

Note

à l'attention du Comité des Gouverneurs
des instituts d'émission des pays de la C.E.E.

La politique des réserves monétaires
des instituts d'émission des pays de la C.E.E.

1. Dans l'exposé ci-après, on doit toujours entendre par "politique des réserves" la politique suivie par les instituts d'émission en ce qui concerne la composition de leurs réserves monétaires. La question de savoir si les divers pays de la C.E.E. cherchent à augmenter (ou à réduire) le volume global de leurs réserves monétaires, et sur quels critères se fonde leur action dans ce domaine, n'est pas traitée dans la présente note.

I. La politique actuelle des réserves
dans les pays de la C.E.E.

2. Les banques centrales des pays membres de la C.E.E. pratiquent actuellement des politiques très différentes en matière de réserves monétaires. La part de l'or dans les réserves officielles à la fin de 1964 - calculée d'après les données de la publication du F.M.I. intitulée "International Financial Statistics" (I.F.S.) - variait entre 57% pour l'Italie et 81% pour les Pays-Bas (cf. Annexe). Les instituts d'émission néerlandais et belge ont pour principe de détenir en or la majeure partie de leurs réserves monétaires et de ne conserver en devises que les fonds de roulement (working balances) qui leur sont nécessaires pour intervenir sur le marché des changes; à vrai dire, la

Banque Nationale de Belgique a coutume de détenir en outre un montant de devises correspondant à celui de l'endettement du Trésor belge à l'égard de l'étranger, de sorte qu'à la fin de 1964, les devises représentaient quand même 27% du total des réserves et que la part de l'or s'élevait à 73%. Le principe appliqué par la France depuis le début de 1965 consiste à limiter les réserves en devises à un montant correspondant d'une part à la dette publique en dollars à l'égard de l'étranger (environ \$660 millions), d'autre part aux fonds de roulement (de 3 à 400 millions de dollars). L'application de ce principe a eu pour conséquence de ramener le montant des avoirs en devises des autorités monétaires françaises de \$1.375 millions à la fin de 1964 à \$1.112 millions à la fin d'avril 1965, et de porter, dans le même temps, la part de l'or de 73 à 79%. En Italie et dans la République fédérale d'Allemagne enfin, la politique des réserves de l'institut d'émission ne suit pas de ligne de conduite rigide, elle est plutôt fonction de l'évolution des réserves globales; en période de forts excédents de devises, la part de celles-ci dans les réserves monétaires s'est, d'ordinaire, relevée pendant un certain temps, car les deux instituts d'émission n'ont généralement procédé qu'avec prudence à des conversions en or des devises qu'ils recevaient; pourtant, il leur est même arrivé de pratiquer de telles conversions à des moments où le montant global des réserves monétaires ne s'accroissait pas, quand une occasion favorable se présentait pour une opération de ce genre. C'est ainsi qu'en 1964, bien que le total des réserves de la Bundesbank n'ait pas sensiblement varié, ses réserves d'or ont augmenté de plusieurs centaines de millions de dollars: une partie du métal provenait du pool de l'or, une autre de ventes du F.M.I., et le reste de cessions effectuées au printemps de 1964 par l'Italie, alors en proie à une crise de devises. Si la part de l'or dans les réserves monétaires des instituts d'émission italien et allemand a subi de fortes variations temporaires depuis 1958, elle n'a que faiblement progressé au total.

3. Fait assez surprenant, malgré ces différences dans la politique des réserves des divers instituts d'émission de la C.E.E., la part de l'or, si l'on considère l'ensemble des réserves monétaires des cinq pays membres, n'a pas varié au cours des six années s'achevant à la fin de 1964. D'après les chiffres fournis par les "International Financial Statistics" sur la répartition, entre l'or et les devises, des réserves monétaires des pays de la C.E.E.¹⁾, l'or intervenait en effet à concurrence de 66,7% dans le total, tant à la fin de 1958 qu'à la fin de 1964. Durant cette période, le montant global des réserves monétaires des cinq pays en question est passé de \$10,2 à \$19,8 milliards, et celui des réserves d'or de \$6,8 à \$13,2 milliards.

La part de l'or dans les réserves des pays de la C.E.E. est relativement élevée, comparée à celle enregistrée dans la plupart des autres pays. C'est ainsi qu'à la fin de 1964 elle ne s'élevait qu'à 17% au Japon, à 22% en Suède, à 38% au Canada et à environ 32% en moyenne dans tous les autres pays à l'exception des membres du Groupe des Dix et de la Suisse.

4. Il convient d'ajouter une précision au sujet de la composition de l'élément "devises" des réserves monétaires des pays de la C.E.E. Ces cinq pays ont des usages très différents en ce qui concerne l'octroi de prêts à l'étranger par la banque centrale et la comptabilisation de ces prêts dans les réserves monétaires. C'est la Deutsche Bundesbank qui semble aller le plus loin dans ce domaine: elle fait entrer dans ses réserves monétaires brutes non seulement les "bons Roosa", les créances sur le F.M.I. au titre des "Accords généraux d'Emprunt" (A.G.E.) et les créances sur d'autres autorités monétaires au titre d'opérations bilatérales de soutien, mais encore la part la plus

1) Après correction (par déduction des créances U.E.P.) des chiffres relatifs aux avoirs en devises à fin 1958 (pour les rendre comparables à ceux des années ultérieures).

liquide de ses créances sur la B.I.R.D. ainsi que les créances nées de la liquidation de l'U.E.P. En revanche, elle n'y inclut pas la créance sur le F.M.I. née des tirages normaux en DM effectués par d'autres pays dans le cadre de leur "tranche-or", le détenteur de cette créance n'étant pas la Bundesbank, mais le Gouvernement fédéral. Il y a lieu toutefois de remarquer que si les statistiques officielles allemandes incorporent très largement dans les réserves monétaires les créances sur l'étranger, il ne s'agit pas tellement d'une simple question de définition statistique; la raison en est plutôt que l'institut d'émission allemand est allé plus loin que toute autre banque centrale des pays de la C.E.E. dans le domaine du financement de crédits à l'étranger "assimilables à des réserves" (comme par exemple les créances sur la B.I.R.D. et celles nées de la liquidation de l'U.E.P.).

Il semble qu'en Belgique et en Italie également, les "bons Roosa" soient compris dans les "réserves monétaires brutes". Les droits de tirage sur le F.M.I. au titre de la tranche-or sont comptés dans les réserves en Belgique, en Italie et en France; toutefois, dans ce dernier pays, ils ne sont considérés que comme des réserves de seconde ligne. Aux Pays-Bas, seule la supertranche-or figure dans les statistiques des réserves¹⁾.

1) Dans plusieurs pays de la C.E.E., les autorités n'ont pas défini quelles sont les créances sur l'étranger qui peuvent être comptabilisées dans les réserves monétaires "officielles". Les statistiques relatives aux réserves, qui figurent dans les rapports mensuels ou annuels des instituts d'émission de ces pays, permettent toutefois de faire des déductions sur l'inclusion ou l'exclusion de certaines créances. En outre, depuis peu, les instituts d'émission déclarent tous les mois, dans le cadre de la procédure de "surveillance multilatérale", les créances qu'ils comptent eux-mêmes dans leurs "réserves" en les distinguant des "autres avoirs".

5. Cet aperçu de la composition des "réserves de devises" des cinq pays de la C.E.E. permet de faire les constatations suivantes:

- i) La proportion des devises dans les réserves ne rend pas nécessairement compte de l'importance du "risque de change" supporté par les divers instituts d'émission.
- ii) La majeure partie des créances en devises détenue par les instituts d'émission de la C.E.E. est, certes, libellée en dollars; mais il n'y a pas, pour autant, de lien entre l'expansion des réserves de devises des pays de la C.E.E. et celle des crédits à court terme octroyés par les instituts d'émission à des emprunteurs des Etats-Unis. Au contraire, il faut considérer que les "réserves de devises" comprennent, comme on l'a déjà dit, d'autres créances qui diffèrent selon les pays et peuvent se rapporter soit au F.M.I., soit à la B.I.R.D., soit à d'autres autorités monétaires que les autorités américaines.
- iii) L'évaluation statistique de la répartition des réserves entre l'or et les devises conduit à des résultats différents selon qu'une part plus ou moins importante des créances sur l'étranger est comptabilisée dans les réserves monétaires (cf. Annexe).
- iv) Enfin, on a souvent fait valoir, au cours de précédentes discussions sur la politique des réserves, qu'il convenait, pour plusieurs raisons, d'ajouter aux réserves de devises des banques centrales les créances à court terme sur l'étranger détenues par les banques commerciales, car les instituts d'émission transfèrent délibérément à ces banques une partie au moins de ces créances (comme par exemple les créances en dollars détenues par les banques commerciales allemandes à la suite d'opérations de swap effectuées avec la Bundesbank; dans ce cas,

c'est la Bundesbank elle-même qui supporte le risque de perte de change). Il ressort du tableau annexé à la présente note que si l'on incorpore aux réserves monétaires la position nette à court terme des banques commerciales à l'égard de l'étranger, les différences entre les divers pays de la C.E.E. sont encore plus fortes qu'avec les autres calculs, en ce qui concerne la part de l'or. Pour la fin de 1964, les coefficients s'échelonnent entre 63% pour la République fédérale et 100% pour la Belgique.

II. Importance de la composition des réserves du point de vue de la politique monétaire

6. La politique suivie par les instituts d'émission en ce qui concerne la composition de leurs réserves peut être influencée par les considérations et par les motifs les plus divers:

- Les risques de perte de change diffèrent selon les catégories d'investissements;
- Il est nécessaire, ou tout au moins opportun, de constituer ou de maintenir certains "fonds de roulement" ("working balances") dans la monnaie dont les autorités se servent pour intervenir sur le marché des devises en vue de contrecarrer certains mouvements de fonds (c'est également dans cette monnaie que sont libellés en principe les excédents de devises); ces "working balances" seront, d'ordinaire, relativement plus importants s'il est tenu compte des déficits de devises prévisibles;
- Il y a tout intérêt à détenir des réserves libellées en monnaies dans lesquelles le pays considéré a contracté (et contractera encore) une part importante de ses dettes à l'égard de l'étranger;

- La structure des réserves de devises peut être déterminée par la tradition ou par l'expérience acquise antérieurement dans ce domaine (cas des Pays-Bas par exemple);
- La loi peut imposer certaines prescriptions en matière de couverture (la Belgique est actuellement le seul pays de la C.E.E. qui soit dans ce cas);
- Certains investissements peuvent être productifs d'intérêts, ce qui n'est pas le cas des stocks d'or;
- Le pays peut décider d'octroyer, à des fins monétaires, des crédits à des organisations internationales ou à d'autres pays (par exemple créances sur le F.M.I., crédits "swap" bilatéraux);
- Peuvent enfin jouer les considérations générales de politique monétaire concernant l'influence exercée sur les autres pays et sur l'ensemble du système monétaire international par les divers modes de constitution des réserves.

Dans les premières années qui ont suivi la fin de la guerre, le dernier des points de vue mentionnés, à savoir les considérations générales de politique monétaire, n'a joué la plupart du temps qu'un rôle très accessoire. En revanche, depuis quelques années, ces considérations viennent de plus en plus au premier plan du débat sur la composition des réserves monétaires. Elles ne concernent pas les répercussions internes des variations intervenant dans la structure des réserves. Quand un pays a une balance des paiements excédentaire, les conséquences monétaires sur l'économie interne sont généralement les mêmes, c'est-à-dire que l'effet d'expansion monétaire est identique que l'excédent se traduise par une augmentation des réserves en or ou en dollars, ou par une amélioration de la position à l'égard du F.M.I. pourvu que, dans ce dernier cas, l'institut d'émission finance directement ou indirectement l'excédent. En revanche, les répercussions monétaires externes, c'est-à-dire sur

d'autres pays et sur l'ensemble du système monétaire international, sont très différentes selon qu'un pays utilise les excédents de sa balance des paiements pour renforcer ses réserves d'or, accroître ses réserves de dollars ou améliorer sa position à l'égard du F.M.I.

7. Cette incidence particulière de la politique des réserves sur la situation extérieure est liée au fait que tout accroissement des avoirs en devises d'un pays implique simultanément l'octroi à un autre pays d'un crédit au titre de la balance des paiements; à la vérité, cet effet se produit seulement s'il s'agit non d'une cession d'avoirs en devises par un pays tiers - auquel cas le crédit déjà accordé au titre de la balance des paiements est simplement transféré d'un pays à l'autre - mais d'un renforcement des réserves en devises allant de pair avec un nouvel endettement du pays à monnaie de réserve considéré. Les réserves de dollars des autorités monétaires étrangères sont passées de \$5,7 milliards à la fin de 1953 à \$13,1 milliards à la fin de 1964. Dans le même temps, les instituts d'émission étrangers, en renforçant leurs réserves de dollars, ont donc financé le déficit de la balance américaine des paiements (qui a atteint au total, pour ces onze années, un montant de \$24,2 milliards) à concurrence de \$7,4 milliards, soit près d'un tiers. La majeure partie de ce financement a incombé aux instituts d'émission des huit pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis et la Grande-Bretagne, avec plus de \$5 milliards¹⁾. Les avoirs en livres figurant dans les

1) Durant cette même période de 11 ans, les créances à court terme en dollars de l'étranger, autres que celles des autorités monétaires et des institutions internationales, c'est-à-dire celles des banques commerciales et des particuliers, ont progressé de \$6,3 milliards, contribuant aussi au financement du déficit de la balance américaine des paiements.

réserves officielles des autorités monétaires - la livre sterling était principalement détenue dans les réserves monétaires officielles des pays de la zone sterling - n'ont que peu augmenté dans le même temps; en fin de compte, la Grande-Bretagne n'a donc pas tiré d'avantages notables, pour le financement de sa balance des paiements, du rôle de monnaie de réserve joué par la livre. Pour cette raison et aussi parce que les instituts d'émission des pays membres de la C.E.E. ne détiennent pas dans leurs réserves d'avoirs en livres d'importance notable, la Grande-Bretagne ne sera pas, dans ce qui suit, considérée comme un pays à monnaie de réserve.

8. La politique des réserves des instituts d'émission, c'est-à-dire la répartition de leurs réserves monétaires entre l'or et les devises (il s'agit donc en pratique du dollar), décide en grande partie de la manière dont le pays à monnaie de réserve, autrement dit les Etats-Unis, finance les déficits ou les excédents de sa balance des paiements. Elle détermine donc, en définitive, l'importance des réserves de devises dont le monde a besoin pour compléter ses réserves d'or, et a aussi, de ce fait, une grande influence sur l'évolution du volume global des réserves monétaires mondiales, en d'autres termes, sur la "liquidité internationale".

9. Ce serait pourtant une erreur de rendre la politique de répartition des réserves pratiquée par les banques centrales responsable de l'effet inflationniste ou non inflationniste d'un déficit donné de la balance américaine des paiements. Que les Etats-Unis puissent régler leur déficit à l'égard du reste du monde en or ou dans leur propre monnaie (dollar E.U.), cela ne change rien à l'effet inflationniste actuel. S'il s'agit en revanche de savoir combien de temps ce pays pourra encore se permettre un déficit ayant un tel effet, c'est bien du mode de financement que dépend la réponse à cette question.

10. Pour cette dernière raison, l'accumulation de réserves en dollars par les banques centrales dans le cadre du système d'étalon de change or (ou, pourrait-on dire, de l'étalon or-dollar) est d'autant plus fortement critiquée que le déficit des paiements des Etats-Unis se prolonge. On prétend que l'octroi de crédits aux Etats-Unis en raison du déficit de leur balance des paiements, phénomène inhérent à la conception du système, donne à ce pays un privilège unilatéral, et que ces facilités de financement du déficit américain en ont favorisé le maintien et, partant, la persistance des tendances à l'inflation dans le monde. A ces critiques, on pourrait rétorquer que le reste du monde a également retiré des avantages de la pratique de l'accumulation de dollars et qu'en outre les Etats-Unis, devant l'aggravation continue de leur endettement extérieur à court terme, ont été de plus en plus incités à prendre garde que leur politique économique ne provoque pas, dans le reste du monde, une baisse de la confiance dans le dollar en tant que monnaie de réserve; il est vraisemblable que, depuis déjà quelque temps, l'action corrective de ce système est plus forte que son effet perturbateur. Toutefois, l'objet de cet exposé n'est pas de porter un jugement sur le passé et sur les effets exercés jusqu'à présent par l'étalon or-dollar. La seule question qui nous intéresse ici est de savoir comment le système de l'étalon de change or, ou plus exactement de l'étalon or-dollar, sous la forme que lui ont donnée vingt années d'usage, fonctionnera encore dans l'avenir ou s'il devra éventuellement subir de nouvelles transformations.

III. Les problèmes de la politique des réserves et leur évolution probable dans l'avenir

11. Toutes les considérations sur l'évolution future du système international des réserves doivent prendre pour hypothèse de base qu'à l'avenir l'accumulation de réserves de devises sous forme d'avoirs en dollars connaîtra certaines

limites: d'une part, du fait de plusieurs grands pays industriels, peu disposés à accroître encore leurs réserves dans cette monnaie, d'autre part, du fait des Américains eux-mêmes; ceux-ci reconnaissent en effet (cf. message du Président Johnson sur la balance des paiements en février 1965) qu'il serait dangereux pour eux d'aggraver encore leur endettement à court terme à l'égard des autorités monétaires étrangères sur les bases actuelles, et qu'en conséquence ils doivent coûte que coûte supprimer le déficit de leurs paiements extérieurs. Enfin, un développement de l'étalon or-dollar, sous sa forme actuelle, n'est plus guère possible; il est en train de se heurter à une limite naturelle (les participants aux discussions du "Groupe des Dix" l'ont unanimement reconnu dès 1964).

12. En outre, la situation actuelle est caractérisée par la brusque apparition, de temps à autre, de crises de confiance à l'égard des monnaies de réserve, par une tendance générale des pays industriels à accroître la part de l'or dans leurs réserves au détriment de celle du dollar et, enfin, par l'importance très variable que donnent à l'or les principaux pays dotés de réserves d'un montant notable.

13. En raison de cette situation et des perspectives d'avenir immédiat, les problèmes que posent les réserves sur le plan international peuvent s'énumérer comme suit:

- i) Le problème de la fourniture de moyens de réserve à plus long terme. Certes, si la suppression du déficit de la balance américaine des paiements met un frein à la "sortie de dollars", on ne peut que s'en réjouir. Mais cette disparition du déficit américain - qui devrait être aussi durable que possible dans l'intérêt de l'équilibre international - entraîne à plus longue échéance celle d'une importante source d'instruments de réserve. On ne peut guère escompter que les seuls apports d'or monétaire neuf pourront, à la

longue, suffire aux besoins. Il est d'autre part peu probable que, dans un proche avenir, d'autres devises que le dollar et la livre soient admises au nombre des monnaies de réserve internationales et que la dette extérieure à court terme en une nouvelle monnaie de réserve de ce genre prenne une importance notable. Une telle évolution n'est d'ailleurs guère souhaitée, comme l'ont unanimement constaté le rapport du "Groupe des Dix" et le 7ème rapport annuel du Comité monétaire de la C.E.E.

ii) Le problème du maintien des réserves existantes et de leur protection contre les crises de confiance.

Chaque fois que le montant des avoirs en devises convertis en or dépasse celui des nouveaux avoirs en devises créés dans le même temps par le jeu du déficit des paiements des pays à monnaie de réserve, les liquidités internationales se trouvent réduites à concurrence de la différence. A ne considérer que l'avenir rapproché, une certaine contraction des créances en dollars paraît supportable, tant qu'elle reste ordonnée (et en particulier, dans la mesure où elle résulterait au premier chef de l'obtention, par les Etats-Unis, d'excédents de devises à l'égard des pays européens pourvus de confortables réserves). Il en va différemment quand la liquidité internationale, à la suite de crises de confiance, est brusquement tarie par un mouvement de fuite devant l'une des monnaies de réserve. Une garantie serait alors souhaitable dans l'intérêt de la stabilité de l'économie mondiale.

iii) Le problème de la disparition progressive des liquidités par suite de la surenchère à laquelle se livrent certains pays sur le plan du relèvement de la part de l'or. A plus longue échéance, s'il n'est plus créé de réserves par l'intermédiaire du dollar, le système monétaire actuel sera très probablement hors

d'état de faire face suffisamment (ou correctement) aux besoins de liquidité de l'économie mondiale; si, de surcroît, la part de l'or dans les réserves monétaires tend, à long terme, à se relever, le problème deviendra encore plus difficile à résoudre. Il est hors de doute que l'exemple donné par certains pays qui se livrent à une surenchère dans ce domaine, encourage une telle tendance. Si la part de l'or dans l'ensemble des réserves monétaires mondiales était relevée de 1% en moyenne, celles-ci seraient réduites d'au moins \$700 millions, ce qui correspond à peu près au montant de l'apport annuel d'or monétaire.

- iv) Le problème de l'instabilité résultant de l'inégale répartition des réserves entre l'or et les devises: quand des devises quittent un pays où la part de l'or dans les réserves monétaires est habituellement faible pour un pays où elle est élevée, ce dernier aura tendance à les convertir en or. Ainsi, les Etats-Unis peuvent subir des pertes d'or sans que leur balance des paiements soit pour autant en déficit. Certes, une telle situation est simplement l'inverse de celle qui a été observée antérieurement, quand le déficit américain n'entraînait pas de sorties d'or, mais elle peut être malencontreuse, car elle empêche le rétablissement complet de la confiance dans le dollar, même après le retour des Etats-Unis à l'équilibre externe.

14. Le problème de la fourniture de moyens de réserves à plus longue échéance a été examiné au sein du Groupe des Dix par le groupe d'études Ossola. Si l'on veut être réaliste, il faut admettre comme hypothèse de base qu'actuellement et dans le proche avenir les chances d'une entente de tous les pays importants sur l'une des solutions possibles (C.R.U., investissements du F.M.I., compte

de compensation multilatéral, etc.) sont extrêmement faibles. Donc, il s'écoulera probablement plusieurs années avant que l'on puisse espérer trouver une solution satisfaisante à long terme au problème de la fourniture de moyens de réserves.

De même, il ne faut pas compter que les propositions tendant à consolider ou à garantir d'une autre façon les réserves actuelles en dollars et en livres (transfert au F.M.I., clause-or, crédits à long terme accordés à des fins monétaires aux pays à monnaie de réserve) puissent être adoptées dans un avenir assez rapproché; toutefois, en ce qui concerne les avoirs en livres tout du moins, l'évolution de la situation obligera peut-être à hâter les mesures de consolidation ou de soutien de cette monnaie, afin d'éviter de sérieuses perturbations dans l'économie mondiale.

15. En attendant que le mécanisme international des réserves soit complètement réorganisé - ce qui peut prendre un temps assez long -, ne serait-il pas possible d'harmoniser et de stabiliser dans une certaine mesure la politique des réserves sur un plan international? Un tel résultat pourrait être obtenu par l'assujettissement des instituts d'émission des pays de la C.E.E. à des règles communes régissant la composition de leurs réserves. Par exemple, les banques centrales pourraient convenir de maintenir constamment la proportion de l'or dans leurs réserves à l'intérieur d'une marge uniforme, par exemple entre 65 et 70% (ou entre 60 et 70%). On pourrait, de temps à autre, réviser cette marge afin de l'adapter à l'évolution de la situation économique mondiale.

La composition de l'élément devises ne serait pas fixée à l'avance. Au contraire, il devrait être possible d'englober dans la part qu'il serait convenu d'attribuer aux devises toutes les catégories possibles de créances de caractère monétaire. On y ferait figurer par exemple, outre les avoirs en dollars, des créances sur le F.M.I. au titre des A.G.E., des crédits bilatéraux de swap aux pays tiers, et même des créances en devises sur d'autres pays de la

C.E.E. Si plus tard les projets d'octroi, à des fins monétaires, de crédits à plus long terme assortis d'une garantie internationale (par exemple octroi de crédits à la Grande-Bretagne pour lui permettre de régler une partie des soldes en sterling) se concrétisaient, ces crédits pourraient également être comptés dans les réserves de devises; cette mesure correspondrait à un transfert partiel des Etats-Unis à la Grande-Bretagne des crédits accordés par les instituts d'émission pour le financement de la balance américaine des paiements, sans qu'il y ait nécessairement modification du volume total de ces crédits. La composition des réserves de devises devrait également faire l'objet de consultations permanentes entre les banques centrales participantes¹⁾.

16. Ces dispositions présenteraient les avantages suivants:

- i) Les cinq pays de la C.E.E. rassemblent environ les deux tiers des réserves de devises des pays du Groupe des Dix. Ainsi, une situation stable et facilement

1) Par rapport au plan Posthuma, cette proposition beaucoup plus souple présente les différences essentielles suivantes:
a) dans le plan Posthuma, les pourcentages respectifs de l'or et des devises étaient déterminés de façon absolument rigide, et devaient être les mêmes pour tous les pays. b) La composition des réserves de devises et le règlement des soldes de paiements en or, en monnaies étrangères et en monnaie nationale avaient aussi été fixés avec une précision mathématique et nécessitaient un dispositif spécial de compensation. c) Le plan Posthuma ne pouvait fonctionner qu'à condition d'englober la majeure partie des règlements internationaux, c'est-à-dire que sa mise en oeuvre nécessitait au moins la participation des pays du Groupe des Dix; cette obligation posait de nouveau un problème particulièrement difficile à résoudre: celui de l'adhésion des actuels pays à monnaie de réserve aux dispositions communes sur la répartition de l'or et des devises dans les réserves. d) Le plan Posthuma requérait une garantie-or pour tous les avoirs en monnaies dont il prévoyait la comptabilisation dans les réserves de devises, donc pour toutes les monnaies des pays participants.

contrôlable serait créée pour la part la plus importante des réserves de devises des pays industriels. Un tel arrangement dissiperait en grande partie les craintes d'un mouvement de fuite devant le dollar, qui pourrait perturber l'économie mondiale. En même temps, les pays de la Communauté apporteraient une preuve tangible de leur solidarité et un progrès notable serait accompli vers une harmonisation plus étroite de leur politique monétaire extérieure.

- ii) Les déséquilibres des paiements entre les pays de la C.E.E., par exemple un déficit des paiements de la République fédérale ayant pour contrepartie un excédent aux Pays-Bas, devraient être réglés en or entre ces pays à concurrence d'un pourcentage défini (une "discipline" serait ainsi instituée en matière de règlements en or), mais ces déséquilibres ne devraient pas entraîner de sorties d'or des Etats-Unis. Ainsi, une rupture de l'équilibre des paiements entre des pays de la C.E.E. n'aurait plus d'influence sur l'approvisionnement du monde en réserves monétaires.
- iii) Si la balance des paiements des Etats-Unis devait accuser de nouveau des déficits tandis que les pays de la C.E.E. enregistreraient en même temps des excédents de devises, le règlement en or par les Etats-Unis d'une part relativement importante serait garanti à priori sans qu'il soit nécessaire de prendre en considération des situations particulières.

17. A l'encontre d'un arrangement de ce genre, on peut formuler les principales objections suivantes:

- i) Imposer aux réserves monétaires un pourcentage minimum de devises reviendrait, en fait, à consolider l'endettement à court terme correspondant des Etats-Unis. On pourrait répliquer que l'arrangement vise justement, entre autres objectifs, à une consolidation

indirecte et partielle des réserves monétaires existantes, ou tout au moins à les garantir contre un mouvement de panique. Au reste, il ne cherche pas à aller trop loin dans cette voie afin que les Etats-Unis ne soient pas tentés d'aggraver leur endettement à court terme à l'égard de l'étranger. D'une part, la composition de l'élément devises des réserves pourrait être modifiée au détriment du dollar; d'autre part, la proportion des devises dans les réserves pourrait elle-même être modifiée à tout moment par une décision commune des cinq instituts d'émission.

- ii) Le fait de fixer un coefficient minimum de devises implique que les pays de la C.E.E. s'engagent, en cas d'expansion de leurs réserves globales, à accorder aux Etats-Unis des prêts supplémentaires à des fins monétaires. Il a déjà été signalé dans le paragraphe précédent que la part de l'élément "devises" dans les réserves, ainsi que la composition de cet élément, pourraient faire l'objet de révisions; celles-ci permettraient aussi de limiter ou d'éviter cette conséquence. Au reste, il convient évidemment de souligner avec force que les déficits éventuels de la balance des paiements des Etats-Unis, pays fournisseur de la monnaie de réserve, et le financement de ces déficits seront soumis encore plus étroitement que jusqu'à présent à la "surveillance multilatérale" (ce qui constituerait pour ainsi dire la contrepartie de l'entente entre les pays de la C.E.E. sur la stabilisation temporaire de leur politique des réserves).
- iii) L'obligation de détenir en devises une fraction minimum des réserves monétaires suppose l'octroi, pour ces réserves obligatoires, d'une garantie contre des variations du cours des changes (garantie-or). Cette exigence ne pourrait, à vrai dire, s'appliquer qu'à la part des réserves de devises dépassant celle qui

correspond aux fonds de roulement et à la contrepartie d'un endettement de l'Etat en devises. Il doit être possible de détenir cette part résiduelle des réserves de devises sous une forme incluant automatiquement une garantie contre les variations de cours, qu'il s'agisse de créances sur le F.M.I., de crédits swap assortis d'une garantie de change, ou de bons Roosa¹⁾.

18. Si un accord international portant réforme de la structure des réserves intervenait ultérieurement, soit dans le cadre du Groupe des Dix, soit à l'échelle mondiale, c'est-à-dire dans le cadre du F.M.I., il est probable qu'il serait relativement facile de passer de l'accord provisoire sur la composition des réserves qui vient d'être esquissé, à un accord sur un nouvel instrument international de réserve qui pourrait être, par exemple, comptabilisé dans les réserves de devises précédemment convenues.

19. Enfin - et ce dernier point n'est pas le moindre - il convient de rappeler qu'avec l'établissement de règles communes pour la composition des réserves et l'adaptation de ces règles à l'évolution de la situation monétaire internationale, on obtient, dans une certaine mesure, les mêmes résultats qu'avec la mise en commun, si souvent réclamée, d'une partie des réserves monétaires des pays de la C.E.E.

Annexe

1) Si l'acquisition de bons Roosa servait seulement à garantir, contre les variations des cours de change, la fraction minimum de réserve de devises, et non à octroyer aux Etats-Unis des crédits supplémentaires pour le financement de leur balance des paiements, les hésitations des instituts d'émission de certains pays membres de la C.E.E. à l'égard de cette forme de réserve de devises ne se justifiaient plus.

Part de l'or dans les réserves monétaires,
en pourcentage

Définition des réserves monétaires	Fin 1964				
	Républ. féd.	Belgique	France	Italie	Pays-Bas
1. <u>Statistiques nationales</u> ¹⁾ (déclarations fournies pour l'établissement des tableaux Esteva)	55,6	72,9	73,1	57,3	80,6
2. <u>Statistiques du F.M.I. (I.F.S.)</u> ²⁾	61,0	72,9	73,1	57,3	81,0
3. <u>Statistiques de l'A.M.E.</u> ³⁾ (relevés de la B.R.I.)	61,0	72,9	73,1	57,3	81,0
4. <u>Statistiques de la C.E.E.</u> ⁴⁾	59,4	72,9	73,1	57,3	81,0
5. <u>Statistiques de l'O.C.D.E.</u> ⁵⁾ (surveillance multilatérale, Groupe de Travail No 3)	60,9	71,8	73,1	57,3	80,6
p.m.					
6. <u>Réserves monétaires officielles (nettes) + Position extérieure nette des banques commerciales (calculées d'après la méthode Esteva)</u>	63,0	100,0	82,8	75,3	77,2

- 1) Or, créances en devises convertibles, "autres avoirs" (pour la Bundesbank: y compris la créance au titre des A.G.E.), chiffres bruts.
- 2) Or et créances en devises convertibles (chiffres bruts); pour la République fédérale: y compris les bons Roosa; pour la Belgique: non compris les bons Roosa.
- 3) Comme sous Note 2, mais réserves brutes pour la République fédérale, la France et l'Italie; réserves nettes pour la Belgique et les Pays-Bas.
- 4) Comme sous Note 2, mais y compris, pour la République fédérale, la créance au titre des A.G.E.
- 5) Comme sous Note 1, mais non compris, pour la République fédérale, la créance au titre des A.G.E., les créances sur la B.I.R.D. et les crédits de consolidation, et y compris les bons Roosa pour la Belgique.