

4.1.1. Le régime de l'étalon-or (1879-1933)

« L'âge d'or » (1879-1914)

Introduction

Pendant des siècles, les échanges commerciaux intérieurs et internationaux se sont réglés en métaux précieux. Jusqu'à la fin des années 1870, l'or et l'argent ont coexisté comme instruments monétaires. Les billets de banque sont progressivement venus les rejoindre au cours du XIX^e siècle. Souvent émis par des banques privées, ces billets n'étaient pas toujours totalement couverts par des réserves métalliques, ce qui favorisait l'apparition de crises bancaires, exacerbées par la concurrence monétaire entre banques. La création des banques centrales nationales, seules détentrices du monopole de l'émission, mit fin à cette situation.

Normalement, les banques centrales devaient détenir une réserve d'or et d'argent capable d'assurer une couverture totale des billets qu'elles émettaient. En effet, les billets étaient complètement convertibles en or ou en argent, sous forme de pièces ou de lingots, sur simple demande au guichet de leurs détenteurs. En raison de cette couverture quasi intégrale, les billets de banque n'étaient finalement rien d'autre qu'une modalité plus commode de détention d'or ou d'argent.

Le système de l'étalon-or a fonctionné de 1879 à 1914. Issu de l'échec du système bimétallique, il ne surviva pas à la crise économique et financière créée par la première guerre mondiale.

Les principes de fonctionnement

Le succès de l'étalon-or a été imputé à ses mécanismes d'ajustement automatique. Cette capacité d'ajustement s'expliquait par le lien établi par l'étalon-or entre les conditions économiques nationales et internationales. Dans la réalité, le fonctionnement de l'étalon-or n'était pas sans problèmes. L'étalon-or était un régime de changes fixes. Imaginons, par exemple, que les Etats-Unis fixent le prix du dollar en or à 35 dollars pour une once d'or ; de son côté, la France fixe le prix du franc en or à 210 francs pour une once d'or. La parité entre les deux monnaies donne donc un taux de change de 6 francs pour un dollar. Ce taux de change peut-il varier ? Si le change passe de 6 francs à 6,2 francs pour un dollar, alors il devient intéressant d'acheter de l'or en France avec des francs, d'amener cet or aux Etats-Unis pour l'échanger contre des dollars, puis de revenir en France pour convertir les dollars ainsi acquis en francs. Cette opération d'achat-vente d'or donne un gain de 3,33%, hors coûts de transport.

$$\left(\frac{1}{210}\right)(35)(6,2) = 1.0333 \Leftrightarrow 3,33\%$$

Pour bien fonctionner, l'étalon-or supposait donc une libre circulation internationale de l'or, autrement dit la liberté des mouvements internationaux des capitaux. Le mécanisme automatique d'ajustement de la balance des paiements qui opérait est connu sous le nom de mécanisme de Hume. Un pays qui enregistre un déficit commercial va perdre de l'or au bénéfice de ses partenaires commerciaux, ce qui contracte son offre de monnaie et gonfle celle du reste du monde, hausse le taux d'intérêt national et favorise en retour un afflux de capitaux étrangers. L'excédent ainsi créé du compte financier contrebalance le déficit commercial. De plus, la contraction de l'offre de monnaie réduit les prix domestiques, ce qui améliore la compétitivité du pays et tend à rétablir finalement son équilibre commercial.

Avantages et inconvénients de l'étalon-or

Une inflation et une croissance faibles

Avec le système étalon-or, la politique monétaire fut fortement contrainte par le stock d'or mondial, ce qui limitait naturellement la croissance de la masse monétaire. L'avantage d'une telle contrainte résidait dans l'absence d'inflation. Par contre, elle a eu pour inconvénient majeur de dissocier largement la croissance de l'offre de monnaie de l'activité économique réelle. Comme les prix (prix des biens et services, salaires) évoluaient lentement, les modifications de conjoncture passaient par des ajustements sur les quantités (fort chômage en période de dépression et capacités de production insuffisantes en période de croissance). Il en résultait une croissance économique un peu plus faible et mais surtout beaucoup plus variable lorsqu'on la compare à d'autres périodes.

	Royaume-Uni		États-Unis	
	1870-1913	1946-1979	1870-1913	1946-1979
Indicateurs macroéconomiques pour les États-Unis et le Royaume-Uni				
<i>Taux de croissance PIB/hab.</i>				
Moyenne	1,4	2,4	1,9	2,1
Ecart-type	2,5	1,4	3,5	1,6
<i>Inflation</i>				
Moyenne	-0,7	5,6	0,1	2,8
Coefficient de variation	4,6	6,2	5,4	4,8
<i>Croissance de la masse monétaire</i>				
Moyenne	1,5	5,9	6,1	5,7
Coefficient de variation	1,6	1,0	0,8	0,5

Source : M. Burda et C. Wyplosz, 1998, *Macroéconomie, une perspective européenne*, De Boeck, p. 561.

Les limites de l'ajustement automatique

Pour fonctionner parfaitement, l'ajustement automatique des balances assuré par l'étalon-or exigeait que chaque pays suive une stricte discipline en matière de couverture-or de sa monnaie et garantisse la libre circulation des capitaux. Dans les faits, ce n'était pas toujours le cas pour au moins deux raisons : la première tenait à la domination économique et financière du Royaume-Uni, qui conféra de facto à la livre sterling le statut de monnaie internationale de réserve, alors que sa gestion était d'abord fonction de la conjoncture britannique. La seconde raison tenait au coût systémique d'une telle discipline en matière de chômage et de variabilité de la croissance économique. Ainsi, la plupart des pays engagés dans l'étalon-or, y compris le Royaume-Uni, prirent certaines libertés en matière de gestion monétaire.

La puissance financière du Royaume-Uni a largement facilité l'indépendance de sa politique monétaire. Avant 1914, le Royaume-Uni était le plus grand exportateur mondial de capitaux, avec une position extérieure nette très largement créditrice. Ainsi, il fournissait au reste du monde des avoirs en sterling (les "balances sterling") qui finirent généralement par servir de devise de réserve pour les autres banques centrales. Dans ces conditions, c'était la Banque d'Angleterre qui tendait à fixer le taux d'intérêt pour le reste du monde, mais d'abord en fonction de la conjoncture britannique, qui n'était pas nécessairement celle des autres pays européens. De plus, pour donner à la politique monétaire britannique une marge de manoeuvre suffisante en cas de modification de la conjoncture, la Banque d'Angleterre prit rapidement l'habitude de ne pas couvrir ses engagements (billets émis et réserves bancaires) à 100%, mais au mieux à 30-50%. De cette façon, le Royaume-Uni échappait partiellement au mécanisme de l'ajustement automatique des balances en déconnectant l'évolution de sa masse monétaire et, par voie de conséquence, de son taux d'intérêt, des évolutions de sa balance courante.

D'autres pays n'ont pas hésité non plus à prendre des dispositions pour briser le lien étroit entre déficits commerciaux et encours de la masse monétaire : limitations sur les exportations et les importations d'or ; couverture des billets nationaux assurée davantage par des réserves en devises internationales (livre, mais aussi franc français et mark allemand) que par des réserves en or.

Malgré cela, il semble que le système de l'étalon-or n'ait pas trop mal marché. En dépit de ses écarts, le Royaume-Uni, pilier du système, a maintenu des taux d'intérêt relativement élevés, en liant d'une façon étroite l'émission de billets à son encaisse métallique, alors qu'elle a toujours détenue très peu d'or, beaucoup moins par exemple que la France. Une telle politique crédibilisait la livre mais freinait le rythme des investissements et la croissance de l'économie britannique¹. De plus, avant 1914, le rôle de la livre comme monnaie internationale de réserve demeura modeste, et sans aucune commune mesure avec celui du dollar après la Seconde Guerre mondiale. Les balances sterling restaient faibles, d'un montant à peu près égal à l'excédent de la balance des services britannique. Ce sont les deux conflits mondiaux qui vont les gonfler exagérément (multiplication par deux puis par six), par le financement de l'effort de guerre qu'ils entraînent.

L'entre deux-guerres (1919-1939)

Introduction

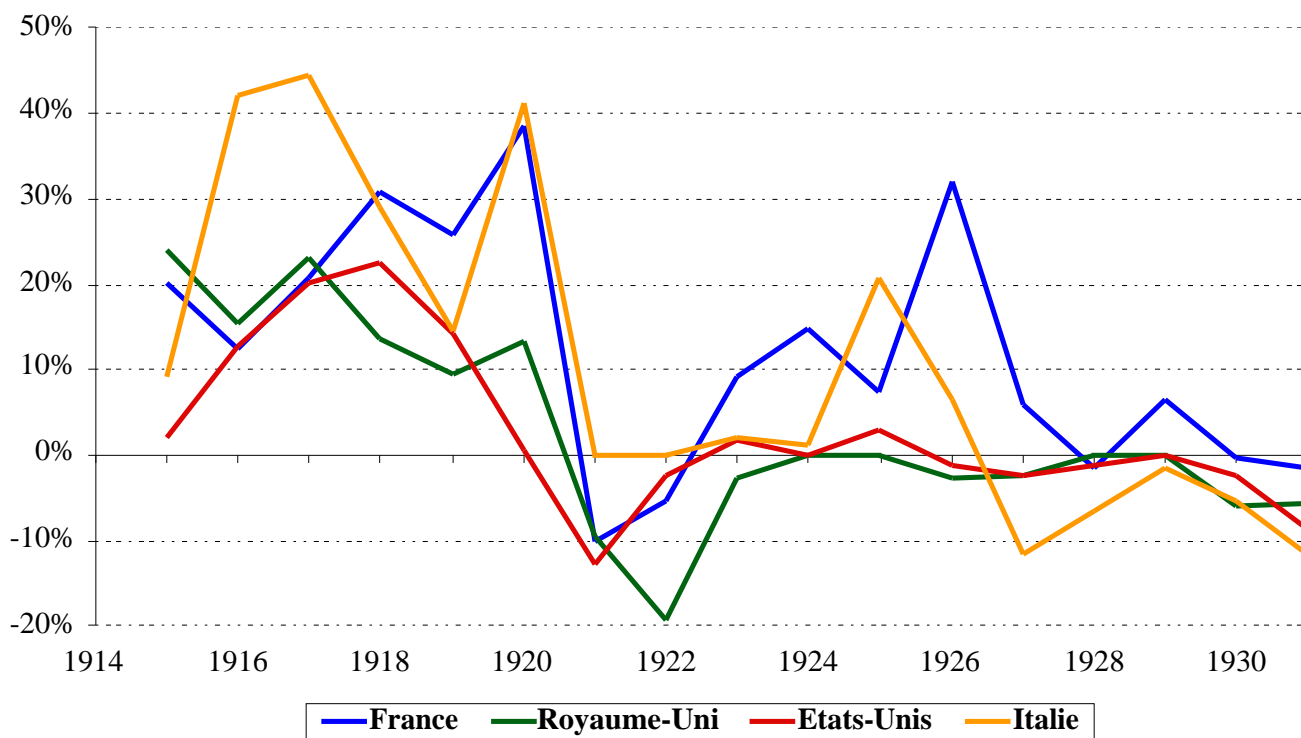
La première guerre mondiale marqua la fin du système de l'étalon-or sous sa forme originelle avec la suspension de la convertibilité-or par tous les belligérants (cours forcé). L'inflation consécutive à la guerre fut si forte que le retour à l'étalon-or fut lent (de 7 à 10 ans), partiel et provisoire (il sera définitivement abandonné dans les années 1930). On distingue donc trois périodes : 1919-1926, période de flottement libre ; 1927-1931, retour à l'étalon-or ; 1931-1939, le flottement administré.

Le flottement libre (1919-1926)

Le principal souci des économies européennes au lendemain de la première guerre mondiale était la lutte contre l'inflation engendrée par quatre années de conflit et par la reconstruction. Les économies européennes subirent une inflation plus forte que celle des Etats-Unis ; de plus, il existait des écarts importants d'inflation au sein même de l'Europe. Ainsi, conformément à la règle de la parité des pouvoirs d'achat, les principales monnaies européennes se sont mises à flotter.

¹ Pour plus de détails, cf. Lelart Michel, 2000, *Le système monétaire international*, Paris, La Découverte, p. 16-20.

Taux d'inflation 1914-1931

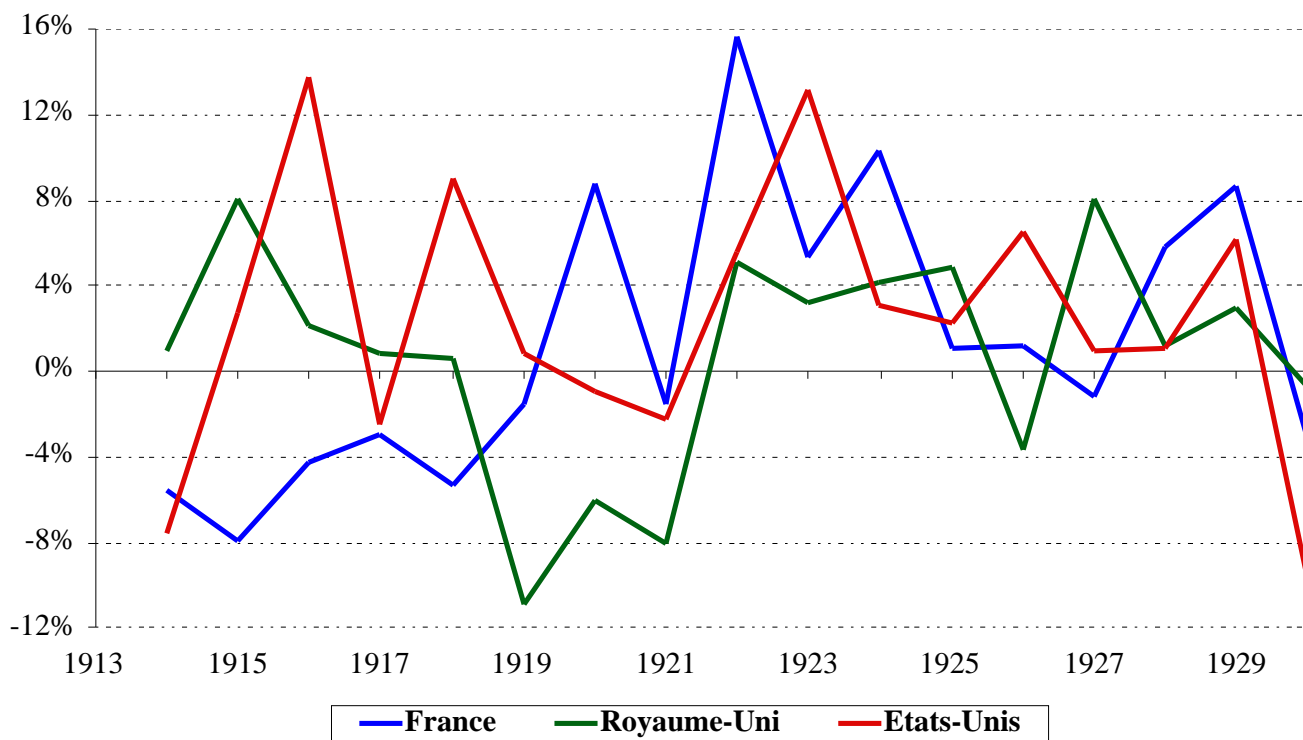


Source : Angus Maddison, 1981, Les phases du développement capitaliste, *Economica*, tableau E-3 p. 300.

La politique britannique était tournée vers la restauration de la valeur de la livre au moyen d'une politique fortement déflationniste, marquée par la restriction monétaire et l'austérité budgétaire. Dès 1921, la livre retrouvait sa parité d'avant-guerre avec le dollar, mais restait surévaluée en raison du déclin de l'économie britannique. Les prix britanniques étaient trop élevés par rapport aux prix américains. La libre circulation internationale de l'or ne fut rétablie qu'en 1925. La France revint également à l'étalon-or en 1926 avec la stabilisation Poincaré. L'Allemagne, l'Autriche et les pays d'Europe centrale ne rejoignirent l'étalon-or qu'après avoir jugulé leurs hyperinflation.

La politique britannique de désinflation a été critiquée dès 1930 par Keynes. Destinée à maintenir le leadership du Royaume-Uni en matière financière, elle s'est révélée particulièrement désastreuse pour son industrie et sa croissance économique. Sur la période 1919-1930, la croissance annuelle moyenne du PIB britannique a été pratiquement nulle, alors qu'elle atteignait 2,10% aux Etats-Unis et près de 4% en France. La faible activité économique aboutit à un niveau élevé de chômage, autour des 8-9% durant toutes les années 1920, alors qu'il était tombé à moins de 2-3% aux Etats-Unis et en France.

Croissance du PIB réel 1914-1931



Source : Angus Maddison, 1981, *Les phases du développement capitaliste*, *Economica*, tableau A-8 p. 222.

L'éphémère retour à l'étalon-or (1927-1931)

A partir de 1927, la reconstruction du système de l'étalon-or était achevée. Il regroupait à nouveau la majeure partie du monde, à l'exception de l'Espagne, de la Chine et de l'Union Soviétique. Cependant, il était devenu passablement différent et beaucoup plus fragile que le système original d'avant 1914.

La première cause de fragilité du système fut due au fait que tous les pays avaient aboli la convertibilité des billets en or et suspendu ou limité la circulation des pièces d'or. Donc, l'ajustement automatique des balances par le mécanisme de Hume disparut. Seule la convertibilité externe (échanges de devises) et la fixité des changes demeuraient. Les monnaies étaient convertibles en or, mais seulement entre banque centrale, les nouvelles règles imposant un taux de couverture-or des monnaies de 40 %. Normalement, la coordination des politiques monétaires nationales était prévue par la conférence de Gênes de 1922 et devait pouvoir pallier à la disparition de l'ajustement automatique. Dans les faits, cette coordination fut défailante, en partie en raison du refus des Etats-Unis d'y participer.

La seconde raison de fragilité du système tenait à son caractère bicéphale. Depuis 1918, il était dominé par deux centres rivaux, Londres et New York, et deux monnaies à statut international, la livre et le dollar. Or, à cette époque, les Etats-Unis n'étaient pas prêts à subordonner leur politique économique intérieure à la gestion d'une monnaie internationale et le Royaume-Uni n'en avait plus la capacité.

La surévaluation persistante de la monnaie britannique révéla rapidement les dysfonctionnements du système. La France et l'Allemagne, pays dont les monnaies étaient sous-évaluées par rapport à la livre, menèrent une politique monétaire rigoureuse destinée à empêcher tout retour de l'inflation. A partir de 1926, cette politique les conduisit à échanger leurs réserves en livres contre de l'or, ce qui gonfla les stocks d'or français et allemands au détriment du stock britannique. Cependant le déficit courant britannique et l'excédent courant français persistèrent en raison de la fixité des changes et de l'absence d'ajustement sur les prix. La conséquence de l'absorption de l'or par la France et l'Allemagne fut de

pousser les autres banques centrales européennes à hausser les taux d'intérêt et à restreindre le crédit pour défendre des réserves de plus en plus rares.

Les Etats-Unis auraient pu rétablir le fonctionnement du système. Détenteur du plus important stock d'or mondial depuis 1918, une politique américaine d'expansion monétaire et de baisse des taux d'intérêt auraient encouragé les sorties de capitaux et favorisé la redistribution de l'or dans le monde. Or, à partir de 1927, la politique de la Réserve Fédérale s'orienta au contraire vers un durcissement des taux pour freiner la spéculation boursière et limiter la baisse du taux de couverture du dollar par rapport à l'or provoqué par la croissance monétaire des années 1920.

Stock d'or, en % des réserves mondiales				
	États-Unis	Royaume-Uni	France	Allemagne
1923	44,4	8,6	8,2	1,3
1924	45,7	8,3	7,9	2,0
1925	44,4	7,8	7,9	3,2
1926	44,3	7,9	7,7	4,7
1927	41,6	7,7	10,0	4,7
1928	37,4	7,5	12,5	6,5
1929	37,8	6,9	15,8	5,3
1930	38,7	6,6	19,2	4,8
1931	35,9	5,2	23,9	2,1

Source : Barry Eichengreen, 1996, *L'expansion du capital. Une histoire du système monétaire international*, L'Harmattan, p.87.

A partir de 1929 et le déclenchement de la Grande Dépression, les fuites d'or firent fondre les réserves britanniques au point que le passif de la Banque d'Angleterre devint très supérieur à ses réserves. En septembre 1931, elle décidait de suspendre la convertibilité externe de la livre et de la laisser flotter librement.

Le flottement administré (1931-1939)

Le flottement entraîna une forte dépréciation de la livre par rapport au dollar. Tous les pays détenteurs d'importantes balances sterling, comme la Norvège ou le Danemark, virent alors leurs devises se dévaluer. A partir de 1933, la situation empira. Les Etats-Unis, seul pays à adhérer encore à l'étalon-or, mirent en place un embargo sur les exportations d'or (le dollar s'était fortement apprécié par rapport aux autres monnaies), un contrôle des changes et déprécièrent le dollar par rapport à l'or de 20,67 à 35 dollars l'once. Ce qui restait du système éclata en 1935 avec la dévaluation du franc belge, qui provoqua l'éclatement du bloc-or formé en 1931 par la France, la Belgique, les Pays-Bas, l'Italie, la Suisse et la Pologne pour maintenir les parités-or et empêcher les dévaluations compétitives.

Dévaluations compétitives, 1931-1938 (valeur des devises en % de leur parité-or de 1929)						
	États-Unis	Royaume-Uni	France	Allemagne	Italie	Belgique
1931	100,0	93,2	100,1	99,2	98,9	100,1
1932	100,0	72,0	100,3	99,7	97,4	100,2
1933	80,7	68,1	100,0	99,6	99,0	100,1
1934	59,6	61,8	100,0	98,6	97,0	99,9
1935	59,4	59,8	100,0	100,3	93,0	78,6
1936	59,2	60,5	92,4	100,1	82,0	72,0
1937	59,1	60,0	61,0	99,7	59,0	71,7
1938	59,1	59,3	43,4	99,6	59,0	71,8

Source : M. Burda et C. Wyplosz, 1998, *op. cit.*, p. 564

Pourtant, bien que désormais flexibles, les taux de change fluctuèrent moins qu'ils ne le firent dans les années 1920. Le Fond international de stabilisation des changes créé en 1931 intervenait sur les marchés pour réguler les cours. Et les politiques monétaires et budgétaires apparurent aussi moins erratiques que ce qu'elles avaient été une décennie plus tôt, même si l'absence de coordination internationale, souvent par peur de certains pays d'un retour de l'inflation, affaiblissait considérablement l'efficacité des politiques de relance.