

ADMINISTRATION FÉDÉRALE  
DES FINANCES

Genève, le 17 novembre 1976

24 novembre 1976

CONFIDENTIEL

Démonétisation de l'or et son rôle de moyen de réserve

Département des finances et des douanes. Note du 17 novembre  
1976

Conformément à la note du département des finances et des douanes,  
le Conseil fédéral

d é c i d e :

Il est pris connaissance d'un rapport du département des finances  
et des douanes du 17 novembre 1976 sur le problème de l'or (voir  
annexe).

Extrait du procès-verbal:

- FZD 7 pour connaissance

Pour extrait conforme:

Le secrétaire,

*S. Müller*

La bataille monétaire qui s'est livrée sur l'or a été cristallisée sur sa fonction d'étalon, bien que certains protagonistes ne soient préoccupés avant tout de l'incident qui aurait lieu de la bataille sur ses autres fonctions.

Cet affrontement a opposé schématiquement, les pays européens gros détenteurs d'or à une coalition formée par les Etats-Unis, les pays en développement et les pays dont les

Berne, le 17 novembre 1976

9833

CONFIDENTIEL

NOTE

SUR LA DEMONETISATION DE L'OR ET SUR  
SON ROLE DE MOYEN DE RESERVE  
=====Démonétisation de l'or

Cette question, si l'on voulait en évoquer tous les aspects et l'arrière-plan historique, donnerait la matière de plus d'un gros volume. Pour aller à l'essentiel, on peut distinguer trois fonctions monétaires de l'or: celle d'étalon de valeur, celle de moyen de paiement et celle de réserve de valeur. Il existe évidemment un lien entre ces trois fonctions: c'est seulement dans la mesure où il existe un prix officiel du métal jaune que l'or peut être considéré comme un moyen de paiement universel et que la mobilisation de la valeur incorporée dans les réserves d'or peut être assurée.

La bataille monétaire qui s'est livrée sur l'or s'est cristallisée sur sa fonction d'étalon, bien que certains protagonistes se soient préoccupés avant tout de l'incidence qu'aurait l'issue de la bataille sur ses autres fonctions.

Cet affrontement a opposé schématiquement, les pays européens gros détenteurs d'or à une coalition formée par les Etats-Unis, les pays en développement et les pays dont les

banques centrales et les ministères des finances sont dominés par des positivistes monétaires, qui veulent substituer le DTS à cette "relique barbare" comme base du système monétaire international.

Si les mobiles des pays du troisième groupe ne requièrent pas de plus amples explications dans le cadre de ce bref aperçu, il convient d'indiquer ceux des Etats-Unis et des pays en développement :

Pour les Etats-Unis, il s'agissait, d'une part, d'affranchir leur politique monétaire des contraintes extérieures imposées par l'or et, d'autre part, de consolider la prépondérance de fait du dollar dans le système monétaire international. En favorisant l'abolition du prix officiel du métal jaune, les Etats-Unis entendaient décourager toute velléité de la communauté internationale de restaurer un jour l'obligation de convertir en or les réserves de dollars détenues par les autres pays. Ils entendaient également exposer l'or à des fluctuations de valeur propres à créer une préférence pour le dollar. (La même politique a conduit les Etats-Unis à s'opposer à tout arrangement qui aurait fait du droit de tirage spécial (DTS) un actif de réserve plus stable et plus rémunérateur que le dollar).

Pour les pays en développement, qui désiraient obtenir des liquidités internationales supplémentaires par le biais, soit de nouvelles distributions de DTS, soit par celui d'augmentations des quotes-parts du FMI, il s'agissait essentiellement d'éviter une majoration du prix of-

- 3 -

ficiel de l'or qui aurait accru les liquidités internationales exclusivement au profit des pays industrialisés détenteurs de métal jaune. L'abolition de tout prix officiel constituait le meilleur moyen d'éviter une manipulation de ce genre.

Cette coalition d'intérêts en partie divergents l'a finalement emporté. C'est ainsi que les amendements des statuts du FMI sur lesquels un accord définitif s'est fait en janvier 1976 à Kingston (Jamaïque) consacrent le détachement du DTS de l'or, l'interdiction de définir une monnaie en or et la suppression pour le FMI de l'obligation d'accepter des règlements en or avec les pays membres. En marge de l'accord sur la revision des statuts du FMI, des engagements ont dû être pris entre les banques centrales du Groupe des Dix (sans la Suisse qui n'est pas membre du FMI), engagements en vertu desquels la liberté des transactions officielles en or était rétablie à condition qu'elle ne conduise pas à la formation d'un prix fixe, ni à l'accroissement du stock global d'or détenu par les Dix et le FMI. Par ailleurs il a été convenu que le FMI restituerait 1/6ème de son or aux pays membres et qu'il en mettrait encore 1/6ème en vente pour doter un fonds fiduciaire chargé d'accorder des crédits à des conditions de faveur au pays en développement.

En 1975, la politique suivie par les autorités américaines, qui ont procédé à deux ventes d'or pour peser sur le prix

- 4 -

du marché ainsi que les progrès réalisés au sein du FMI dans les négociations portant sur la démonétisation de l'or, ont provoqué une baisse rapide du prix de ce métal. Alors qu'il avait atteint un record absolu de 197,5 dollars par once le 30 décembre 1974, le cours est tombé à 175 dollars en janvier 1975 après la première vente d'or du Trésor des Etats-Unis, puis à 165 dollars à la fin juin, après la seconde vente. L'arrangement sur l'or esquissé à la fin d'août 1975 au sein du Comité intérimaire du FMI a provoqué un nouvel effondrement du cours qui a ensuite oscillé aux alentours de 135 dollars l'once jusqu'au début du mois de juin dernier. La mise en oeuvre du <sup>premier</sup> programme des ventes d'or du FMI (16 ventes, espacées de six semaines, portant chacune sur 24 1/4 tonnes d'or) a d'abord renforcé la nervosité du marché. Après être tombé jusqu'à 103 dollars au mois d'août, le cours s'est raffermi dans le courant de l'automne malgré la poursuite des ventes du FMI et il a atteint actuellement 133 dollars l'once.

Dans ce contexte, on peut se demander si l'or continue d'être un bon actif de réserve pour notre institut d'émission.

#### Avenir de l'or comme moyen de réserve

On peut donner à cette question une réponse affirmative, aussi bien si l'on se fonde sur la considération de la situation particulière de la Suisse que sur les perspectives d'évolution à long terme du marché de l'or.

#### Indépendance nationale

La politique de neutralité de la Suisse, sa volonté de préserver en toutes circonstances son indépendance serait desservie par la dépendance que des réserves monétaires constituées essentiellement de devises créerait envers le pays émetteur, son crédit et ses éventuelles restrictions de change. L'or, qui a une valeur intrinsèque, ne présente pas cet inconvénient. Le fait que nos réserves monétaires comprennent une importante proportion d'or se justifie à cet égard.

### Perspectives d'évolution du marché

L'instabilité actuelle du marché de l'or tient à diverses causes.

Il y a notamment le fait que le stock d'or monétaire mondial (31'400 tonnes) représente plus de 33 années de production courante (environ 930 tonnes, sans l'or russe). Le marché vit sous la menace de ce stock énorme. Il y a d'autre part une large marge d'incertitude en ce qui concerne les ventes d'or russes liées au financement des importations, d'un volume très variable, de céréales par l'Union Soviétique (1973: 330 tonnes d'or; 1974 et 1975: 150 tonnes). Incertitude aussi quant aux ventes auxquelles l'Afrique du Sud pourrait être amenée à procéder précipitamment en cas de graves difficultés. Il y a également <sup>la</sup> perspective déjà mentionnée des ventes du FMI, qui devrait entraîner la mise sur le marché de 773 tonnes d'or en l'espace de quatre <sup>ans.</sup> Enfin, il est difficile de prévoir si les Etats-Unis reprendront leur politique agressive sur le marché de l'or après l'achèvement du programme de vente du FMI.

En dépit de ces éléments d'incertitude, divers facteurs devraient s'opposer à un effondrement du prix de l'or.

Il faut considérer d'une part, que les intérêts patrimoniaux des grands détenteurs d'or - et cela vaut aussi pour les Etats-Unis et le FMI - ne manqueraient pas de s'opposer à une politique qui viserait à susciter de nouvelles baisses de forte amplitude. Lors de la récente assemblée annuelle du FMI à Manille, plusieurs pays ont recommandé au Fonds de faire preuve de souplesse dans sa politique de vente afin d'éviter un bouleversement du marché.

D'autre part, il ressort d'une étude récente effectuée pour le compte du Trésor des Etats-Unis, que la demande industrielle d'or, qui représente en moyenne 35% de la demande totale, est très sensible aux variations de prix, ce qui signifie qu'une forte baisse du prix de l'or serait contrecarrée par un accroissement de la

demande de l'industrie. Il semble bien d'ailleurs que ce mécanisme ait déjà contribué au raffermissement du prix de l'or après le fléchissement à 103 dollars l'once enregistré cet été, la spéculation ne faisant qu'exacerber les fluctuations.

Sur la base de ces considérations, il apparaît très improbable que les banques centrales qui, comme la Banque nationale, se sont prudemment abstenues de réévaluer leur stock d'or puissent encourir des pertes.

A plus long terme, il faut relever que 3/4 environ de la production courante d'or provient des mines d'Afrique du Sud, qui emploient presque exclusivement de la main-d'oeuvre noire. L'évolution de la situation dans ce pays permet de penser qu'il aura de la peine à maintenir sa production au niveau actuel, ce qui devrait entraîner une hausse soutenue de l'or qui pourra être ralentie dans la mesure seulement où la demande industrielle sera satisfaite par des prélèvements sur les stocks existants, cela ne ferait qu'anticiper une évolution propre à toute ressource rapidement épuisable. A cet égard, on peut être assuré que l'or constitue à long terme un moyen de réserve excellent et susceptible de s'apprécier fortement.

Si l'on reconnaît que l'or, après sa démonétisation, peut continuer de jouer le rôle de moyen de réserve, cette conclusion doit être assortie d'une restriction: en effet, l'une des qualités que doivent posséder les réserves monétaires d'une banque centrale est de pouvoir être mobilisées facilement. L'or a, dans une large mesure perdu cette qualité pour le moment et il ne la retrouvera pas avant que la demande tende à dépasser constamment l'offre courante. Cet inconvénient ne revêt pas une grande importance pour la Suisse, qui a une monnaie forte et qui dispose en outre de très fortes réserves de devises.