

NOTEPOUR LE COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNEDETENTION ET CONVERSIONS DE DOLLARS PAR LES
PAYS DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

| | <u>Pages</u> |
|--|--------------|
| I. INTRODUCTION | 1 |
| II. NATURE DE LA DETENTION DE DOLLARS | 4 |
| III. EXAMEN TECHNIQUE DE LA SUGGESTION FORMULEE DANS LA PARTIE I. | 7 |
| <u>A. Problèmes techniques</u> | 7 |
| 1. Définition et extension de la notion "réserves de change de la C.E.E. en dollars" | 8 |
| 2. Définition de la notion "excédent ou déficit de la balance globale des paiements de la C.E.E." | 8 |
| 3. Nature et modalités des garanties à octroyer par les Etats-Unis | 10 |

| | |
|---|----|
| 4. Solidarité et garanties entre les pays de la C.E.E. | 11 |
| 5. Coordination à l'intérieur de la C.E.E. de la dé- tention et des conversions de dollars par les pays membres | 12 |
| 6. Forme juridique et durée d'un arrangement de cet- te nature | 15 |
| 7. Contreparties à exiger des Etats-Unis | 16 |
| 8. Relations avec les pays tiers | 17 |
| <u>B. Avantages et inconvénients de la formule préconisée</u> | 17 |
| 1. Avantages | 17 |
| 2. Inconvénients | 18 |
| <u>C. Autres solutions</u> | 20 |
| | |
| IV. ILLUSTRATION CHIFFRÉE DU SYSTEME PRECONISE | 21 |
| | |
| <u>A. Données chiffrées des années antérieures</u> | 22 |
| Année 1963 | 24 |
| Année 1964 | 27 |
| Année 1965 | 28 |
| | |
| <u>B. Données chiffrées pour l'année 1966</u> | 30 |

N O T EPOUR LE COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNEDETENTION ET CONVERSIONS DE DOLLARS PAR LES
PAYS DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNEI. INTRODUCTION

Les avoirs extérieurs officiels nets des pays de la C.E.E. s'élevaient au 31 mars 1966 à 23,8 milliards de dollars, comprenant 14,9 milliards d'or et 3,7 milliards de dollars (chiffres de la "Surveillance multilatérale"). Au 31 décembre 1963, les chiffres correspondants étaient 12,3 milliards pour l'or et 5,5 milliards pour les dollars.

Au cours des dernières années, la situation déficitaire de la balance des paiements des Etats-Unis a eu pour conséquence des conversions de dollars en or ramenant l'encaisse en or des Etats-Unis de 20,6 milliards de dollars en 1951 à 13,7 milliards actuellement.

La perspective du maintien du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis (éventuellement 2,4 milliards de dollars en 1966 contre 1,3 milliard en 1965) et de l'excédent de la balance des paiements de la C.E.E. pose divers problèmes en ce qui concerne la détention et les conversions de dollars par les pays de la C.E.E. :

- a) l'augmentation de la détention de dollars par la C.E.E. correspondrait à un financement du déficit américain à charge de la C.E.E.;
- b) la détention de dollars par la C.E.E. ne peut pas dépasser certaines limites;
- c) les conversions de dollars provenant du déficit actuel des Etats-Unis et les conversions de dollars accumulés antérieurement par la C.E.E. entraînent une ponction sur les réserves d'or des Etats-Unis.

Les pays de la C.E.E. se trouvent ainsi confrontés avec le problème de leur attitude à l'égard de la détention et des conversions de dollars, d'autant plus que leurs politiques dans ce domaine ne sont pas les mêmes :

- a) la proportion d'or dans les réserves des pays de la C.E.E. varie entre 50 % et 80 %;
- b) le volume des dollars détenus par les pays de la C.E.E. a considérablement fluctué passant, suivant les statistiques du F.M.I. (poste "Devises"), de 5,6 milliards en 1962 à 6,6 milliards en 1964 et à 4,4 milliards au début de 1966;

- c) certains pays détiennent un montant de dollars ne dépassant pas le volume nécessaire pour leurs interventions sur le marché des changes ("working balances"), d'autres y ajoutent un montant correspondant à leur endettement extérieur en dollars, d'autres détiennent des montants beaucoup plus importants;
- d) les pays de la C.E.E. ont tendance à convertir leurs excédents de balance des paiements en or et à couvrir leurs déficits par prélèvement sur leurs avoirs en dollars, ce qui introduit une dissymétrie dans le système;
- e) les proportions différentes d'or et de dollars dans les réserves des pays de la C.E.E. ont pour résultat que, selon que l'un ou l'autre pays de la C.E.E. est excédentaire, la ponction sur les réserves en or des Etats-Unis est plus importante (lorsque le pays excédentaire détient une forte proportion d'or) ou moins importante (pays excédentaire à faible proportion d'or), ce qui constitue un facteur d'instabilité.

Au cours des dernières années, les conversions de dollars en or par la C.E.E. ont atteint 92 millions de ^{dollars} en 1961, 519 en 1962, 518 en 1963, 530 en 1964 et 1082 en 1965. Tandis que les réserves en or de la C.E.E. augmentent, les réserves en dollars fléchissent. Il y a lieu de se demander quelle sera l'attitude des pays de la C.E.E. dans les prochains mois : continuer à convertir des dollars en or ou accumuler à nouveau des dollars ?

Certains aspects de ces problèmes ont fait l'objet d'un examen dans la note de la Deutsche Bundesbank du 15 juin 1965 pour le Comité des Gouverneurs.

La présente note examine certains aspects de la suggestion suivante : les pays de la C.E.E. convertiraient dorénavant régulièrement en or l'augmentation de leurs avoirs en dollars provenant de l'excédent global de la balance des paiements de la C.E.E. Ils conserveraient donc les montants de dollars qu'ils détiennent actuellement tant que la balance des paiements de la C.E.E. ne serait pas déficitaire. De cette façon, les déficits de balance des paiements d'un ou de plusieurs pays de la C.E.E. n'auraient plus d'incidence sur les réserves d'or des Etats-Unis tant qu'il n'y aurait pas d'excédent global de la C.E.E. Cette suggestion reviendrait à une compensation entre les pays de la C.E.E. de leurs excédents et déficits extérieurs au moyen de leurs avoirs en dollars.

II. NATURE DE LA DETENTION DE DOLLARS

Le système actuel de "gold-dollar-exchange-standard" est basé sur la détention de dollars comme réserves de change et sur la convertibilité du dollar en or au taux de 35 dollars pour une once d'or. Cette convertibilité en or est un élément déterminant de la stabilité du système monétaire international. Celui-ci ne peut donc subsister sous sa forme actuelle et ne peut fonctionner harmonieusement que pour autant que la convertibilité du dollar en or soit maintenue.

Des dollars sont détenus non seulement dans les réserves officielles, mais également par les banques privées.

La détention de dollars dans les réserves officielles et la politique des pays de la C.E.E. concernant la détention de dollars par le système bancaire privé sont déterminées par les considérations suivantes :

- a) certains pays ne gardent en dollars qu'un fonds de roulement ("working balances") nécessaire pour leurs interventions sur le marché des changes; d'autres pays détiennent des dollars en contrepartie d'opérations du secteur public ou de dettes extérieures libellées en dollars; d'autres enfin acceptent de maintenir une partie importante de leurs réserves en dollars;
- b) au cours des dernières années, divers perfectionnements des techniques monétaires internationales ("swaps" de la Federal Reserve Bank ^{de} New York) et une certaine "solidarité" internationale en vue du bon fonctionnement du système monétaire international ont amené les pays de la C.E.E. à détenir des dollars en quantités plus élevées et sous des formes nouvelles (swaps, titres de la B.I.R.D., etc...).

Jusqu'à présent chaque pays a toutefois agi d'une manière autonome, détenant des montants variables de dollars et gardant sa pleine liberté d'action. Aucun pays ne s'est engagé à ne pas diminuer le montant des dollars détenus. Aucune disposition n'a limité la convertibilité des dollars en or. Sauf dans des cas particuliers (technique des swaps), les dollars détenus n'étaient pas couverts par une garantie de change ou par une garantie-or.

La détention de dollars par les pays de la C.E.E., conformément à la suggestion formulée dans la partie I. ci-dessus, modifierait la nature de cette détention :

- a) le volume minimum des dollars détenus par les pays de la C.E.E. serait fonction de l'évolution de la balance des paiements globale de la C.E.E.; le volume détenu ne pourrait être réduit que dans la seule hypothèse d'un déficit global de la balance des paiements de la C.E.E. et non en fonction du déficit particulier de l'un ou l'autre pays; tant que la C.E.E. serait en équilibre, il y aurait pour ainsi dire une "congélation" de ses avoirs en dollars sous la forme d'une détention collective et concertée par la C.E.E. de dollars qui seraient théoriquement convertibles en or mais ne seraient jamais présentés à la conversion;
- b) le volume maximum des dollars détenus par les pays de la C.E.E. serait en principe fixé "ne varietur", puisque les pays de la C.E.E. convertiraient régulièrement en or un montant de dollars équivalent à l'excédent global de la balance des paiements de la C.E.E.;
- c) entre pays de la C.E.E., leurs avoirs en dollars (c.à.d. une monnaie d'un pays tiers) revêtiraient, dans certains cas et pour certains montants, le caractère de moyens obligatoires de couverture des excédents de balance des paiements, en ce sens que les pays de la C.E.E. ayant un excédent de balance des paiements devraient accepter les dollars des pays déficitaires, dollars qui ne seraient pas convertis en or tant que la balance globale des paiements de la C.E.E. ne serait pas excédentaire.

En définitive, la nouvelle technique proposée organise une convertibilité concertée des dollars détenus par la C.E.E. par une action commune des pays de la C.E.E. Au-delà du montant de dollars actuellement détenus par la C.E.E., les "dollars nouveaux" seraient en principe convertis en or. Tant que la balance des paiements de la C.E.E. ne serait pas déficitaire, les avoirs actuels en dollars de la C.E.E. ne seraient temporairement plus convertis en or.

III. EXAMEN TECHNIQUE DE LA SUGGESTION FORMULEE DANS LA PARTIE I.

A. Problèmes techniques

Sans pouvoir aborder d'une manière approfondie tous les problèmes techniques de la suggestion analysée dans cette note, on attirera ici l'attention sur certains aspects techniques de la détention et des conversions concertées de dollars par les pays de la C.E.E. en liaison avec l'évolution de la balance des paiements globale de la C.E.E.

1. Définition et extension de la notion "réserves de change de la C.E.E. en dollars"

Une action concertée des pays de la C.E.E. suppose une définition homogène des "avoirs en dollars" non seulement sur le plan statistique, mais surtout sur le plan du comportement des autorités monétaires à l'égard de ces avoirs.

Il sera essentiel de se mettre d'accord à'une manière précise :

- sur le volume exact des avoirs en dollars (problème statistique)
- sur la nature de ces avoirs : avoirs à vue, à terme, swaps, Bons Roosa, autres actifs ou créances;
- sur l'inclusion ou la non-inclusion des avoirs des banques privées;
- sur les passifs éventuels à déduire et sur le mode de calcul brut ou net de certaines catégories d'avoirs;
- sur le mode de calcul des variations des avoirs par rapport à la période de référence.

2. Définition de la notion "excédent ou déficit de la balance globale des paiements de la C.E.E."

On connaît les difficultés inhérentes à la notion de "balance des paiements" et celles relatives à une définition précise des concepts correspondant aux notions d'"excédent" et de "déficit" de la balance des paiements.

Lorsqu'il s'agit de la C.E.E. dans son ensemble, le problème devient plus délicat encore parce que l'élaboration d'une balance des paiements globale de la C.E.E. au départ de balances nationales pose des problèmes compliqués.

Une définition de l'excédent ou du déficit de la balance globale des paiements de la C.E.E. comme critère d'une politique concertée de détention et de conversions de dollars par les pays de la C.E.E. exigera la mise au point de plusieurs critères techniques :

- établissement de méthodes homogènes d'élaboration et d'interprétation des données des balances des paiements des pays de la C.E.E. et de la balance globale des paiements de la C.E.E. (notamment l'interprétation des rapports entre l'évolution des réserves de change et l'évolution de la balance des paiements, en particulier les "leads and lags" et les "erreurs et omissions");
- délais nécessairement assez longs d'établissement des balances des paiements;
- difficulté d'isoler dans les balances des paiements les relations entre la C.E.E. et les Etats-Unis, en raison du fait que le dollar ainsi que les monnaies de la C.E.E. sont convertibles;
- sort à réserver dans l'appréciation du solde excédentaire ou déficitaire des balances des paiements aux

opérations compensatoires de caractère monétaire (swaps, emprunts à court terme, tirages F.M.I., euro-dollars, transferts de dollars du secteur bancaire vers les réserves officielles et vice-versa) et aux opérations de caractère spécial (remboursements anticipés, préparations sur opérations officielles, Bons Roosa, etc ...).

En raison des imprécisions inévitables des balances de paiements et des délais nécessaires, la confrontation entre les variations du volume des avoirs en dollars des pays de la C.E.E. et l'évolution de la balance globale des paiements de la C.E.E. devra nécessairement avoir lieu a posteriori et d'une manière approximative. Les pays de la C.E.E. pourront convertir en or l'augmentation de leurs avoirs en dollars pour autant que cette augmentation corresponde à un excédent récent de la balance des paiements de la C.E.E.

3. Nature et modalités des garanties à octroyer par les Etats-Unis

Tant que chaque pays détient des dollars sous sa propre responsabilité et qu'il reste seul juge de la conversion ou de la non-conversion en or de ses avoirs en dollars, il lui appartient de décider souverainement du genre de garanties qu'il exige pour les dollars qu'il détient.

On sait que ce problème des "garanties" est particulièrement délicat. Les autorités officielles américaines font preuve de réticence à l'égard de l'octroi d'une garantie de change ou d'une garantie-or généralisée.

Toutefois, la détention concertée et en quelque sorte obligatoire de dollars par les pays de la C.E.E. n'est pas réalisable sans une garantie à l'égard d'une décision unilatérale des autorités américaines concernant la valeur-or du dollar. Ceci est d'autant plus nécessaire que le système préconisé pourrait aboutir à une consolidation à long terme du montant actuellement détenu en dollars par la C.E.E., sans perspectives d'amortissement.

4. Solidarité et garanties entre les pays de la C.E.E.

En renonçant à convertir des dollars en or pour des montants supérieurs à l'excédent global de la balance des paiements de la C.E.E. et en s'engageant à accepter des dollars de leurs partenaires de la C.E.E. en couverture de leurs excédents de balance des paiements, les pays de la C.E.E. créent entre eux une solidarité dans la détention de dollars.

Cette solidarité entraîne des risques qui doivent être couverts d'une manière adéquate et équitable.

Il faut donc envisager des formules de garanties entre les pays de la C.E.E. : dans un système de garanties solidaires chaque pays de la C.E.E. continuerait à supporter le risque de la détention collective de dollars pour une part équivalant au volume des dollars qu'il détenait au moment de la mise en application du nouveau système.

5. Coordination à l'intérieur de la C.E.E. de la détention et des conversions de dollars par les pays membres

Ceci constitue le problème le plus délicat de la suggestion analysée dans cette note : comment organiser le fonctionnement d'un tel système dans un régime de monnaies convertibles et de marchés ouverts aux arbitrages internationaux et régularisés par les interventions des autorités monétaires ?

En l'absence d'un mécanisme de compensation multilatérale du genre de celui de l'U.E.P., les pays de la C.E.E. couvriraient leurs déficits de balance des paiements en cédant des dollars ou de l'or et ils recevront le règlement de leurs excédents en dollars ou en or. Rien ne serait changé au mécanisme actuel.

Le nouveau système se différenciera toutefois du régime actuel, dans le chef des pays excédentaires, car pour que ceux-ci puissent convertir en or l'augmentation nette de leurs avoirs en dollars, il faudra en principe que la balance des paiements de la C.E.E. présente un solde excédentaire global d'un montant équivalent. Mais ceci ne

pourra être vérifié qu'après un certain délai et vraisemblablement d'une manière approximative.

A cet égard, deux formules peuvent être envisagées :

- soit que le ou les pays excédentaires accumulent des dollars pendant un certain temps et ne les convertissent en or qu'ultérieurement pour autant qu'il soit établi que la C.E.E. a été excédentaire ;
- soit que le ou les pays excédentaires puissent convertir immédiatement en or l'accroissement de leurs réserves en dollars, sous réserve de devoir rétrocéder ultérieurement l'or contre des dollars si le montant des conversions de dollars a dépassé l'excédent de la balance des paiements de la C.E.E.

Dans les deux cas, il faudra :

- a) fixer la périodicité des "vérifications" des chiffres des réserves de change et des balances des paiements ;
- b) procéder à une "ventilation" entre les pays excédentaires des conversions de dollars en or (au prorata de leurs excédents) ou éventuellement de l'or à rétrocéder.

On constate que l'évolution des réserves en or et en dollars de chacun des pays membres dépendra à la fois de l'évolution de sa balance des paiements et de l'évolution de la balance des paiements des autres pays membres de la C.E.E. Dans cette mesure, aucun pays ne sera plus maître de la composition de ses réserves.

Au moment de la mise en vigueur du nouveau système, il sera nécessaire de fixer le montant de dollars détenu par la C.E.E. comme norme de référence, ce qui peut poser des problèmes entre les pays C.E.E. considérant qu'ils ont trop ou trop peu de dollars à ce moment.

La coordination à l'intérieur de la C.E.E. consistera dès lors à formuler la règle qu'une diminution du volume des dollars détenus par les pays membres de la C.E.E. par rapport au chiffre de référence ne sera justifiée qu'en cas de déficit global de la C.E.E., tandis que toute augmentation du volume des dollars détenus par la C.E.E. par rapport au chiffre de référence devra donner lieu à conversion de dollars en or.

Les pays en déficit pourront utiliser leurs dollars pour couvrir ces déficits ; mais dans la mesure où leurs cessions de dollars dépasseraient le volume du déficit global de la C.E.E., le montant de ce dépassement devrait faire l'objet d'une cession d'or contre dollars.

Un dernier point mérite de retenir l'attention. En cas d'équilibre global de la C.E.E. accompagné de déficits importants d'un ou plusieurs ^{pays} membres et d'excé-

dents importants d'autres pays, quel est le montant de dollars qui pourrait éventuellement s'accumuler chez les pays excédentaires ? Le volume des dollars détenus dans les réserves officielles a varié entre 3,3 et 5,5 milliards de dollars au cours des dernières années (chiffres de la "Surveillance multilatérale"). Une partie de ces montants peut être conservée par les pays déficitaires comme "working balances" ou comme couverture de certains engagements. Le solde aurait dû être transféré d'un pays à l'autre. Mais, dans le cas de certains pays, les montants totaux disponibles furent parfois élevés : 2,9 milliards de ^{dollars} pour l'Allemagne en 1963 et 1,2 milliard pour l'Italie au début de 1966. Des déséquilibres importants au sein de la C.E.E. entre certains grands pays fortement déficitaires et d'autres pays excédentaires pourraient provoquer des transferts de montants non négligeables de dollars chez les pays excédentaires.

6. Forme juridique et durée d'un arrangement de cette nature

Si les pays de la C.E.E. prennent des dispositions en vue de coordonner leurs attitudes en matière de détention et de conversions de dollars, il faudra examiner la forme juridique à donner à de tels arrangements et la durée de ceux-ci.

Juridiquement le dollar est librement convertible pour les autorités monétaires. La suggestion examinée dans cette note consisterait à introduire la notion d'une limitation contractuelle à la convertibilité du dollar. Elle pourrait prendre la forme juridique d'une décision unilatérale et révocable des pays de la C.E.E. ou d'un accord entre la C.E.E. et les Etats-Unis.

La durée d'un tel arrangement est également un facteur de grande importance.

7. Contreparties à exiger des Etats-Unis

Les Etats-Unis trouveraient dans un arrangement de ce genre l'avantage d'échapper au risque de conversions directes en or des dollars détenus actuellement par la C.E.E. et d'être mis à l'abri des conversions résultant uniquement d'excédents de balances des paiements de certains pays de la C.E.E. en l'absence d'un excédent global de la C.E.E.

Un tel arrangement exigerait toutefois des contreparties de la part des Etats-Unis :

- a) une formule satisfaisante de garantie de change ou de garantie-or sur les dollars détenus actuellement par la C.E.E.
- b) l'acceptation d'une discipline internationale efficace (surveillance multilatérale et "adjustment process").

- b) la formule préconisée mettrait les Etats-Unis à l'abri des pertes d'or résultant de la conversion directe en or de dollars détenus actuellement par la C.E.E. ou résultant de transferts de dollars entre pays de la C.E.E. ayant des proportions or/dollar différentes;
- c) le système éviterait la surenchère entre les pays de la C.E.E. pour obtenir la conversion en or de leurs avoirs en dollars;
- d) le système créerait une solidarité entre les pays de la C.E.E. et constituerait un premier pas expérimental dans la voie de l'harmonisation de leurs politiques de réserve et d'un financement communautaire des excédents et des déficits de la balance des paiements de la C.E.E.
- e) pour autant que cela soit actuellement utile au bon fonctionnement du système monétaire international, le système aboutirait à une consolidation temporaire et partielle des avoirs en dollars dans le monde au moins en ce qui concerne la C.E.E.

2. Inconvénients

- a) le système poserait des problèmes techniques pour le calcul de l'évolution des avoirs en dollars des pays de la C.E.E. et de la concordance de ces données avec les excédents ou les déficits de la balance globale des paiements de la C.E.E.;

8. Relations avec les pays tiers

La suggestion examinée comporte des implications pour les pays tiers.

Les relations avec ceux-ci peuvent avoir une influence sur le volume d'or et de dollars détenu par les pays de la C.E.E.

Il y aurait lieu d'examiner si le nouveau système est compatible avec une pleine liberté pour les pays de la C.E.E. de recevoir des dollars des pays tiers ou de leur en céder.

B. Avantages et inconvénients de la formule préconisée

L'examen de certains aspects techniques de la nouvelle formule de détention et de conversions de dollars par les pays de la C.E.E. permet de dégager les principaux avantages et inconvénients de cette formule.

1. Avantages

- a) une attitude commune et coordonnée des pays de la C.E.E. leur permettrait de mieux résister aux pressions exercées par les États-Unis en vue de freiner les conversions de dollars en or et de faire adopter le principe d'une conversion régulière en or de l'augmentation des avoirs en dollars correspondant à l'excédent global de la C.E.E.;

- b) le système aboutirait, au bénéfice des Etats-Unis, à une consolidation des avoirs liquides en dollars (tant que la C.E.E. ne serait pas en déficit);
- c) le système ferait prendre par les seuls pays de la C.E.E. l'initiative et la responsabilité d'une action en faveur du dollar;
- d) la formule préconisée reviendrait à une suspension partielle et de durée indéterminée de la convertibilité du dollar en or dans les seules relations entre les Etats-Unis et la C.E.E. : une telle mesure pourrait être nuisible au prestige du dollar et diminuer la confiance dans cette monnaie;
- e) le système exigerait la mise au point du statut des dollars détenus par la C.E.E. et l'octroi d'une garantie-or ou à tout le moins d'une garantie de change par les Etats-Unis;
- f) le système créerait une solidarité a posteriori entre les pays de la C.E.E. pour des dollars qu'ils auraient accumulés d'une manière autonome et en application de politiques de réserves qui ne seraient pas encore harmonisées (nécessité de garanties entre les pays de la C.E.E.);
- g) le système constituerait un premier pas vers une harmonisation des politiques de réserves et vers une mise en commun des réserves, alors que les instances responsables (politiques et techniques) ne se sont pas encore prononcées sur le principe d'une telle orientation.

C. Autres solutions

Les objectifs de la suggestion analysée sont les suivants :

- 1) éviter de nouvelles accumulations de dollars par les pays de la C.E.E. en cas d'excédent global de la C.E.E.
- 2) mettre les Etats-Unis à l'abri de pertes d'or résultant de conversions de dollars par les pays de la C.E.E. en l'absence d'un excédent global de la C.E.E.
- 3) coordonner les politiques des pays de la C.E.E. dans le domaine de la détention et de la conversion de dollars.

Ces mêmes objectifs pourraient éventuellement être atteints par d'autres formules.

Ce serait notamment le cas de tirages sur le Fonds Monétaire International.

Les Etats-Unis peuvent atténuer ou compenser l'incidence de conversions de dollars sur leur encaisse en or par des tirages sur le F.M.I. Le Fonds à son tour peut faire appel aux "General Arrangements to Borrow" ou à d'autres techniques en vue de reconstituer ses disponibilités en monnaies des pays de la C.E.E.

De cette manière, les pays de la C.E.E. éviteraient des nouvelles accumulations de dollars en transformant ces dollars en tranches-or et super-tranches-or ou en autres créances sur le Fonds ou en avoirs auprès du Fonds.

Une attitude commune des pays de la C.E.E. à l'égard de telles opérations et de leurs modalités de financement constituerait, d'une manière indirecte, une ébauche de politique commune de réserves.

Il y a lieu de souligner que le F.M.I., par le caractère multilatéral de ses opérations et par la solidarité internationale qu'entraînent ces opérations, est le mécanisme approprié pour assurer un financement collectif d'une action commune en faveur des Etats-Unis, sans modifier le statut international du dollar, ni mettre en danger la liquidité des avoirs en dollars de la C.E.E.

IV. ILLUSTRATION CHIFFRÉE DU SYSTEME PRECONISE

En vue d'illustrer la suggestion analysée dans la présente note, cette partie IV donne quelques exemples chiffrés à l'aide d'informations statistiques relatives aux années antérieures et à l'année 1966. Ces données sont basées sur une documentation fournie par les Services de la C.E.E., sur les statistiques mensuelles de la surveillance multilatérale et sur des sources diverses. Il y a lieu d'insister sur la complexité des problèmes statistiques que posent toutes comparaisons de l'évolution des réserves de change avec les excédents et les déficits des balances des paiements, en particulier pour la C.E.E. dans son ensemble. A cela s'ajoutent les difficultés de comparaisons de données puisées à des sources différentes.

Les données présentées ne visent donc pas à fournir une analyse homogène et précise des faits. Elles constituent des "modèles" indiquant, en traits généraux, de quelle manière la formule préconisée aurait pu fonctionner au cours des dernières années ou pourrait éventuellement fonctionner dans les prochains mois.

A. Données chiffrées des années antérieures

Au cours de la période 1963-1965, les excédents et les déficits des balances des paiements des pays de la C.E.E. et de la balance globale des paiements de la C.E.E. ont évolué comme indiqué au tableau I en prenant comme base de calcul l'évolution des réserves monétaires officielles et la position en devises des banques commerciales.

Tableau I

Excédents ou déficits de balance des paiements
des pays de la C.E.E. et de la C.E.E.

(en millions de dollars)

| | <u>1963</u> | <u>1964</u> | <u>1965</u> | <u>1963-1965</u> |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Allemagne | + 512 | + 95 | - 281 | + 326 |
| Belgique- Luxembourg | + 18 | + 176 | + 134 | + 328 |
| France | + 654 | + 796 | + 951 | + 2.411 |
| Italie | - 1.259 | + 800 | + 1.577 | + 1.118 |
| Pays-Bas | + 181 | + 57 | - 24 | + 224 |
| <u>Total</u> | + 106 | + 1.934 | + 2.357 | + 4.407 |
| | ==== | ===== | ===== | ===== |

(Source : Services de la C.E.E.)

(Voir également Rapport B.E.I. 1966, p. 127)

Ces excédents et déficits ont été couverts par les variations des réserves officielles (or, devises et positions F.M.I.) et par les variations des positions nettes en devises des banques commerciales.

Pour la C.E.E. dans son ensemble, l'excédent pour ces trois années atteint 4,4 milliards de dollars et sa contrepartie dans l'augmentation des réserves de change officielles et dans la position en devises des banques commerciales se présente comme suit :

Tableau II
C.E.E. - Total des années 1963 à 1965
(en millions de dollars)

| | | |
|---|----------|--------------|
| Or | + | 3.378 |
| Devises officielles nettes ... | - | 393 |
| Positions F.M.I. | + | 1.683 |
| Position nette en devises des banques commerciales | - | 261 |
| <u>T o t a l</u> | <u>+</u> | <u>4.407</u> |

(Source : Services de la C.E.E.)

Ainsi qu'on le constate à la lecture des tableaux I et II, au cours des années 1963 à 1965 :

- 1) la C.E.E. a eu chaque année un excédent global;
- 2) le seul cas de déficit important a été celui de l'Italie en 1963 s'élevant à 1.259 millions de dollars;
- 3) deux autres cas de déficits, pour des montants limités, se sont présentés en 1965 : l'Allemagne pour 281 millions de dollars et les Pays-Bas pour 24 millions de dollars;

- 4) bien que l'excédent de la C.E.E. ait été fort important, le montant net des devises officielles a diminué de 393 millions de dollars et la position nette en devises des banques commerciales s'est détériorée de 261 millions de dollars;
- 5) l'augmentation de l'or (+ 3.378) et des positions F.M.I. (+ 1.683) atteint au total 5 milliards de dollars, dépassant de 654 millions (chiffres repris au point 4) ci-dessus) l'excédent de la C.E.E.

Si le nouveau système examiné dans cette note avait été appliqué sur la base des chiffres illustratifs repris ci-dessus, il aurait donné lieu à une évolution au sujet de laquelle on peut faire les observations suivantes.

Année 1963 (1)

1. La C.E.E. n'aurait pu convertir que peu de dollars en or puisque son excédent n'atteignait que 106 millions de dollars; en fait, les conversions de dollars ont atteint 518 millions de dollars (conversions uniquement par la France)
2. Il y aurait eu un transfert important de dollars par le seul pays déficitaire, l'Italie (- 1.259 millions de dollars), vers les cinq autres pays. A la fin de 1962, les réserves officielles de l'Italie s'élevaient à <
- 3,8 milliards de dollars, dont 2,2 milliards d'or et 1,4 milliard de devises.

Ce pays n'aurait donc pu couvrir que partiellement son déficit à l'égard de ses partenaires en puisant dans ses réserves

(1) Voir tableau I, page 22.

de dollars, puisqu'une partie de celles-ci constituait des "working-balances" indispensables.

3. L'Italie a couvert une partie non négligeable de son déficit par une diminution des avoirs en devises (- 161 millions de dollars) et par une augmentation des engagements en devises (- 481 millions de dollars) des banques commerciales italiennes, soit une détérioration nette de la position en devises de celles-ci de 642 millions de dollars. L'incidence d'une opération de cette nature sur le nouveau système est très complexe. Le fait que les banques italiennes ont emprunté pour près de 500 millions de dollars de devises a diminué d'autant l'incidence du déficit italien sur les réserves en or et en devises de la C.E.E. (voir point 4. ci-dessous).

4. Alors que la C.E.E. a eu un excédent global de 106 millions de dollars, les variations des réserves officielles et de la position en devises des banques commerciales en 1963 ont été les suivantes pour l'ensemble des pays de la C.E.E. :

| | | (en millions de dollars) | |
|--|---|--------------------------|--------------------------|
| Or | + | 879 | |
| Devises officielles nettes | + | 365 | |
| Positions F.M.I. . . | + | 76 | |
| Position nette en devises des banques commerciales | - | 1.214 | dont |
| | | | (Allemagne - 176 |
| | | | (Belgique-Luxembg - 206 |
| | | | (France - 202 |
| | | | (Italie - 642 |
| | | | (Pays-Bas + 12 |
| T o t a l + | | 106 | |

Les banques commerciales des pays de la C.E.E. ont augmenté leurs engagements en devises de 1,5 milliard de dollars et leurs avoirs en devises de 280 millions de dollars; leur position nette en devises s'est détériorée de 1.214 millions de dollars. Ce chiffre explique que bien que l'excédent global de la C.E.E. n'ait atteint que 106 millions de dollars, les réserves officielles (or + devises et positions F.M.I.) aient augmenté de 1.320 millions de dollars.

5. Cette dernière constatation illustre la complexité du problème. Si l'on s'en tient aux seules réserves officielles, il y a eu en 1963 une augmentation sensible des réserves d'or (+ 879 millions de dollars) et une augmentation limitée des réserves nettes officielles de devises (+ 365 millions de dollars), sans rapport avec l'excédent très réduit de la C.E.E. (+ 106 millions de dollars). Suivant le système envisagé, le montant des dollars n'aurait pas dû augmenter et les conversions de dollars en or n'auraient pas pu dépasser 106 millions de dollars.

Toutefois, si l'on inclut dans les calculs la position en devises des banques privées et selon que l'on inclue leur position brute ou leur position nette, la situation est totalement différente. Plusieurs questions peuvent être posées à ce sujet. Faut-il considérer la totalité ou une partie de l'augmentation brute (1,5 milliard de dollars) ou de l'augmentation nette (1.214 millions de dollars) des engagements en devises des banques commerciales comme des dollars que la C.E.E. pouvait convertir en or en plus de son excédent de 106 millions de dollars ? Faut-il au contraire traiter l'augmentation nette de ces engagements [△] comme une diminution

des "avoirs en dollars" de la C.E.E. ? Dans ce cas, cette diminution n'aurait-elle pas été en contradiction avec le système envisagé qui suppose que les "avoirs en dollars de la C.E.E." ne peuvent pas diminuer en l'absence d'un déficit de la balance globale des paiements de la C.E.E. ?

Année 1964 (1)

En 1964, tous les pays de la C.E.E. ont été excédentaires et l'excédent global de la C.E.E. a atteint 1,9 milliard de dollars.

Dans l'hypothèse envisagée, il n'y aurait pas eu de cessions de dollars entre les pays de la C.E.E. et l'excédent de 1,9 milliard de dollars aurait pu être converti en or.

En fait cet excédent a donné lieu aux mouvements suivants pour l'ensemble des pays de la C.E.E. :

(en millions de dollars)

| | | | |
|---|---|--------------|--|
| Or | + | 887 | |
| Devises officielles nettes | + | 309 | |
| Positions F.M.I. | + | 576 | |
| Position nette en devises des banques commerciales .. | + | 162 | { augmentation des avoirs 698 |
| | | <u>1.934</u> | { augmentation des engagements 536 |
| <u>Total</u> | + | <u>1.934</u> | |

(1) Voir tableau I, page 22.

Suivant l'hypothèse envisagée, la C.E.E. n'aurait pas augmenté ses avoirs nets en devises (réserves officielles et banques commerciales) en 1964 pour les montants indiqués ci-dessus. Dans la mesure où il s'agit de dollars, ceux-ci auraient pu être convertis en or.

Année 1965 (1)

Comme en 1964, la C.E.E. a eu en 1965 un excédent important : 2,4 milliards de dollars.

Les deux seuls pays déficitaires, l'Allemagne (- 281 millions de dollars) et les Pays-Bas (- 24 millions de dollars) auraient pu céder un montant total de 305 millions de dollars à répartir approximativement comme suit : à la France 163 millions, à l'Italie 107 millions et à la Belgique 15 millions. De tels montants n'auraient évidemment pas posé de problèmes.

La C.E.E. aurait eu le droit de convertir des dollars en or pour un montant maximum de 2,4 milliards de dollars.

En fait, cet excédent a donné lieu aux mouvements suivants pour l'ensemble des pays de la C.E.E. :

(en millions de dollars)

| | |
|---|---------|
| Or | + 1.611 |
| Devises officielles nettes | - 1.069 |
| Positions F.M.I. | + 1.032 |
| Position nette en devises des banques commerciales | + 793 |

(1) Voir tableau I, page 22.

On peut faire les constatations suivantes pour 1955 :

- 1) tous les pays de la C.E.E., à l'exception de l'Italie, ont diminué leurs réserves officielles nettes en devises, certains même pour des montants importants (en millions de dollars) :

| | | | |
|-------------------------|---|--------------|-------------------|
| Allemagne | - | 654 | (déficit - 281) |
| Belgique- Luxembourg | - | 54 | (excédent + 134) |
| France | - | 534 | (excédent + 951) |
| Italie | + | 256 | (excédent + 1577) |
| Pays-Bas | - | 83 | (déficit - 24) |
| <u>Total</u> | - | <u>1.059</u> | <u>=====</u> |

En principe, suivant l'hypothèse envisagée, les avoirs en dollars n'auraient pas pu diminuer.

- 2) les pays de la C.E.E. ont augmenté leurs réserves en or (+ 1.511 millions de dollars) et leurs positions F.M.I. (+ 1.032 millions de dollars) pour un montant supérieur de 276 millions de dollars à leur excédent (2,4 milliards de dollars).
- 3) les banques commerciales ont augmenté leurs avoirs en devises de 2.122 millions de dollars (Italie + 1.022, France + 546, Belgique et Luxembourg + 206, Pays-Bas + 268, Allemagne + 80), tandis que leurs engagements augmentaient de 1,3 milliard de dollars, soit une augmentation nette de la position en devises des banques commerciales de 793 millions de dollars (dont 621 millions pour l'Italie et 253 millions pour la France).

- 4) tandis que les avoirs officiels nets en devises diminuaient de 1.069 millions de dollars, la position nette en devises des banques privées augmentait de 793 millions; si l'on fait la compensation des deux chiffres et si l'on inclut le solde dans les "avoirs en dollars de la C.E.E.", ceux-ci ont diminué de 276 millions de dollars, alors que suivant l'hypothèse envisagée ils n'auraient pas pu diminuer.

B. Données chiffrées pour l'année 1966

L'évolution défavorable de la balance des paiements des Etats-Unis constitue l'élément de base des quelques considérations que l'on peut émettre concernant l'année 1966.

Comme pour les années 1963 à 1965, il s'agit de chiffres donnés à titre illustratif et utilisés comme hypothèses de raisonnement. En aucun cas, ils ne peuvent être considérés comme un essai de prévision.

Les hypothèses les plus plausibles sont les suivantes :

- a) accentuation du déficit des Etats-Unis, qui pourrait s'établir entre 2 et 2,5 milliards de dollars contre 1,3 milliard en 1965;
- b) maintien de l'excédent de la C.E.E. à un niveau proche de celui de 1965 (2,4 milliards), soit par exemple 2 milliards de dollars;

c) maintien de déséquilibres au sein de la C.E.E., mais vraisemblablement moins prononcés qu'en 1965 par suite d'une réduction des excédents français et italien et d'une atténuation du déficit allemand.

Comment se présenterait la situation si un nouveau système de détention et de conversion de dollars était appliqué par les pays de la C.E.E. pour l'ensemble de l'année 1966 ?

Il pourrait y avoir des transferts de dollars au sein de la C.E.E. de pays déficitaires vers les pays excédentaires, toutefois pour des montants inférieurs aux ^{transferts} ~~à ceux~~ qui auraient eu lieu en 1965 (305 millions de dollars) si un nouveau système avait été appliqué. Ces transferts s'effectueraient presque exclusivement vers la France et l'Italie. Leur ampleur ne poserait pas de problèmes.

La C.E.E. dans son ensemble étant en excédent ne verrait pas diminuer le montant de ses avoirs en dollars. L'excédent d'environ 2 milliards de dollars (par hypothèse) pourrait être converti en or, tout au moins dans la mesure où il ne serait pas financé par une augmentation des positions F.M.I. ou par des opérations spéciales ne constituant pas une augmentation des réserves de change.

En ce qui concerne la position nette en devises des banques commerciales, on a vu qu'au cours des années 1963 à 1965 celle-ci a joué un rôle important mais erratique. Si une partie de l'excédent de la C.E.E. se

matérialiserait sous la forme d'avoirs en dollars des banques commerciales et si ces avoirs devaient être compris dans le montant global des "avoirs en dollars de la C.E.E.", qui en principe ne devraient pas augmenter, les autorités officielles pourraient convertir en or un montant équivalent de dollars détenus dans les réserves officielles.

Au cas où les banques commerciales se procureraient des dollars en augmentant leurs engagements, la question deviendrait plus complexe. Si l'augmentation des engagements des banques dépassait l'augmentation de leurs avoirs, on pourrait considérer qu'il y a eu une diminution nette des "avoirs en dollars de la C.E.E." non conforme à la situation excédentaire de la balance des paiements de la C.E.E. De plus, il semblerait que l'augmentation des avoirs en dollars des banques commerciales provenant de l'augmentation de leurs engagements en dollars ne pourrait pas être convertie en or.
