

Qu'est-ce que l'étalon-or ?

Régulièrement, en particulier lors des périodes de désordres monétaires, l'attention du débat économique se porte sur l'étalon-or. Dans ce focus, nous nous proposons de revenir sur la définition et l'histoire de ce système monétaire, sur ses mécanismes de fonctionnement, puis d'énumérer les arguments en faveur et en défaveur d'un retour à ce régime monétaire.

Définition

L'étalon-or est un système monétaire dans lequel (1) l'unité monétaire est définie en référence à un poids fixe d'or et (2) chaque monnaie nationale est librement convertible en or. Pour garantir cette convertibilité, la quantité de monnaie émise par la banque centrale est strictement limitée par ses réserves d'or. Les règlements entre pays sont effectués en or. Comme chaque monnaie nationale est fixée en poids d'or, le taux de change entre deux monnaies est fixe, et égal au rapport entre les poids d'or respectifs.

Quelle est l'origine de ce système ? Pendant des centaines d'années, les métaux précieux comme l'or ou l'argent ont été utilisés comme moyen d'échange dans le commerce national et international. Ils avaient plusieurs propriétés désirables : ils étaient durables, transportables, rares et il était difficile de les falsifier car leurs caractéristiques physiques étaient bien connues et facilement vérifiables. Au XIX^e siècle, des billets échangeables contre de l'or ou de l'argent ont commencé à circuler. Ces billets étaient émis par des banques privées et leur valeur dépendait donc de la crédibilité de l'émetteur. En pratique, les billets émis n'étaient pas entièrement couverts par une quantité d'or ou d'argent équivalente, ce qui occasionnait des crises bancaires fréquentes. Les banques centrales ont été créées en partie pour résoudre ce problème. Les billets émis par les banques centrales étaient couverts en grande partie par des réserves métalliques.

Ce processus a mené à une organisation du système monétaire international centrée sur l'étalon-or. Celui-ci s'est mis en place dans les années 1870. Il a duré jusqu'au début de la première guerre mondiale avant d'être partiellement restauré dans l'entre-deux-guerres. L'étalon-or a été définitivement abandonné pendant la Grande Dépression des années 1930.

Fonctionnement du système

Dans le système d'étalon-or, l'évolution de la masse monétaire reflète celle du stock d'or. La quantité de monnaie disponible est donc indépendante du niveau de l'activité économique et du volume des transactions dans l'économie. À moyen terme, pour un montant donné de transactions, c'est donc le niveau général des prix qui s'ajuste quand la quantité d'or disponible varie. C'est l'inverse des politiques monétaires actuelles dans les grandes économies développées qui laissent au contraire varier la quantité de monnaie disponible pour assurer une stabilité des prix. Le fonctionnement idéal d'un système d'étalon-or suppose donc un degré très élevé de flexibilité des prix (et par conséquent des salaires nominaux).

Le système de l'étalon-or implique également des règles particulières dans l'organisation des paiements internationaux. Puisque chaque monnaie nationale est ancrée à l'or, les taux de change nominaux entre monnaies sont fixes et non ajustables. La politique monétaire est totalement assujettie au maintien de la parité avec l'or et à la défense du taux de change. À la différence du système mis en place à Bretton Woods, où les monnaies étaient ancrées au dollar, l'étalon-or est en principe un système monétaire international *symétrique* dans lequel aucune monnaie nationale ne joue un rôle particulier. Tous les pays et toutes les monnaies sont soumis à la même discipline.

Les paiements internationaux se traduisent *in fine* par des mouvements d'or d'un pays à l'autre. Quand un pays est, par exemple, en déficit (ou en excédent) de balance des paiements, il doit régler (ou être réglé) en or. Il enregistre des sorties (ou entrées) d'or. Par conséquent, la masse monétaire nationale se contracte (ou augmente). La masse monétaire est donc déterminée par la balance des paiements. Ceci constitue un mécanisme d'ajustement automatique des balances des paiements. Prenons le cas d'un pays qui enregistre un déficit. Ce déficit provoque une sortie d'or, donc une contraction de la masse monétaire. A son tour, cette contraction entraîne une baisse des prix nationaux. Avec des prix relatifs plus faibles par rapport au reste du monde, la compétitivité de l'économie se rétablit, ce qui ramène la balance des paiements à l'équilibre. Ce mécanisme d'ajustement a été décrit par David Hume dans son essai bien connu de 1752.

L'ajustement est en principe symétrique. En effet, les pays en excédent voient leurs prix augmenter et leur compétitivité diminuer alors que les pays en déficit suivent le chemin inverse. Dans la pratique, toutefois, cette symétrie n'est pas forcément respectée. Les pays en excédent ne sont pas contraints d'émettre de la monnaie et peuvent thésauriser l'or sans le monétiser, évitant ainsi la hausse des prix. Les États-Unis et la France, deux pays ayant un excédent de paiements courants, ont ainsi pu accumuler des stocks d'or importants dans l'entre-deux-guerres, tandis que les pays en déficit perdaient de l'or et étaient contraints de déflater leur économie lorsque leurs créanciers exigeaient le paiement en or.

■ L'abandon du système

L'étalon-or impose des disciplines très strictes. Il implique des taux de change fixes entre les monnaies et il suppose, pour bien fonctionner, une grande flexibilité des prix. Pendant la dépression des années 1930, il a été progressivement abandonné par les grandes économies. La sortie de l'étalon-or permettait en effet de stimuler l'économie en desserrant la contrainte monétaire et en dépréciant le taux de change. La dépréciation du change accentuait les difficultés économiques des pays restés ancrés à l'or, les incitant à quitter le système à leur tour.

La Grande-Bretagne qui avait réintroduit l'étalon-or avec la parité d'avant-guerre est notamment sortie du système en 1931 : peu compétitive au sortir de la première guerre mondiale, elle avait en effet subi des déficits de paiements courants jusqu'à ce que la perte de ses réserves d'or la force à abandonner la parité. Les États-Unis l'ont suivie en 1933.

Le système de l'étalon-or a été remplacé par celui de Bretton Woods après la seconde guerre mondiale. La parité avec l'or a été remplacée par une parité fixe mais ajustable avec le dollar, lequel était initialement convertible en or. L'autonomie des politiques monétaires a été permise par des restrictions aux mouvements de capitaux. Ce système a duré jusqu'en 1971 lorsque les États-Unis ont abandonné la parité avec l'or. Les grandes économies sont alors passées à un système de taux de change flottants.

■ Avantages et inconvénients d'un retour à l'étalon-or

Dans le contexte macroéconomique actuel, un des risques souvent mentionnés est celui d'une expansion monétaire excessive à l'échelle mondiale accompagnée d'une grande volatilité des taux de change. Une alternative évoquée repose sur un possible retour d'une référence à l'or.

Le principal avantage de l'étalon-or est d'ancrer plus efficacement les politiques monétaires et, donc, les anticipations d'inflation. Le système de l'étalon-or permet de lier les mains des gouvernements par des « menottes en or », selon les termes d'Eichengreen¹. En adhérant à l'étalon-or, les pays s'engagent à respecter les strictes règles du jeu. Rompre l'engagement est toujours possible, mais politiquement très coûteux et vécu comme un échec. Les agents économiques ont donc toutes les raisons de penser qu'il sera respecté, ce qui assure la crédibilité de la politique monétaire.

C'est pour cette raison que certains pays ont adopté des régimes de change dont le fonctionnement se rapproche fortement de l'étalon-or. Il s'agit des « *currency boards* » dans lesquels la quantité de monnaie nationale émise à tout moment correspond strictement au montant des réserves de change et le pays maintient un taux de change fixe vis-à-vis d'une grande monnaie. Comme pour l'étalon-or, chaque unité de monnaie nationale est donc couverte par une quantité équivalente d'une réserve de valeur étrangère. Comme pour l'étalon-or, la quantité de monnaie nationale évolue avec la balance des paiements. Enfin, comme pour l'étalon-or, le pays se prive délibérément de toute liberté monétaire, ce qui assure une grande crédibilité. L'Argentine dans les années 1990, la Bulgarie ou l'Estonie aujourd'hui, ont adopté ce régime monétaire.

Second avantage, l'étalon-or, en reliant les cours des devises à la valeur de l'or, permettrait d'éliminer la volatilité des taux de change entre pays, créant ainsi un environnement favorable au développement du commerce international, moteur de la croissance économique.

De nombreux obstacles s'opposent toutefois à une réintroduction de l'étalon-or, qui se révélerait probablement très dangereuse et déstabilisante pour l'économie mondiale.

Avec l'étalon-or, une économie doit pouvoir absorber sans dommages une contraction de la masse monétaire, ce qui suppose que tous les prix et salaires puissent simultanément baisser. Or les prix et salaires sont, dans les économies du XXI^e siècle, beaucoup moins flexibles qu'au XIX^e siècle car les institutions sociales et le fonctionnement des marchés sont très différents. L'étalon-or se traduirait donc, quand la quantité d'or baisse, (notamment en cas de déficit) par une baisse correspondante de la masse monétaire et de la production, suivie par une hausse importante du chômage.

En second lieu, l'étalon-or empêche les ajustements de taux de change qui sont parfois nécessaires et justifiés quand un pays est frappé par un choc négatif affectant sa compétitivité. Ainsi, un pays ayant un compte courant déficitaire devra avoir recours à la déflation, plutôt qu'à la dévaluation, pour ramener son compte courant à l'équilibre, avec les conséquences inévitables sur la production et l'emploi. Ainsi, la littérature sur l'étalon-or et la Grande Dépression montre que les pays qui ont le plus souffert de la crise de 1929 sont ceux qui sont restés le plus longtemps avec le système d'étalon-or.

Plus généralement, le régime d'étalon-or possède un très fort « biais déflationniste ». Ceci provient de ce que l'offre mondiale d'or, donc la masse monétaire mondiale, ne parviendrait jamais à suivre la croissance du PIB mondial. Il y aurait donc en permanence une pression à la baisse du niveau général des prix. Par ailleurs, selon Martin Wolf², il existe un écart important entre la valeur officielle de l'or détenu et la taille du système monétaire international. En effet, la valeur de l'or détenu par les banques centrales est de l'ordre de 1 300 milliards de dollars alors que les dépôts bancaires mondiaux atteignent une valeur de 61 000 milliards de dollars en 2008. Ainsi, la mise en place d'un nouvel étalon-or entraînerait un effondrement de la masse monétaire mondiale. Pour y parer, il faudrait réévaluer massivement le cours de l'or, ce qui procurerait une aubaine pour les détenteurs d'or actuels.

¹ Cf. Eichengreen (B.) (1992)

² Cf. Wolf (M.) (2010)

La volatilité actuelle du cours de l'or poserait également problème. En effet, la stabilité d'un système d'étalon-or dépend fortement de la stabilité du cours de l'or. Dans un système d'étalon-or, toute variation du prix relatif de l'or par rapport à celui des biens de consommation provoquerait une période d'inflation ou de déflation : si le prix relatif de l'or augmente, la valeur de la monnaie émise augmente aussi, ce qui provoque une baisse du prix des biens.

Enfin, il n'est pas certain que l'étalon-or conduirait à une réduction des déséquilibres internationaux. Comme signalé plus haut, les pays en excédent ne sont pas contraints d'émettre de la monnaie en contrepartie des entrées d'or. Ils peuvent trouver intérêt à ne pas le faire, accumulant ainsi de nouveaux excédents – et de l'or – s'ils anticipent que le prix de l'or va augmenter. Le risque d'une perte de valeur du stock d'or étant faible, les pays en excédent courant auraient d'autant moins intérêt à corriger leur balance des paiements. Les réserves se trouveraient de plus en plus concentrées entre les mains des pays excédentaires et le système monétaire international pourrait ainsi finir par s'effondrer avec l'épuisement des réserves d'or de certains pays participants.

Le problème posé par l'ancrage des politiques monétaires est réel. Mais l'étalon-or n'offre pas, aujourd'hui, une solution praticable. Au niveau de chaque pays, les cadres institutionnels mis en place depuis vingt ans, fondés sur l'indépendance des Banques Centrales et un mandat centré sur la stabilité des prix nationaux, ont permis d'ancrer les politiques monétaires et d'assurer leur crédibilité. Au plan mondial, les modalités d'une coopération permettant d'atteindre le même résultat, sans compromettre l'indépendance des politiques monétaires nationales, restent à définir.

Gong Cheng, Laurent Ferrara,
Yannick Kalantzis et Pascal Towbin
ont collaboré à la rédaction de ce document.
Contact : laurent.ferrara@banque-france.fr

4

Bibliographie indicative

Bordo (M. D.) et Rockoff (H.) (1996)

“The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval” *Journal of Economic History*, 56 (389)

Eichengreen (B.) (1992)

“Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939”

Eichengreen (B.) et Temin (P.) (1997)

“The Gold Standard and the Great Depression”, NBER Working Paper n° w6060 (juin)

Ferguson (N.) et Schularick (M.) (2008)

“The “Thin Film Of Gold”: Monetary Rules and Policy Credibility In Developing Countries”, NBER Working Paper n° 13918 (avril)

Flandreau (M.), Le Cacheux (J.) et Zumer (F.) (2008)

“Stability Without a Pact? Lessons from the European Gold Standard, 1880-1914”, *Economic Policy* 13/26, 115-162

Hume (D.) (1752)

“Of the Balance of Trade”
Political discourses

Kindleberger (C.) (1973)

“The World in Depression”, 1929-39

McKinnon (R. I.) (1993)

“The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective”, *Journal of Economic Literature*, 31 (1)

Wolf (M.) (2010)

“Could the world go back to the gold standard?”, *Financial Times*, 1^{er} novembre

Zoellick (R.) (2010)

“The G20 must look beyond Bretton Woods II”, *Financial Times*, 7 novembre