

Observatoire Français des Conjonctures Économiques. 69, quai d'Orsay, 75007 Paris - Tél. : (1) 45.55.95.12

N° 52 - Mercredi 24 février 1988

AUX NOSTALGIQUES DE L'ÉTALON-OR

Depuis plus de quinze ans les cours de toutes les grandes monnaies fluctuent sur les marchés des changes agités par des déséquilibres commerciaux ou des bourrasques financières. Les effets de ces mouvements, souvent désordonnés, sont enfin reconnus pervers⁽¹⁾. L'idée progresse qu'il conviendrait d'imaginer et de mettre en œuvre un système monétaire international assurant une stabilité des cours grâce à des automatismes et des sanctions⁽²⁾.

Par automatismes on entend des mécanismes mis en jeu indépendamment de toute intervention volontaire des autorités monétaires, qui rétabliraient le cours du change à son niveau antérieur dès qu'il s'en écarterait ; par sanctions ce qui obligerait les gouvernants à agir si les automatismes se révélaient impuissants. Cette ambition ravive le souvenir et donne à certains la nostalgie d'époques où, l'or servant d'étalon monétaire aux pays développés, les changes entre ces pays ont été fixes, plus ou moins durablement.

Est-il aujourd'hui possible d'agir en remontant le temps ?

Avant 1914 des monnaies d'or

Avant 1914 l'or formait la substance de pièces qui circulaient en tant que moyens de paiement, parallèlement à des billets et à un peu de monnaie scripturale. Le poids d'or de ces pièces servait à définir l'unité monétaire et le nombre d'unités correspondant à chaque pièce était inscrit sur l'une de ses faces. Les billets étaient convertibles en pièces d'or auprès des banques émettrices. La frappe de pièces d'or, faite obligatoirement à l'Hôtel des monnaies, était à l'initiative des particuliers. L'importation et l'exportation d'or étaient libres.

⁽¹⁾ Cf. J.-M. Jeanneney : *La danse maléfique des grandes monnaies* - Lettre de l'OFCE n° 2 de février 1983 et : *A la recherche d'un nouveau système monétaire international* - Lettre de l'OFCE n° 6 de juin 1983.

⁽²⁾ L'expression est d'Edouard Balladur dans un article intitulé « Restaurer le système monétaire » publié dans le numéro du *Monde* daté du 20 janvier 1988.

⁽³⁾ A moins que l'on ne recoure à des unités de compte distinctes des moyens de paiement, comme cela avait été le cas en France sous l'ancien régime. Ce système avait été à juste titre abandonné en raison à la fois de sa complexité et des incertitudes qui en résultaient quant à la valeur réelle des créances.

⁽⁴⁾ La parité métallique des monnaies de deux pays était le rapport entre le poids d'or correspondant à chacune d'elles qui déterminait la valeur de chaque unité par rapport à l'autre.

⁽⁵⁾ Pour toutes ces données de fait cf. Jean-Marcel Jeanneney et Elizabeth Barbier-Jeanneney « *Les économies occidentales du XIX^e siècle à nos jours* ». Presses de la Fondation nationale des sciences politiques. Tome 1. Diagrammes, planche V 1 à 6 et VII 23 à 28.

Ce système assurait la pérennité de la définition métallique de la monnaie, car, pour modifier celle-ci, on aurait dû retirer toutes les pièces de la circulation et les refondre en leur donnant un poids différent par unité monétaire⁽³⁾. D'autre part il maintenait automatiquement, grâce à des mouvements d'or, le cours des changes à proximité de la parité métallique des monnaies échangées⁽⁴⁾. Car dès que ce cours s'en écartait de plus de 1 ou 2 %, des arbitragistes avaient avantage à prélever de l'or dans le pays dont la monnaie était légèrement dépréciée et à le transporter dans le pays à monnaie quelque peu appréciée pour l'y faire frapper en pièces ou l'échanger contre des billets à la banque d'émission de ce pays. Par ce circuit de paiement, extérieur au marché des changes, ils rééquilibraient celui-ci en y réduisant l'offre de la monnaie faible et la demande de l'autre. Mais si le déséquilibre auquel cet automatisme faisait face s'était prolongé trop longtemps, le pays à monnaie faible aurait finalement perdu tout son or et le mécanisme aurait été brisé.

Selon une théorie classique un second automatisme entrerait en jeu, qui devait éviter cela. Les transferts d'or, en réduisant la masse monétaire dans le pays à monnaie faible et en l'augmentant dans le pays à monnaie forte devait, pensait-on, amenuiser dans celui-là les revenus et faire baisser les prix, les élever dans celui-ci, ce qui, en modifiant leurs balances commerciales, tendait à rééquilibrer les paiements donnant lieu à opérations de change entre eux.

Bien que les mouvements internationaux d'or monétaire aient été en ces temps-là d'assez grande ampleur, on peut douter que la stabilité séculaire des cours des changes ait été due principalement à ce second mécanisme. Certes en France lorsque après la guerre de 1870-1871 la balance des paiements courants fut en déficit, il y eut pendant une dizaine d'années très peu de frappes de pièces d'or, l'encaisse or de la Banque de France diminua et la circulation de billets stagna. Et pendant ce temps le déficit de la balance commerciale se réduisit en effet, rétablissant l'équilibre de la balance des paiements courants. Lorsque à l'inverse, de 1904 à 1913, les frappes de pièces d'or furent abondantes et l'augmentation de l'encaisse or de la Banque de France forte, ce qui éleva rapidement le montant des billets en circulation, la balance commerciale, qui était équilibrée en 1905, devint largement déficitaire. Mais à l'encontre de la théorie on observe que de 1889 à 1904 le déficit de la balance commerciale avait continué à se réduire, bien que les frappes de pièces d'or aient été nombreuses et que l'encaisse or de la Banque de France et les billets en circulation aient crû respectivement de 49 et 42 %. De même aux États-Unis les années 1873 à 1882 et les années 1893 à 1911, pendant lesquelles le nombre des pièces d'or frappées a été particulièrement élevé, sont celles où est apparu néanmoins, puis réapparu un excédent commercial rendant la balance des paiements courants positive. Au Royaume-Uni de 1850 à 1900 les forts excédents de la balance des paiements courants ne s'accompagnaient d'aucun accroissement de l'encaisse or de la Banque d'Angleterre, ni du volume des billets⁽⁵⁾.

Plus qu'à des ajustements des balances commerciales provoquées par des entrées et sorties d'or, la stabilité des changes a été due à des mouvements de capitaux. Toute sortie de capitaux flottants tendait à faire monter les taux d'intérêt au jour le jour et, par là même, à inverser le flux de ces capitaux. Ce mécanisme était renforcé par l'action volontaire des banques centrales, maniant leur taux officiel d'escompte pour s'opposer à des pertes d'or excessives parce qu'elles auraient risqué de faire douter de leur capacité à assurer la convertibilité de leurs billets et de provoquer une panique, destructrice du système. Non moins essentiels étaient les mouvements de capitaux à long terme, consistant en investissements ou en prêts obligataires faits à l'étranger par les ressortissants des pays dont la balance des paiements courants était fortement et durablement excédentaire. Ils s'opéraient spontanément, à l'instigation de banques privées, selon les occasions d'investir plus ou moins fructueusement ou les différences des taux d'intérêt d'un pays à l'autre. Les banques d'émission ne pouvaient influencer directement ces taux longs, qui dépendaient des capacités d'épargne et des risques courus ici ou là.

Cependant l'existence de pièces d'or en circulation n'était pas à cet égard indifférente. Elle était propice à la réalisation de prêts internationaux à taux relativement bas, qui irriguaient l'économie mondiale, car si les prêteurs les consentaient volontiers, c'est que le libellé et le règlement des créances étaient en des monnaies s'identifiant indissolublement à l'or, dont l'histoire attestait la constance du pouvoir d'achat à long terme⁽⁶⁾. D'autre part les gouvernants, conscients de l'attachement que riches et pauvres portaient à l'or, donc soucieux de conserver dans leur pays une circulation de pièces d'or, étaient, sinon obligés, du moins fortement incités à ne pas les faire fuir par des politiques budgétaires qui eussent réduit l'épargne nationale ou inquiété les prêteurs étrangers.

Quoi qu'il en fût, le bon fonctionnement du système reposait autant sur le rôle propre de la livre sterling que sur celui de l'or. Elle constituait la principale monnaie de règlement de créances internationales, la place de Londres finançant une très large part du commerce mondial par des prêts à court terme, qui venaient combler les déséquilibres momentanés des marchés des changes avant même que des mouvements d'or interviennent. Cette place financière le pouvait non seulement parce qu'elle recevait d'amples dépôts étrangers grâce à une remarquable organisation façonnée au long des ans et à la réputation de ses banques commerciales, mais parce que la balance des paiements anglaise était toujours en large excédent, ce qui lui permettait d'assurer de larges financements. La valeur-or incontestée de la livre constituait le fondement de cette activité, mais c'est la livre et non l'or qui en était l'instrument.

Puis des étalons-or imparfaits

Les pièces d'or disparurent de la circulation pendant la première guerre mondiale. Désormais les unités monétaires demeurèrent définies au moins théoriquement par un poids d'or jusqu'en 1976, mais les billets et monnaies scripturales ne furent convertibles en or, exclusivement sous forme de lingot, qu'en certaines années et à certaines conditions, différentes selon les pays.

Entre les deux guerres mondiales la convertibilité, lorsqu'elle existait, donnait aux particuliers le droit d'échanger de la monnaie fiduciaire contre des lingots d'or auprès des banques centrales à un prix officiel. Cette modalité de l'étalon-or assurait bien à chaque instant le maintien des cours des changes à la parité métallique, mieux même qu'au temps où circulaient des pièces d'or, les arbitragistes n'ayant plus à prendre en compte des frais de frappe. De plus quand les sorties ou entrées d'or étaient provoquées par des déficits ou excédents des balances

⁽⁶⁾ En dépit de quelques fluctuations les prix à la consommation furent en France exactement au même niveau de 1900 à 1910 que de 1855 à 1865, au Royaume-Uni en 1911 et 1912 qu'en 1852 et 1853, aux États-Unis, malgré l'intermède inflationniste de la guerre de Sécession, de 1902 à 1905 qu'en 1852.

des paiements courants, il se pouvait qu'en contractant ou en gonflant les masses monétaires et en faisant s'élever ou baisser les taux d'intérêt, elles contribuent au retour d'un équilibre durable de cette balance. Mais l'absence de pièces d'or en circulation permettait aux États de changer à volonté la définition de leur monnaie en poids d'or, ce que tous firent une ou plusieurs fois. Cette possibilité introduisait une faille dans le système. Les banques centrales ont souvent vu leurs réserves d'or augmenter ou diminuer beaucoup, mais rarement par l'effet d'excédents ou de déficits des balances des paiements à combler, bien plus souvent par celui d'allées et venues de capitaux spéculatifs, attirés ou repoussés par la croyance en des changements prochains de l'équivalence en or de certaines monnaies. Loin d'être régulateurs ces mouvements étaient déstabilisateurs. L'étalon-or se trouva dévoyé.

Après la seconde guerre mondiale le système monétaire convenu en 1946 à la conférence de Bretton-Woods maintenait le principe d'une définition en or des monnaies, qui devait être autant que possible fixe ; mais il ne reconnaissait plus qu'aux banques centrales le droit de demander la conversion en or de leurs créances à vue. Les devises qu'une banque centrale acquérait à l'étranger lui procurant des intérêts, elle avait avantage à ne jamais transformer ces avoirs en or. Si elle le faisait néanmoins ce retrait n'avait aucun effet certain sur les masses monétaires des pays concernés, car toute proportion légale entre l'encaisse or des banques d'émission et leurs engagements à vue avait été abolie. Aucun automatisme régulateur ne jouait donc.

Cependant les banques centrales avaient l'obligation d'empêcher leur monnaie de se déprécier par rapport à leur définition en or en puisant dans leurs ressources d'or ou de devises pour intervenir sur le marché des changes. Mais si les réserves d'un pays étaient proches de l'épuisement et s'il ne voulait ou ne pouvait les reconstituer en empruntant à l'étranger, ou encore s'il se refusait à les réduire au-delà d'un certain seuil, il était obligé d'agir. Il était contraint ou de dévaluer sa monnaie en modifiant sa définition, avec l'espoir que cela redresserait sa balance des paiements et inverserait les mouvements de capitaux, ou de recourir à un contrôle des changes, qui n'était qu'un palliatif, ou de la laisser flotter. Lorsque les États-Unis virent leurs réserves d'or tomber en 1971 à la moitié de ce qu'elles étaient en 1957, ils décidèrent en août de mettre fin à toute convertibilité du dollar en or. Ce fut la fin de ce pseudo étalon-or, à qui le dollar servait de pivot.

Que faire ?

Puisque l'étalon-or d'avant 1914 a assuré une fixité séculaire des cours des changes, mais qu'on ne peut, pour de multiples raisons, rétablir la circulation de pièces d'or dans le monde, et puisque les deux étalons-or abâtardis pratiqués ensuite se sont révélés impuissants à maintenir longtemps des taux de change stables, il serait vain d'espérer en une solution miraculeuse fondée sur un recours à l'or. Si donc l'on veut que la croissance de l'économie mondiale ne soit plus entravée par l'insécurité que provoquent des changes incertains, il n'est d'autre remède qu'institutionnel.

Il faut que les cours des monnaies entre elles aient été irrévocablement choisis et qu'une autorité monétaire internationale ait le pouvoir de recommander et au besoin d'imposer aux États adhérents et fidèles au système les disciplines monétaires et budgétaires nécessaires au maintien de ces cours. Ces disciplines devront être telles que spontanément des mouvements de capitaux privés non spéculatifs compensent les excédents et déficits des balances des paiements courants que justifient des degrés inégaux de développement des économies nationales ou des décalages conjoncturels momentanés. Ainsi seulement on pourra avoir une bonne chance qu'offres et demandes de devises s'équilibrent sur les marchés des changes à des cours fixes, non seulement jour après jour, mais à longueur de plusieurs décennies.

UNE CONJONCTURE A CONTRE-PIED

Etonnante, la période que nous vivons ! A peine un consensus s'ébauche-t-il pour qualifier en bien ou en mal la situation économique que les événements s'empressent de donner tort à la majorité. Le même scénario s'est reproduit quatre fois en deux ans à peine.

Début 1986 : le prix du pétrole s'effondre. Une fois la stupeur surmontée c'est l'euphorie. Douze ans après le premier choc pétrolier, ils sont encore nombreux, ceux qui voient dans celui-ci l'origine profonde de la léthargie des pays développés. Pour ceux-là, puisque la contrainte par excellence est levée, rien ne s'oppose plus à une forte reprise de l'activité. Le résultat pour la France est décevant : baisse des exportations, stagnation de la production industrielle. La seule chose qui augmente, c'est l'épargne.

Printemps 1987 : l'hiver a été rude, le moral des chefs d'entreprises s'en ressent. Les commerçants voient mourir la vague de consommation et se gonfler les stocks. Les industriels compriment les leurs et révisent en baisse leurs intentions d'investir. L'hypothèse d'une récession prochaine aux États-Unis n'est plus exclue, la croissance prévue en RFA pour 1987 retombe de 3 à 1,75 %. Vivant selon l'idée que la rigueur est plus grande en France que chez nos voisins, on y retient des chiffres de progression de PIB encore plus faibles, environ 1,5 %, soit une révision en baisse de plus d'un demi-point en six mois.

Et pourtant, la politique budgétaire appliquée en 1986 s'est avérée plutôt expansive dans la plupart des grands pays, sauf en Italie et au Japon, où elle a cependant été beaucoup moins serrée que prévu. Et pour 1987 les restrictions sont plus apparentes que réelles, si bien que le comportement des administrations des pays de l'OCDE peut être qualifié de neutre sur l'ensemble des deux années, alors que l'on pouvait encore craindre, à la fin de 1986, une ponction d'au moins 40 milliards de dollars. La France ne s'écarte guère de ce schéma moyen ; tout au plus peut-on la créditer d'un assainissement des finances publiques un peu plus volontariste que la moyenne, la réduction des déficits provenant pour partie de dépenses ralenties.

La croissance monétaire est elle-même bien supérieure aux attentes, dès 1986 aux États-Unis, au Royaume-Uni et en RFA, en ce début de 1987 au Japon, en France, en Italie et à nouveau au Royaume-Uni.

Les premiers marchés à répondre à cette aisance sont les marchés de valeurs mobilières qui s'emballent, mais aussi ceux des matières premières industrielles, celles tournées vers la

consommation d'abord (caoutchouc, textiles), celles destinées aux biens d'équipement ensuite (métaux). En France, comme à l'étranger, la reprise de la demande et de la production de biens intermédiaires est manifeste au deuxième trimestre, les stocks-amont cessent d'être jugés trop lourds.

Octobre 1987 : l'optimisme renaît un peu partout. La plupart des prévisions de croissance américaine sont repassées au-dessus de 3 %. La relance japonaise est enfin prise au sérieux. En RFA les autorités monétaires s'inquiètent des risques de reprise inflationniste. En France les industriels annoncent un redressement de la demande étrangère et en prévoient la poursuite. De fait les exportations repartent. Les ménages persistent à vouloir s'équiper et s'endettent avec enthousiasme. Les détaillants renoncent à réduire leurs commandes. La production industrielle s'établit à 3 % au-dessus du début de l'année. Une nette tendance à réduire le terme des placements, voire à désépargner, se confirme, alors même que les banques centrales cherchent à freiner la création monétaire. La hausse des taux d'intérêt à long terme entraîne à sa suite celle des taux courts. A court de liquidités, les marchés des actions s'effondrent. Cette fois l'optimisme s'est sabordé de lui-même.

Fin 1987 : le spectre de 1929 hante les esprits. L'amputation des patrimoines provoquée par la chute de la Bourse fait craindre une chute brutale des dépenses : baisse de consommation aux États-Unis et au Royaume-Uni, où les actions sont largement réparties, baisse des exportations en Europe dont les monnaies s'apprécient excessivement, inquiétudes partagées concernant l'investissement. Les prévisions pour 1988 sont revues en baisse : 2 % aux États-Unis et au Royaume-Uni, 1,5 % en RFA, entre 1 et 1,5 % en France.

De fait la confiance des consommateurs américains a fléchi en octobre-novembre, mais celle des Français a été peu affectée. Le climat général des affaires a chuté dans de nombreux pays. En France les perspectives de production et de demande étrangère ont abandonné toute idée de croissance. Le poids des stocks préoccupe à nouveau les commerçants. La gestion du budget et des comptes sociaux paraît plus problématique avec l'arrêt temporaire du programme de privatisation, les moins-values fiscales résultant du krach, et des rentrées de cotisations sociales qui s'annoncent difficiles si les salaires sont comprimés.

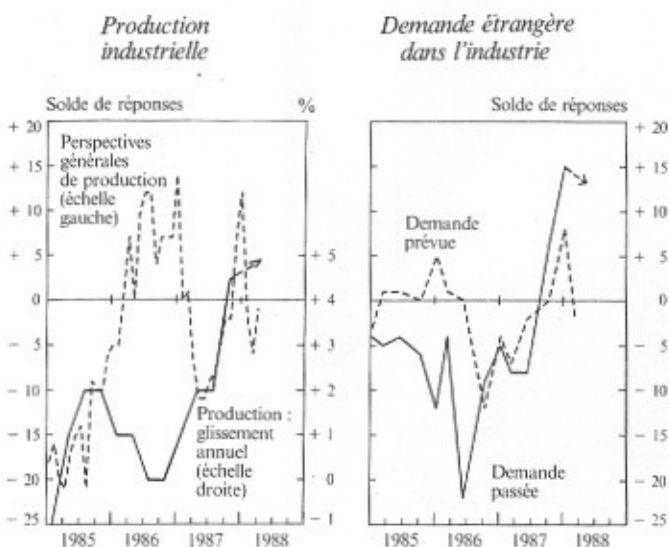
Les informations les plus récentes sur la marche de l'économie française se chargent aussitôt de démentir ces inquiétudes. Les projets d'investissement sont accrus pour 1988, les achats de matières premières et demi-produits se sont amplifiés. Les comptes des entreprises se sont encore améliorés et les trésoreries industrielles atteignent une aisance inconnue depuis... 25 ans ! La production industrielle a vraisemblablement été en fin d'année supérieure de plus de 5 % à celle d'il y a un an. La réduction des effectifs ayant été de 2 à 3 % sur la même période, il y a donc eu récemment de forts gains de productivité et des baisses absolues de coûts unitaires de main-d'œuvre. De quoi s'inquiète-t-on !

En février 1988 les bonnes nouvelles chassent les nuages. La détente des taux d'intérêt se confirme et les monnaies se calment. Grâce à quoi les Bourses se redressent. Il y a à nouveau dans l'air de quoi déstabiliser quiconque fait profession de pessimisme. Entre les craintes subjectives de tassement de l'activité et les réactions objectives que l'on peut attendre de la part d'entreprises prospères et manquant de capacités de production il n'y a pas à hésiter. Celles-ci vont effectivement investir plus et produire au moins autant au cours des prochains mois. Il est même possible qu'elles s'endettent auprès des banques. Pourvu que les taux d'intérêt ne remontent pas !

Philippe SIGOGNE

Directeur du département des diagnostics de l'OFCE

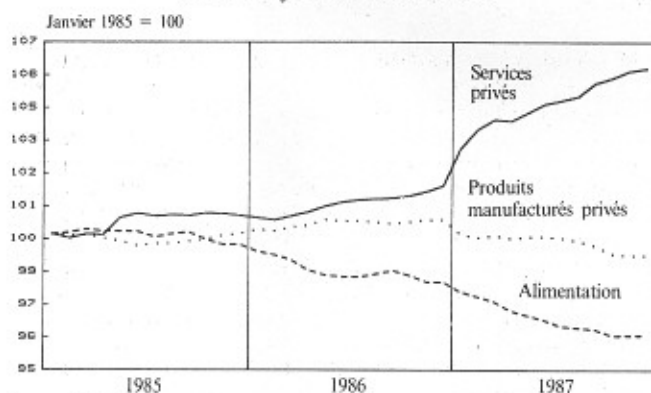
FRANCE



Source : INSEE

FRANCE

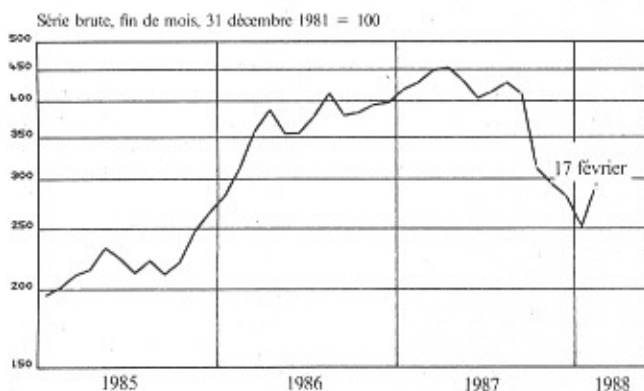
Prix relatifs à la consommation



Source : INSEE

Les prix de détail du secteur privé (hors énergie) ont augmenté de 3,4 % au cours de 1987. Par rapport à ceux-ci, comment ont évolué les prix relatifs ? Les prix des services privés, libérés en début d'année, ont crû plus rapidement (+ 7,8 % soit plus de 4 points au-delà de la tendance générale). En fin d'année ils semblent retrouver leur rythme usuel, plus rapide que l'ensemble des prix d'environ 1,5 point. Les hausses de prix des produits manufacturés se sont modérées (+ 2,7 % hors baisses de TVA). Elles pourraient à présent rester en deçà de l'indice général (d'environ 1 point par an) car la situation financière de l'industrie est excellente. Les prix alimentaires sont très sages depuis deux ans. Ici le meilleur est sans doute passé.

Bourse de Paris



Source : Compagnie des agents de change

La reprise de la Bourse depuis le début février tranche avec le mouvement observé depuis l'automne. L'indice CAC du 17 février était de 17 % supérieur à celui observé à la fin de janvier où il avait rejoint son niveau de la mi-décembre 1985. Avec janvier (- 10,5 %) la Bourse de Paris enregistrait son cinquième recul mensuel consécutif la situant à 45 % au-dessous du point haut de mars 1987. Le redressement de février, d'abord isolé, a, par la suite, accompagné la reprise des autres Bourses. Il a certes bénéficié d'anticipations à la baisse sur les taux d'intérêt, non entérinée par la Banque de France, mais il a surtout été dopé par la multiplication des opérations financières, plus attrayantes au niveau de cours actuels : concentrations, OPA...

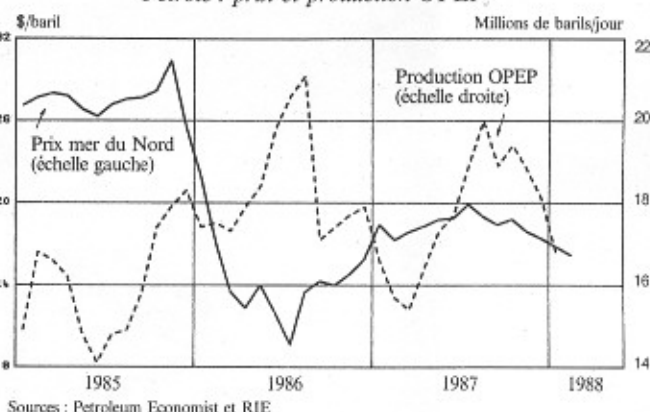
L'Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) de la Fondation Nationale des Sciences Politiques est chargé, sous la présidence de Jean-Marcel JEANNENEY, d'étudier, en toute indépendance, la conjoncture de l'économie française et son environnement extérieur.

Il publie une revue en janvier, avril, juillet et octobre et une lettre mensuelle le quatrième mercredi du mois, qui portent le même titre « Observations et Diagnostics Économiques » et sont éditées par les Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.

Dans la revue et la lettre les idées émises le sont librement par les économistes de l'OFCE. Elles peuvent s'opposer, le pluralisme des opinions étant un des principes de l'OFCE.

ÉTRANGER

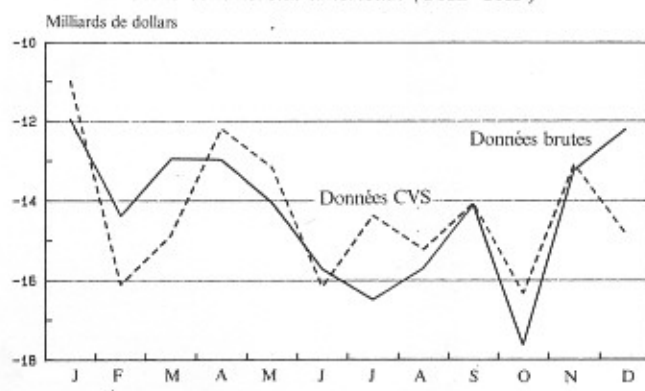
Pétrole : prix et production OPEP



Sources : Petroleum Economist et RIE

La production de pétrole brut de l'OPEP a poursuivi en janvier 1988 la baisse amorcée en décembre, revenant à 17 millions de barils par jour (mbj). Hors Irak la production de l'Organisation est ainsi tombée en-dessous du plafond reconduit par les douze pays en décembre (15,1 mbj). Cette baisse résulte pour moitié de la réduction du rythme d'extraction des Émirats Arabes Unis, qui produisaient le double de leur quota au second semestre 1987, et pour moitié des difficultés rencontrées par les autres producteurs du Golfe et le Nigeria pour écouler leur brut au prix officiel. Le prix du baril, qui avait perdu trois dollars entre la fin octobre et la mi-janvier, s'est stabilisé autour de 16 dollars au cours des quatre dernières semaines.

Solde commercial américain (FAB-CAF)



Sources : OCDE-PIE, estimations OFCE

Le déficit commercial américain de décembre 1987 s'est établi à 12,2 milliards de dollars, meilleur résultat depuis janvier. La prudence s'impose toutefois quant à l'interprétation à donner à ce chiffre brut. Corrigé des variations saisonnières, le déficit de décembre atteint 15 milliards, soit environ 2 milliards de plus qu'en novembre. Ce niveau est semblable à celui observé durant l'été ainsi qu'à celui de décembre 1986 (- 15,4). Les importations, stabilisées en données brutes à 37 milliards, auraient, en données CVS, augmenté de 8 % (après une baisse de 2 % en novembre). De même la croissance des exportations serait moins flatteuse en CVS, inférieure à 3 % contre 4,2 en données brutes.

Tarif d'abonnement 1988		Lettre 10 n°/an	Revue 4 n°/an	Revue et Lettre
Les demandes d'abonnement doivent être adressées à : OFCE 69, quai d'Orsay 75007 Paris avec un chèque bancaire ou postal à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications	Tarif normal (institutions/entreprises)	140 F	310 F	400 F
	Tarif réduit (particuliers)	70 F	200 F	240 F
	Prix du numéro	15 F	90 F	