une assise satisfaisante au Key-Currency system.

Sans discuter pour le moment du réalisme d'un tel système, notons que l'or se serait trouvé progressivement relégué à l'arrière-plan. Des devises, valant certificat d'or et convertibles en métal (sur demande des Banques Centrales), se seraient substituées à l'encaisse-or comme jadis la monnaie fiduciaire interne s'est substituée à la pièce. Encore, les conditions de la substitution et les autorités à leur origine rendent-elles fragile cette comparaison trop souvent utilisée ! Rien de plus vrai cependant, si l'univers économique était approximativement unifié et si une Banque centrale mondiale se trouvait à l'origine des émissions de monnaie-clé. L'or pourrait alors disparaître des relations financières internationales. C'était, à peu de choses près, l'avenir que traçait KEYNES en 1944 lors des débats de Bretton-Woods.

Or, le moins que nous puissions dire aujourd'hui, c'est que jusqu'à présent nous avons manqué la construction d'un Key Currency system viable. De nouvelles monnaies-clés sont apparues certes, mais au même moment les anciennes devises-clés, sterling et dollar, ont multiplié leurs accès de faiblesse. L'admission de nouvelles monnaies-clés a rendu manifeste l'instabilité croissante des anciennes. Y a-t-il lien de cause à effet ? Peut-être ! En fait, la situation s'avère plus compliquée : les anciennes monnaies-clés chancellent dans l'exacte mesure où les garanties métalliques à leur base se sont réduites à leur minimum. Dès lors, le risque ne devient-il pas croissant de voir l'une ou l'autre de ces devises, soit se dévaluer, soit devenir inconvertible en métal ? Le maintien des déficits de Balance des paiements en Angleterre et aux Etats-Unis se trouve à l'origine d'un flux de devises à couverture métallique décroissante. Tôt ou tard un redressement s'imposera : Londres a dû dévaluer en novembre 1967 et New York annonce pour 1968 de sérieuses limitations aux sorties de capitaux. Par ailleurs, la totalité du déficit des paiements américains en 1965 et en 1966 a dû être réglée en métal-or, et à la limite,

par des emprunts américains au F.M.I., tant s'est accrue la méfiance des pays créanciers. Loin de s'orienter vers un système à monnaies-clés multiples intégrées, comme on s'y attendait, ne voit-on pas les Banques Centrales se rapprocher à nouveau de l'or et convertir des volumes croissants de devises en métal, ce qui, d'ailleurs, ne peut qu'ajouter à l'instabilité de celles-ci.

Un regard sur les tableaux et les graphiques des réserves internationales confirme cette évolution récente :

Tableau 10. — **Pourcentage de l'or dans le total des Réserves Internationales (1950-1963)**

(fin de périodes : décembre de chaque année)

| | 1950 | 1957 | 1960 | 1962 | 1963 |
|-------------------------|------|------|------|------|-------|
| | Déc. | Déc. | Déc. | Déc. | Sept. |
| Suisse | 93 % | 90 % | 94 % | 93 % | 93 % |
| Royaume-Uni | 88 | 68 | 87 | 92 | 92 |
| Union Sud-Africaine ... | 41 | 75 | 73 | 82 | 88 |
| Pays-bas | 57 | 74 | 83 | 91 | 85 |
| Belgique | 74 | 80 | 82 | 84 | 78 |
| France | 84 | 90 | 79 | 72 | 70 |
| Italie | 43 | 33 | 72 | 65 | 67 |
| Portugal | 39 | 61 | 70 | 59 | 63 |
| Allemagne | 0 | 50 | 44 | 57 | 55 |
| Espagne | n.d. | 95 | 30 | 43 | 53 |
| Autriche | 55 | 20 | 42 | 43 | 43 |
| Canada | 33 | 60 | 48 | 28 | 30 |
| Suède | 31 | 46 | 35 | 24 | 24 |
| Japon | n.d. | 4 | 14 | 16 | 15* |

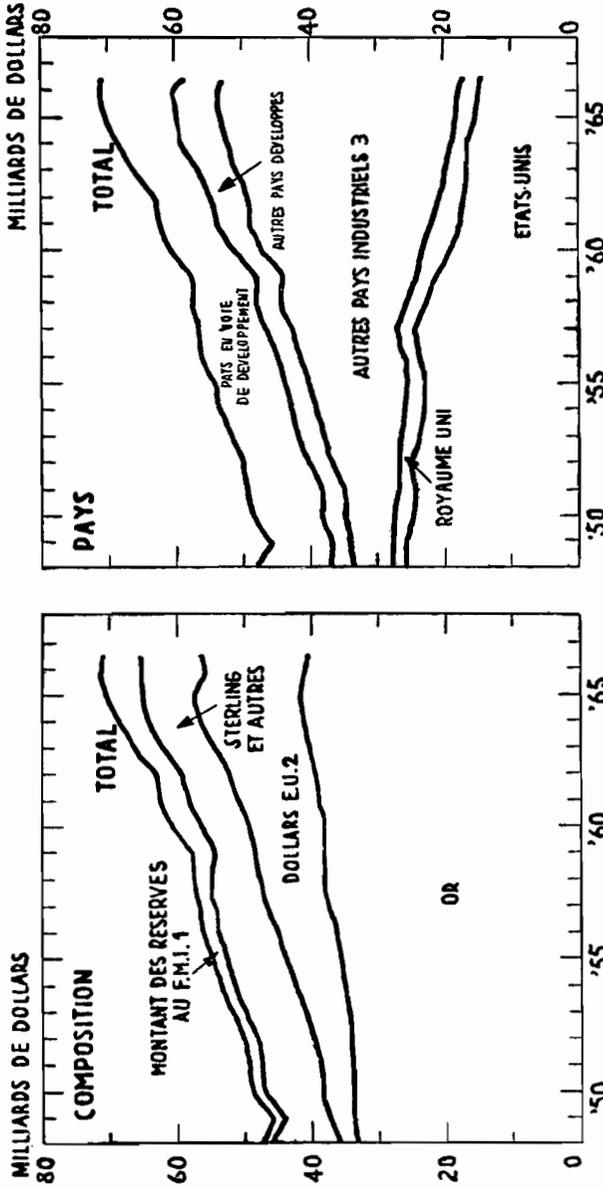
* Juin 1963. n.d. — non disponible.
Observation : les pays sont classés en fonction de l'importance relative de la partie or dans le total de leurs réserves en septembre 1963.
Source : ces chiffres sont tirés des informations contenues dans les *International Financial Statistics*.

Tableau 11. — **L'or en pourcentage du total des réserves en septembre 1966.**

| | |
|---------------------------|--|
| Plus de 90 pour cent | Etats-Unis, Suisse. |
| 80-90 pour cent | France, Afrique du Sud, Pays-Bas. |
| 70-80 pour cent | Belgique, Espagne. |
| 60-70 pour cent | Rép. Féd. d'Allemagne, Italie, Venezuela, Royaume-Uni, Portugal. |
| 40-60 pour cent | Autriche, Canada. |
| 20-40 pour cent | Inde, Mexique, Suède, Danemark. |
| 1-20 pour cent | Japon, Australie, Norvège. |

Source : id. janvier 1967.

Graphique 4. — Graphiques de l'évolution des réserves monétaires officielles.



RÉSERVES MONÉTAIRES DES GOUVERNEMENTS ET DES BANQUES CENTRALES *

(en fin d'année, sauf pour les chiffres de 1967 qui sont ceux de juin)

* A l'exclusion de l'U.R.S.S., des autres pays de l'Europe de l'Est, de la République Populaire de Chine, etc. (2) Y compris les obligations spéciales non négociables du Trésor, vendues aux banques centrales et aux gouvernements étrangers, les certificats de dépôt à terme à échéance de plus d'un an, et divers engagements mineurs et non négociables, des US détenus par des agences officielles étrangères. (1) Montants qui peuvent être tirés d'une façon « essentiellement automatique » sur le FMI et qui correspondent aux tranches or des pays membres, plus les montants nets de leurs devises vendues par le Fonds à d'autres pays membres plus les en cours de prêts au Fonds. (3) Autriche, Belgique, Canada, Danemark, France, République fédérale d'Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Norvège, Suède, Suisse : Autres pays européens, Australie, Nouvelle Zélande et Afrique du Sud.

Source : First National City Bank, novembre 1967.

Les Banques Centrales se retournent vers l'or en un moment où la thésaurisation privée (certainement pour les mêmes raisons) et l'industrie de précision augmentent leurs acquisitions de métal. L'or nouvellement extrait suffit de moins en moins aux besoins, et l'année 1966 a vu l'or nouveau disparaître intégralement dans les avoirs privés. Le marché de l'or subit des tensions que traduit mal le prix officiel étroitement contrôlé, mais que trahit le prix du métal sur les marchés de Paris et de Francfort. Si nous retrouvons par ce biais le problème du prix du métal-précieux, les autorités monétaires, pour l'instant du moins, entendent réagir à un autre niveau : non pas sur le prix, mais sur les flux d'offres et de demandes d'or sur les marchés stratégiques, en l'occurrence sur le marché de Londres.

Afin de réduire les fortes pressions sur le marché de l'or (c'est-à-dire la constante demande de conversion ou de vente de dollars et de sterlings, contre du métal), les autorités monétaires, sous influence américaine, ont mis en application une série de mesures de défense. Il est demandé aux Banques Centrales de réduire leurs conversions, et pression est faite par la Trésorerie américaine sur les pays dépendants pour obtenir une augmentation des réserves-dollars. Le marché des euro-dollars est activé, facilitant la circulation de ces avoirs et retardant ou empêchant leur conversion en or. Des certificats d'or sont mis en circulation par les Etats-Unis afin de consolider la dette flottante extérieure en obtenant des souscriptions à moyen terme en obligations des Etats-U.S.

Depuis 1964, les Etats-Unis multiplient leurs tirages sur le F.M.I., empruntant des monnaies européennes leur permettant de régler les Banques Centrales européennes sans que celles-ci obtiennent en contrepartie des créances convertibles en or auprès du Trésor américain. Dans son message de Nouvel An (1968) L. Johnson a annoncé la suppression prochaine de la couverture-métal donnée jusque-là à la circulation monétaire interne ; presque 10 milliards de dollars-or deviendraient disponibles (1). Cette décision, selon certains, risque d'avoir des effets fâcheux sur le plan interne, dans la mesure où l'expansion monétaire nationale ne se heurte plus à la ratio de couverture métallique. Le dollar pourrait, de ce fait, subir une plus rapide érosion interne, et cela n'encouragerait en rien les Banques Centrales à le stocker.

Enfin, mesure d'envergure, un Pool d'or, créé en 1961 par les Banques d'Emission des principaux pays industriels, intervient en permanence sur le marché de l'or londonien, offrant le métal au cours officiel et maintenant dans toute la mesure du possible (et des réserves

(1) En réalité, cette somme ne sera pas disponible en raison des exigences militaires du Pentagone (réserves-or de sécurité).

disponibles) les cotations actuelles de l'or, du dollar et du sterling (2). Ces diverses mesures donnent une idée approximative de la fragilité du système, surtout lorsqu'on se rappelle que le commerce de l'or monétaire n'est libre ni aux Etats-Unis, ni en Grande-Bretagne, et qu'en avril 1966 une loi britannique est allée jusqu'à interdire « la fabrication et la vente de médailles, médaillons, plaquettes, pièces frappées depuis 1837, etc... en métal-or ». L'on parle en ce début de 1968 de mesures nouvelles devant éloigner du marché de l'or les demandes spéculatives. En bref, plus que jamais, l'or passe pour un bien ardemment demandé. Est-ce la conséquence d'un simple fléchissement (il est vrai, à répétition) des devises-clés traditionnelles ? Il ne le semble pas, puisque ce fléchissement lui-même n'est que symptôme et conséquence.

En fait, le problème de l'or demeure étroitement solidaire de la situation monétaire internationale. Les crises monétaires qui se répètent depuis 1960, et surtout la récente dévaluation du sterling (novembre 1967) suivie d'un rush sur l'or et d'une quasi-panique autour du dollar, prouvent à l'évidence que le système actuel est entré dans sa phase de plus grande instabilité. Des monnaies nationales, dollar et sterling, deviennent monnaies-clés grâce au maintien sur longue durée de déficits de balances de paiements ; le maintien de tels déficits, paradoxalement, mine la position internationale des monnaies qu'il multiplie et rend ces monnaies de moins en moins aptes à assurer leur fonction internationale dans le maintien de leur parité. La dévaluation d'une devise-clé ébranle gravement l'édifice international en infligeant des pertes aux Banques Centrales détentrices de devises dévaluées. En 1931, la dévaluation de la livre sterling a sonné le glas du système monétaire international de Gold Exchange ; en 1967, la nouvelle dévaluation de la Livre ébranle le « Key Currency System » basé sur le sterling et le dollar. L'or redevient le noyau solide et menace de réduire l'ensemble du système à la dimension du métal disponible, réévalué ou non.

La course au métal touche même le métal-argent dont l'offre, en 1966, évaluée à 268 millions d'onze de fin, affronte une demande estimée à 464 millions (elle était de 723 millions en 1965 pour une offre globale de 321 millions). Depuis le 18 mai 1967, le Trésor américain dont le

(2) Depuis la rédaction de cet article des événements importants sont intervenus, qui confirment les grandes lignes de notre étude. Le Pool de l'Or a été supprimé le 17 mars 1968, devant le rush de conversion et l'amenuisement trop rapide des réserves-métal disponibles. De ce fait, un double marché de l'or s'est installé, l'un ouvert aux particuliers et qui n'est plus approvisionné par les autorités monétaires, l'autre comprenant les négociations entre Banques Centrales et portant sur les conversions en or des devises-clés. Certains spécialistes se demandent s'il ne s'agit pas là d'un premier pas vers l'inconvertibilité du dollar et des mesures plus profondes. Le 30 mars, lors d'une conférence tenue à Stockholm, un accord a été signé (refusé par la France) qui prévoit la création de droits de tirages spéciaux sur le F.M.I. destinés à se substituer progressivement à l'or. Cette nouvelle formule de replâtrage a été imposée par les Etats-Unis inquiets de la récente évolution sur les marchés de l'or. (M.R. - Mai 1968).

stock-argent est tombé de 2.100 millions d'onces en 1958, à 500 millions en 1967, a suspendu toutes les ventes de ce métal et interdit la fonte, la transformation et l'exportation de pièces en argent (exceptionnellement l'argent peut être vendu « à des entreprises nationales de bonne foi qui utilisent l'argent à des fins industrielles » !). L'actuel stock-argent américain couvre tout juste le montant des certificats d'argent mis en circulation par le Trésor. La tension chronique du marché de l'or s'est ainsi transmise au marché de l'argent, les deux métaux redevenant en période de crise valeurs-substituts et biens-refuges.

Tels sont quelques symptômes de troubles plus profonds. La réalité sans fard, c'est que le système économique (et non seulement monétaire) international se trouve sur une pente glissante. D'où d'ailleurs les dérapages périodiques des mécanismes monétaires. Les Etats-Unis ont le privilège de représenter sur cette fin du XX^e siècle la première puissance économique du monde ; le malheur veut que ce pays, ou plutôt ses dirigeants, ne soient pas à la hauteur d'une tâche planétaire. En 1944, les Etats-Unis ont imposé au monde un système monétaire, que depuis ils respectent quand il leur apporte avantages et puissance, mais qu'ils tournent sans scrupule quand il ne les sert pas.

La réalité, c'est que la puissance qui domine l'actuel système économique et monétaire international se sert de ces rouages pour imposer sa suprématie et son empire. Voilà les raisons majeures du craquement que nous percevons et de l'affolement des indicateurs monétaires. Depuis 1961, les Etats-Unis maintiennent volontairement leur balance globale des paiements en grave déficit tout en se donnant de larges excédents en balance commerciale. En fait, le déficit trouve son origine dans les dépenses d'investissement, de prestige et de puissance à l'étranger. Le déficit global, de 3,5 milliards en 1962 ; 3,2 en 1963 ; 3 en 1964 ; probablement de 4 ou de plus en 1967, et cela malgré l'exceptionnel camouflage statistique, souligne que les Etats-Unis vivent largement au-dessus de leurs possibilités.

Selon le système élaboré à Bretton-Woods en 1944, les pays détenteurs de ces dollars scripturaux devraient pouvoir les convertir à vue en or ; les Etats-Unis, de leur côté, ne devraient pas gêner ce processus mais en tirer la leçon qu'impose le système : réduire le déficit, redresser la balance globale, équilibrer les comptes extérieurs. C'est là le mécanisme rééquilibrant intégré au système et que les Etats-Unis, par le truchement du F.M.I., imposent à tous les pays demandeurs de crédits internationaux. A tous, sauf à eux-mêmes ! Au contraire, les Etats-Unis exigent maintenant de leurs partenaires commerciaux de ne pas convertir en or leurs dollars et soutiennent les circuits de l'euro-dollar, ce qui leur permet d'investir à l'étranger en payant en une monnaie qu'ils créent à discrétion, et de maintenir leurs dépenses impériales.

En somme, le système se trouve faussé au point de devenir inique à l'extrême, le riche et le puissant faisant financer ses opérations de

puissance et sa mainmise sur les économies étrangères par ces pays eux-mêmes. « La dure réalité, comme disent les financiers de New York, c'est que ce système ne peut se maintenir longtemps » ; son hypothèse de base, une domination économique et politique mondiale de la part des Etats-Unis, n'est pas encore réalisée, ni prévisible dans l'immédiat. Le mirage se dissipe : les Banques Centrales étrangères saturées de dollars en demandent la conversion progressive en or. Atteinte au dollar ? tout simplement défense des économies nationales menacées et revendication d'un système international équitable. Dans l'incertitude, Banques Centrales et particuliers accroissent leurs réserves d'or.

Le malheur pour l'actuel système monétaire international, c'est qu'il se trouve attaqué des deux bords. Ou bien, il se maintient tel quel, et l'expansion des dollars sape, par son propre mouvement, les bases mêmes d'un système de convertibilité-or ; avant d'atteindre ce point critique, les Banques Centrales auront rejeté une masse croissante de dollars. Ou bien, volontairement ou sous la pression des créanciers, les Etats-Unis réduisent et éliminent leurs déficits extérieurs ; mais alors disparaît une source de création de monnaie-clé. Dans les deux cas, les réserves-devises sont menacées dans leur croissance, et cette menace donne tout son prestige, et plus qu'il n'en faut, au métal-or. C'est en s'appuyant sur une telle analyse que l'on peut craindre pour les années 1975-1980 une insuffisance de réserves internationales.

Savoir s'il convient alors de réévaluer le métal, de replâtrer passagèrement le système à l'aide d'arrangements interbancaires, d'accorder une place de choix aux devises-clés européennes (mais les pays européens consentiront-ils à des déficits de balance créateurs de liquidités ? et sur quelle période sans remettre en cause le système ?) ou de créer une monnaie internationale rattachée à l'or ou basée sur des matières premières (mais qui la créera et avec quelles garanties de bon usage ?) conduit à une analyse plus approfondie du système international, de ses défauts et des possibilités de réforme. C'est là un problème important, mais qui dépasse en ampleur celui du métal-or.

Rien ne semble donc menacer l'or dans son rôle de vedette nationale et internationale. Les demandes de métal, sujettes à fluctuations certes, se renforcent face à une offre globale qui manque d'élasticité. Depuis peu, la Chine populaire et quelques démocraties de l'Est se portent acquéreurs de métal sur le marché de Londres. Voilà qui pourrait à moyen terme compenser les éventuelles ventes soviétiques !

Le prix de l'or n'est en rien, pour le moment du moins, un prix d'équilibre. Les deux thèses en présence, de probabilité inégale, dévaluer l'or, dévaluer le dollar, vont dans des sens diamétralement opposés ; ce qui ne favorise en rien la consolidation du système actuel, puisque les deux admettent, implicitement, une modification du prix du métal. Plus profondément, l'or est devenu l'enjeu de stratégies internationales

dans le cadre d'un oligopole des grands. Des compromis s'ébaucheront inévitablement, ne serait-ce que pour sauver la barque dans laquelle se joue la partie. La seule prévision que l'on puisse faire dès maintenant, c'est que l'or ne risque guère de sortir amoindri de la conjoncture mondiale et des controverses théoriques actuelles.

Tananarive, janvier 1968.

BIBLIOGRAPHIE SOMMAIRE

- Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux.
- Bulletin mensuel de la First National City Bank (New York).
- J. SHANNON : *Internatio liquidity : A study in the functions of Gold*, Chicago 1966.
- J. DAUTUN : *La relève de l'or*, Edit. du Seuil, Paris 1966.
- Chroniques d'actualités S.E.D.E.I.S.
- R. MOSSÉ : *Les problèmes monétaires internationaux*, Edit. Payot, Paris 1967.