

# La réouverture du marché des changes de Londres

Autor(en): **Goetschin, Pierre**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **10 (1952)**

Heft 4

PDF erstellt am: **13.09.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-133854>

## **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

## **Haftungsausschluss**

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

## La réouverture du marché des changes de Londres

par PIERRE GOETSCHIN

Le marché des changes de Londres, autrefois l'un des fleurons de la City, sort d'un état de torpeur qui a duré plus de douze années. Ce réveil a lieu au moment où l'Angleterre est en proie à de fortes poussées inflationnistes et doit faire des efforts désespérés pour mettre un terme à l'épuisement progressif de ses réserves. Si toutefois les circonstances économiques sont singulièrement différentes de celles qui ont précédé la dernière guerre, le milieu organique du marché a été ressuscité à peu de chose près dans son intégralité. Ses constituants en sont toujours les banques par le canal desquelles l'offre et la demande de moyens de paiement étrangers se manifestent. Seuls cependant les instituts bancaires spécifiquement désignés par la Banque d'Angleterre (Authorized Banks), et qui sont au nombre de 108 actuellement, forment le marché proprement dit. Ce groupe comprend non seulement les principales banques anglaises, mais aussi les agences londoniennes de grands établissements étrangers ayant leur siège social aux Etats-Unis, en France, en Belgique ou en Suisse <sup>1</sup>. Quelques maisons de « merchants », qui autrefois opéraient directement sur le marché, n'ont pas été autorisées à reprendre leurs activités et doivent s'adresser aux banques lorsqu'elles ont des transactions de change à exécuter.

Les relations entre membres du marché sont rendues très aisées par l'intervention de courtiers de change (exchange brokers). Il n'est pas interdit aux banques de traiter entre elles, mais la coutume veut que la majeure partie des transactions, à l'exception des petits montants, soit effectuée par l'intermédiaire des « brokers ». Ceux-ci d'ailleurs, étant en contact étroit avec toutes les banques au moyen de lignes téléphoniques privées, sont en mesure de formuler des cours effectifs et de permettre le dénouement d'opérations les plus variées. Leur rôle exclusif étant celui d'agents, ils ne sont jamais partie principale dans un contrat de change. Leur rémunération n'est pas prélevée dans le cours, mais sous forme d'une commission (brokerage).

Au point de vue technique, l'organisation du marché de Londres supporte avantageusement la comparaison avec le système continental de la bourse à heures fixes, dans un local particulier, tel qu'il existe à Paris ou à Bruxelles. L'idée de club vient à l'esprit ; les gentlemen qui le composent ont parfois le verbe haut, mais sont tous soucieux de conserver intactes les règles non écrites de moralité d'affaires qui sont caractéristiques du lieu.

---

<sup>1</sup> En l'occurrence, la Société de Banque Suisse.

Jusqu'en septembre 1939, n'importe quelle monnaie pouvait être librement échangée sur la place de Londres. La suspension du « gold standard » en 1931 et la constitution du fonds d'égalisation des changes en 1932 avaient apporté des éléments nouveaux dans le mécanisme de formation des cours, mais n'altérèrent point le principe de complète liberté appliqué au commerce des devises. Ce n'est que lors des périodes de fluctuations chaotiques et extravagantes que des injonctions semi-officielles furent passées aux banques en vue de couper court à certaines pratiques de la spéculation. A partir de 1935 en particulier, les autorités découragèrent les opérations à terme ne reposant pas sur des transactions commerciales véritables.

Durant le dernier conflit, l'impérieuse nécessité de mettre à disposition du gouvernement le maximum de ressources financières aux fins de poursuivre l'effort militaire légitima le contrôle serré de tous les mouvements de fonds avec l'étranger, la protection du sterling afin de soustraire son pouvoir d'achat externe aux manigances de l'ennemi ou des spéculateurs internationaux, et le drainage des principales monnaies étrangères.

La Banque d'Angleterre, agissant pour le compte du Trésor britannique, devint l'organe central de surveillance et édifia par étapes le système, maintenant classique, des catégories de comptes sterling. Tout montant déposé dans une banque du Royaume-Uni prend en quelque sorte la nationalité du pays de résidence de l'ayant-droit : ainsi un avoir appartenant à une banque suisse et défini comme créance suisse doit être enregistré dans un « Swiss Account ». Les comptes sterling sont en outre distribués en quatre groupes principaux : « Resident Accounts » (soit ceux de personnes domiciliées dans la zone monétaire anglaise), « American Accounts », « Transferable Accounts » et « Bilateral Accounts ». Les modalités de transfert entre les groupes respectifs ou à l'intérieur d'entre eux constituent la clé de voûte du contrôle des changes britannique<sup>1</sup>.

Les règlements en devises se superposent grosso modo au système de base en sterling avec de notables restrictions, la plus importante étant que les moyens de paiement étrangers ne peuvent faire l'objet de transferts d'un pays à l'autre, mais doivent être convertis en sterling. Avant les récents développements, les paiements en devises étaient restreints pratiquement à un petit nombre d'unités, connues sous la désignation de « Specified Currencies »<sup>2</sup>. Nulle personne, physique ou morale, résidant dans la zone sterling, n'était en droit de conserver à l'étranger des soldes en compte libellés en ces monnaies. Ces dernières devaient être cédées sans délai à la Banque d'Angleterre, qui d'autre part en avait le monopole de vente. La banque, en sa qualité de gérante du fonds d'égalisation des changes, en fixait les cours d'achat et de vente, au comptant et à terme ; après Bretton Woods, ces cours reposèrent sur les

<sup>1</sup> Le schéma de la page 277 donne une vue précise du fonctionnement de cette vaste machine.

<sup>2</sup> Franc belge, franc français et colonial, franc luxembourgeois, franc suisse, franc de Djibouti, florin hollandais, écu portugais, dollar américain, dollar canadien, peso argentin, peso uruguayien, cruzeiro brésilien, piastre indochinoise, livre libanaise, livre syrienne et quelques autres de moindre importance.

parités du Fonds monétaire international. Aucune obligation de cession ne frappait les autres monnaies, mais la Banque d'Angleterre se refusant à les traiter, leur marché était absolument nominal.

Après la guerre, le retour à des conditions économiques mondiales un peu moins anormales mit en lumière plusieurs des imperfections inhérentes à un système rigide de contrôle des changes, qui exclusivement national, dispose de peu de pouvoirs de coercition en dehors des frontières politiques. Plusieurs centres étrangers tolérèrent le commerce des différentes catégories de sterling. New-York, en particulier, organisa un marché actif en « cheap sterling », cotant plus de cinquante cours, selon qu'il s'agissait de « transferable sterling », de « security sterling »<sup>1</sup> ou de livres appartenant à l'un ou l'autre des « Bilateral Accounts ».

Des disagios atteignant jusqu'à 20 % au-dessous de la parité officielle furent enregistrés. Les marchands continentaux tirèrent parti de ces circonstances pour acheter dans la zone sterling des matières premières payées en « cheap sterling », qu'ils revendaient aux États-Unis ou ailleurs contre dollars. Le disagio leur permettait soit de baisser leurs prix au détriment de leurs compétiteurs britanniques, soit de réaliser un bénéfice de change appréciable. Outre le désagrément de voir le sterling impunément sous-évalué à l'étranger, l'extension sur une base toujours plus large de semblables opérations impliquait encore pour le Trésor la perte de montants considérables en dollars.

En vue d'éliminer ces cours disparates, les méthodes de contrôle furent renforcées, mais sans grand succès. Seule la libération du sterling aurait pu provoquer la disparition de ces marchés ; la malheureuse tentative de convertibilité de 1947 prouva cependant qu'une telle décision était prématurée, étant donné l'état critique des réserves.

La décision prise par le gouvernement canadien, en octobre 1950, de laisser sa monnaie, dépourvue de toute parité officielle, trouver son équilibre en fonction de l'offre et de la demande, offrit aux autorités monétaires anglaises l'opportunité d'une mesure plus appropriée. La Banque d'Angleterre permit aux banques agréées de traiter librement le dollar canadien, soit entre elles, soit avec leurs correspondants au Canada, à des cours résultant de l'offre et de la demande ; elle continua à publier pendant deux semaines des cours officiels journaliers basés sur les cours de clôture obtenus le soir précédent à Montréal, puis interrompit toute cotation. Les risques des fluctuations de change, au comptant et à terme, passaient entièrement au marché. Un résultat immédiat de cette décision fut l'uniformisation, à New-York, des cours du sterling en « Canadian Account ».

En avril 1951, le commerce des billets de banque fut considérablement allégé, mais le pas décisif, qui marque véritablement la renaissance du marché des changes, fut franchi le 17 décembre 1951. A partir de cette date, les banques furent autorisées à effectuer des transactions en monnaies étrangères entre elles, avec d'autres instituts de la zone sterling, ou avec leurs correspondants étrangers, à condition que soit respecté le principe de bilatéralité qui veut que

<sup>1</sup> Comptes bloqués.

les opérations n'englobent jamais plus de deux monnaies, à savoir le sterling d'une part et l'unité étrangère d'autre part. Un achat ou une vente de francs suisses ne peut avoir pour seule contrepartie qu'une vente ou un achat de sterling en « Swiss Account ». Cette disposition fut, par la suite, atténuée à l'égard des deux dollars qui devinrent convertibles l'un en l'autre.

La Banque d'Angleterre substitua à ses cours antérieurs au comptant (spot) des limites extrêmes et élargies laissant suffisamment de champ aux fluctuations du marché. Les limites pour le dollar américain et le franc français furent les premières assignées, puis progressivement, à mesure que les banques centrales des pays en cause donnaient leur assentiment, les plus importantes des « Specified Currencies » se virent attribuer leurs limites respectives. Les autres monnaies jouissaient déjà d'une complète liberté.

Le Fonds monétaire international prescrivant que les cours maximums et minimums entre monnaies des pays membres ne doivent pas s'écarter de plus de 1 % de part et d'autre de la parité, la Banque d'Angleterre respecta ses engagements en adoptant dans presque tous les cas une proportion d'environ  $\frac{3}{4}$  %. Ces extrêmes sont néanmoins plus éloignés l'un de l'autre que les points-or sous le « gold standard ». Leur fonction présente d'ailleurs quelque similitude. Si les cours du marché tendent à se confondre avec les limites, ils déclenchent automatiquement, à ce niveau, l'intervention officielle, qui joue dès lors le rôle des mouvements d'or. Si cette intervention persiste assez longtemps sous la pression du marché, il est très probable que des transferts de métal précieux auront effectivement lieu entre banques centrales. Du fait que, dans une plus large mesure qu'auparavant, les déficits des balances des paiements sont couverts par des crédits gouvernementaux, l'analogie ne doit pas être prise trop à la lettre.

Les différentes notions de parités et de cours dont il vient d'être fait mention sont groupées dans le tableau ci-après afin d'en rendre la comparaison plus facile :

Place	Parités du F. M. I.	Cours officiels avant le 17. 12. 51	Nouvelles limites extrêmes	Cours du marché en date du 3. 9. 52
(en unités monétaires étrangères pour 1 £)				
New-York .....	\$ 2.80	2.79 $\frac{7}{8}$ —2.80 $\frac{1}{8}$	2.78— 2.82	2.78—2.78 $\frac{1}{4}$
Paris <sup>1</sup> .....	Fr. 980.—	979—981	972—988	984 $\frac{1}{2}$ —985 $\frac{1}{2}$
Bruxelles .....	Fr. 140.—	139.90—140.10	139—141	139 $\frac{5}{8}$ —139 $\frac{7}{8}$
Amsterdam.....	Fl. 10.64	10.63— 10.65	10.56—10.72	10.56 $\frac{1}{2}$ —10.57 $\frac{1}{2}$
Zurich <sup>1</sup> .....	Fr. 12.2439	12.23— 12.26	12.14—12.35	12.18 $\frac{1}{2}$ —12.19 $\frac{1}{2}$
Stockholm <sup>2</sup> .....	Cr. 14.485	14.47— 14.50	14.37—14.60	14.48—14.50
Oslo <sup>2</sup> .....	Cr. 20.—	19.98— 20.02	19.85—20.15	19.98—20.00
Copenhague <sup>2</sup> .....	Cr. 19.34	19.32— 19.36	19.20—19.48	19.33—19.35
Lisbonne <sup>1</sup> .....	Esc. 80.50	80.35— 80.65	79.90—81.10	79.90—80.20

<sup>1</sup> Pas de parité déclarée au F. M. I. La parité indiquée ici est celle adoptée pour les règlements dans le cadre de l'Union européenne de paiements.

<sup>2</sup> Les trois monnaies scandinaves sont les seules unités non-comprises dans les « Specified Currencies » qui ont des limites officielles.

Une initiative de plus grande portée encore fut prise en matière de change à terme (*forward exchange*). Jusqu'en décembre 1951, la Banque d'Angleterre avait mis à disposition des importateurs et exportateurs britanniques du change à terme à des conditions particulièrement modiques. Ses cours, fixes, étaient obtenus en ajoutant ou soustrayant du comptant, selon qu'il s'agissait d'un achat ou d'une vente, une légère commission représentant un intérêt annuel de 1 % approximativement. Le coût peu élevé du terme, joint au taux anormalement bas de l'escompte (taux officiel 2 %), avait permis aux marchands étrangers de maintenir des positions spéculatives contre la livre sterling, tout en obtenant à Londres des facilités de crédit beaucoup plus avantageuses que dans leur propre pays. Selon les sentiments prévalant à propos de l'avenir du sterling, les contrats de change à terme passés avec la Banque d'Angleterre étaient tous uniformément dans le même sens. Lorsque les craintes d'une dévaluation du sterling se faisaient plus pressantes, la Banque devait faire face à un fort courant d'achats de devises à terme ; quant aux importateurs étrangers de marchandises anglaises, ils reculaient le plus possible la liquidation de leurs engagements en faisant appel au crédit. La tendance unilatérale sur le marché à terme d'une part et le volume considérable des paiements différés d'autre part avaient des répercussions fâcheuses sur la balance des paiements et imposaient à la Banque d'Angleterre la prise de risques sans rapport avec ses fonctions de banque centrale.

La Banque transféra au marché les responsabilités qu'elle avait assumées jusqu'alors en libérant les transactions à terme et en renonçant à fixer tout cours officiel. Les banques agréées ne furent plus obligées de couvrir chaque jour leurs positions avec la Banque d'Angleterre, mais en vue de mettre un frein aux mouvements spéculatifs possibles, deux sortes de restrictions leur furent imposées : *a*) pour chaque devise, le volume des transactions à terme couvertes par du comptant (*forward against spot*) ne peut dépasser un montant maximum ; *b*) pour chaque devise, une position ouverte (*open position*), soit un excès global de ventes ou d'achats, ne peut être maintenue que jusqu'à concurrence d'un montant déterminé. Pour illustrer ce qui précède, supposons que pour la banque X. le « terme » contre « comptant » peut s'élever à francs belges 20.000.000.— et que la position non couverte autorisée est de francs belges 1.000.000.—. Si sur le marché le comptant est à la hausse et le terme indique une prime élevée, la banque fera un usage optimum des possibilités qui lui sont conférées et la situation suivante apparaîtra dans ses livres :

<i>Ventes à terme maximales</i>	<i>Achats au comptant servant de couverture</i>	<i>Position ouverte (risque de change)</i>
fr. b. 20.000.000.—	fr. b. 21.000.000.—	+ fr. b. 1.000.000.—

Il est évident que le jeu des deux limites ci-dessus assigne à chaque banque en particulier et au marché dans son ensemble un champ d'action relativement réduit. Même si le franc belge fait l'objet d'une demande croissante, que la hausse du cours ne suffit pas à décourager, le potentiel du marché sera vite épuisé dès le moment où toutes les banques auront vendu à terme jusqu'au plafond de leurs quotes. Seule la demande de comptant pourra continuer d'être

satisfaite en recourant à la Banque d'Angleterre, au prix officiel. Ces limites n'ont cependant pas été fixées tout à fait arbitrairement et elles sont présumées correspondre dans une certaine mesure au chiffre d'affaires « commerciales » réalisé avant guerre. En fait, l'opinion du marché est que les limites sont loin de tenir tout à fait compte de la réalité.

Indépendamment de ces restrictions, les banques agréées traitent librement entre elles ou avec leurs correspondants étrangers, à des cours résultant des forces en présence sur le marché. Envers leur clientèle, elles sont tenues de s'assurer, comme pour le comptant d'ailleurs, que l'opération à terme proposée soit liée à une transaction commerciale véritable. Tout contrat à terme s'étendant au-delà de six mois doit faire l'objet d'une autorisation expresse de la Banque d'Angleterre. Cette dernière, quoique n'opérant plus à terme, se réserve toutefois un droit d'intervention au cas où les fluctuations seraient préjudiciables aux intérêts économiques du pays.

Le tableau suivant donne une idée de l'évolution intervenue dans les cours à un mois de terme et explique du même coup le mode de compter pratiquement à Londres :

Place	Cours comptant avant le 17. 12. 51		Reports et Déports de la Banque d'Angleterre		Cours à terme avant le 17. 12. 51	
	Vente	Achat	Vente	Achat	Vente	Achat
	(en unités monétaires étrangères pour 1. £)					
New-York .....	2.79 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>	2.80 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>	— <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	+ <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	2.79 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>	2.80 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>
Paris .....	979	981	— 1	+ 1	978	982
Bruxelles .....	139.90	140.10	— 12	+ 12	139.78	140.22
Amsterdam .....	10.63	10.65	— 1	+ 1	10.62	10.66
Zurich .....	12.23	12.26	— 1	+ 1	12.22	12.27
Place	Cours comptant le 3. 9. 52		Reports et Déports le 3. 9. 52		Cours à terme le 3. 9. 52	
	Vente	Achat	Vente	Achat	Vente	Achat
	(en unités monétaires étrangères pour 1. £)					
New-York .....	2.78	2.78 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	— <sup>15</sup> / <sub>16</sub>	— <sup>11</sup> / <sub>16</sub>	2.77 <sup>1</sup> / <sub>16</sub>	2.77 <sup>9</sup> / <sub>16</sub>
Paris .....	984 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	985 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	+ 1	+ <sup>4</sup> / <sub>4</sub>	985 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	989 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Bruxelles .....	139 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>	139 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>	— 1 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>	— <sup>5</sup> / <sub>8</sub>	138 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	139 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Amsterdam .....	10.56 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	10.57 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	— 2	0	10.54 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	10.57 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Zurich .....	12.18 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	12.19 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	— 4	— 1	12.14 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	12.18 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
<p><i>Remarques :</i> Londres cotant le « certain », le report ou prime (premium), indiqué par le signe —, se déduit du comptant, tandis que le déport (discount), indiqué par le signe +, s'y ajoute. La Banque d'Angleterre prélevait uniformément un report à la vente et un déport à l'achat. Les distinctions du marché sont plus subtiles et une monnaie forte, comme le dollar ou le franc suisse, fait prime aussi bien à la vente qu'à l'achat ; le banquier s'efforce alors d'obtenir la plus haute prime possible lorsqu'il vend et de réduire celle-ci au maximum lorsqu'il achète. Le raisonnement inverse s'applique dans le cas du départ. Le moto des cambistes londoniens est de vendre au prix bas et d'acheter au prix haut.</p>						

Le degré de flexibilité introduit dans le marché des changes est significatif d'un retour à la réalité du mécanisme des prix. L'initiative et le risque sont passés à ceux qui, rompus aux finesses du métier, sont capables de faire fonctionner en connaissance de cause une machine délicate. Néanmoins l'espace libéré est encore entouré de hautes barrières, dont certaines sont considérées comme permanentes. Aux yeux d'un cambiste d'avant-guerre, la nouvelle formule doit sembler fort éloignée de la conception d'un marché réellement libre. De nombreuses entraves s'opposent encore à la rencontre de tous les éléments traditionnels d'offre et de demande de devises. Quelques-unes sont énumérées ci-après :

a) *Le contrôle des changes conserve toute sa rigueur.*

La renaissance du marché n'a pas allégé la structure des contrôles monétaires et économiques. Aucun relâchement n'a été concédé dans l'exercice de cette surveillance qui nécessite la même abondance de documents divers qu'auparavant.

Le principe de bilatéralité rend impossible l'arbitrage triangulaire et des disparités de cours assez considérables peuvent apparaître pour une même monnaie sur différents centres. Une convertibilité partielle existe cependant pour les deux dollars que l'on peut « arbitrer » l'un contre l'autre sur n'importe quel marché admettant une telle opération, à savoir pour l'instant New-York, Montréal et Zurich.

b) *Le marché des changes n'a plus de liaisons directes avec l'or.*

Cette ségrégation n'est pas un phénomène récent et les mouvements d'or monétaire sont le secteur réservé des banques centrales depuis une quarantaine d'années au moins. Mais dans le passé, ces transferts exerçaient une influence, tout au moins psychologique, sur les cours. Actuellement, les envois d'or passent quasi inaperçus ; le crédit qui s'est largement substitué à l'or pour le règlement des soldes non compensés des dettes internationales (Union européenne de paiements) n'a guère d'effet immédiat sur le change. Ce n'est que par les sinueux détours des ajustements subséquents de la balance des paiements, ou par l'inflation interne suscitée éventuellement par l'accord du crédit, que le marché des changes sera peut-être touché.

Le fonds d'égalisation des changes s'est vu confier une fonction nouvelle : son intervention ne se borne pas seulement à diriger les cours ou à atténuer de violentes fluctuations, mais elle encadre le marché, le délimite, et son automatisme ressemble à celui des points-or. Le fonds en outre englobe l'ensemble des réserves du pays. Cette masse de manœuvre lui permet d'absorber les pressions du marché sans qu'il s'ensuive avant longtemps un mouvement d'or. Le niveau des cours ne donne aucune certitude pour conclure que le pays perd ou reçoit du métal précieux, même si les limites extrêmes sont atteintes.

Les transactions intervenant pour des raisons autres que monétaires sur le marché des métaux précieux (bullion market) fournissaient des apports notables au marché des changes. Malheureusement, le London Bullion Market n'est



plus qu'une ombre effacée et le fait que les prix mondiaux des métaux précieux ne sont plus exprimés en sterling mais en dollars est l'indice le plus clair du terrain perdu.

c) *Les mouvements de capitaux à court terme ont été éliminés à peu près totalement en dehors de la zone sterling.*

Cette absence prive le marché d'éléments variés qui, s'ils n'étaient pas toujours souhaitables, n'en constituaient pas moins, dans le passé, des facteurs correctifs importants des balances des paiements. Ces mouvements, lorsqu'ils n'avaient pas pour seule origine la spéculation ou la panique, tendaient à établir un équilibre entre les structures des taux d'intérêt sur les centres financiers mondiaux. Ils apportaient une contribution particulièrement large à la formation des cours à terme.

Keynes, dans son opuscule « Tract on Monetary Reform », fut l'un des premiers à souligner le fait que le cours à terme pour une certaine devise a tendance à s'établir en fonction de la parité des taux d'intérêt entre les deux centres entrant en ligne de compte. Si pour des investissements comparables au point de vue de la liquidité et du risque, le taux d'intérêt à New-York est de 1 % et à Londres de 2 %, un transfert de fonds se développera de New-York à Londres. Afin de maintenir la valeur effective du capital, l'opération inverse de rapatriement sera couverte par un contrat de change à terme. Son coût, c'est-à-dire la prime à déboursier pour l'achat du dollar à terme, devrait se monter à environ 1 %, soit au point où de nouveaux transferts de New-York sont découragés, la transaction ne présentant plus aucun avantage.

Il n'y a pas d'accord unanime sur cette théorie, mais il est incontestable que tant que les déplacements de capitaux ont leur origine dans des considérations de rentabilité, les taux d'intérêt exercent une influence primordiale sur l'évolution des cours à terme. La circulation des capitaux étant bloquée, il serait vain de chercher à découvrir dans les cours cotés à Londres un reflet quelconque des parités d'intérêt avec les places étrangères. Ainsi, le « call money » s'élève en Suisse à 1 % et à Londres à 2 ½ %. Pour autant que les taux à court terme soient comparables, ils expriment une relation du même ordre. En temps normal, des fonds suisses devraient affluer à Londres afin de bénéficier de la différence d'intérêt de 1 ½ %. Si tel était le cas, le franc suisse à terme ferait une prime qui, exprimée par un taux avoisinerait 1 ½ %. En fait, cette prime s'est jusqu'à présent maintenue avec constance aux environs de 4 ½ %. Ce niveau élevé, sans rapport avec les taux d'intérêt des deux pays, indique clairement combien les marchés internationaux sont encore séparés par des cloisons étanches. Dans les circonstances actuelles, les cours à terme sont déterminés dans une très large mesure par les besoins commerciaux.

d) *De nombreuses transactions ne passent pas par le marché.*

C'est le cas notamment des achats de matières premières entrepris par des agences gouvernementales et qui font l'objet de méthodes de financement particulières. En dernier ressort, ces opérations influencent nécessairement la balance des paiements et exercent une pression sur les réserves monétaires,

mais tout le processus se déroulant en dehors du marché des changes, celui-ci n'en subit les répercussions que par de lointains détours.

De même, les buts spéciaux auxquels sont affectés les dollars de l'aide américaine rendent leur acheminement en direction du marché des plus improbables.

e) *Les centres financiers étrangers ont maintenu leurs propres restrictions de change.*

Certaines de ces restrictions ont un effet limitatif direct et sensible sur le volume des échanges passant par le marché. Les banques scandinaves ne sont pas encore en mesure de fournir des contreparties à terme, ce qui a pour conséquence de réduire cette section aux seuls mouvements locaux d'offre et de demande. Les Portugais n'ont pas été autorisés à entrer en contact avec les cambistes de Londres, d'où un chiffre d'affaires relativement minime en escudos. A Paris, les opérations à terme ne sont permises que jusqu'à trois mois; toute requête à Londres pour une période plus longue doit trouver sur place sa contrepartie. Enfin d'autres pays, tels que l'Espagne, appliquent des régimes de changes fixes ou multiples qui excluent même un embryon de marché.

Les paragraphes qui précèdent suggèrent avec suffisamment de netteté que le marché des changes de Londres est loin d'atteindre un chiffre d'affaires comparable à celui d'avant-guerre, et cela malgré l'inflation des prix qui a considérablement accru la valeur nominale des échanges commerciaux. Durant les années 1930 à 1939, on estimait que le 70 % environ du mouvement total provenait de la spéculation, des arbitrages ou des migrations de capitaux. Ainsi qu'on l'a vu plus haut, ces facteurs n'entrent plus en ligne de compte. L'information statistique étant inexistante, toute comparaison numérique entre le passé et le présent est rendue impossible. Cependant, il est intéressant de noter à ce propos que, pour l'instant, neuf maisons de « brokers » suffisent à expédier avec aisance les affaires qui leur sont confiées, tandis qu'autrefois trente de ces firmes, travaillant sous pression, avaient souvent de la peine à faire face au flot continu d'ordres.

Un aspect de la réouverture du marché des changes difficile à apprécier est l'effet que les variations de cours et les bénéfices ou pertes de change exercent sur la balance des paiements. Depuis que des prix variables se sont substitués aux cotations officielles rigides, la livre sterling a eu plutôt tendance à se déprécier, notamment par rapport aux deux dollars. C'est à terme que le disagio du sterling s'est manifesté de la manière la plus prononcée et jusqu'à aujourd'hui<sup>1</sup>, seul le franc français, victime d'une instabilité chronique, a été coté avec un déport. Ce phénomène de faiblesse généralisée de la livre a vraisemblablement des répercussions analogues à celles d'une dévaluation. Les exportateurs britanniques qui rapatrient en devises le produit de leurs ventes bénéficient d'une prime élevée lors de la conversion en sterling; ou encore il leur est loisible d'ajuster leurs prix formulés en monnaie étrangère proportionnellement à la prime, renforçant ainsi leur capacité de concurrence. Le stimulant à l'exportation est par contre compensé par le renchérissement des

<sup>1</sup> 10 septembre 1952.

achats à l'extérieur. Ainsi, la prime du franc belge sur le sterling correspondant à un taux annuel d'intérêt de 6 % environ, le coût des marchandises belges importées et payables à trois mois en est approximativement majoré de 1,5 %.

Il est malheureusement impossible en pratique d'estimer l'influence réelle du change à terme sur les prix, surtout pour une courte période. Mais l'intérêt croissant avec lequel les milieux commerciaux suivent l'évolution des cours laisse présumer que ceux-ci sont pris de plus en plus en considération dans les calculs de prix de revient, en tous les cas pour les transactions importantes.

L'activité des cambistes, lorsqu'elle se développe sur le plan international, constitue un appoint appréciable à cette partie de la balance des paiements que l'on qualifie d'invisible. Autrefois l'arbitrage de change était une source caractéristique de profits « sur » l'étranger. Etant actuellement limité aux deux dollars, son rôle est négligeable. Les relations avec les correspondants étrangers, entravées par les contrôles, ne revêtent pas le degré d'intensité connu avant guerre ; en conséquence, la majeure partie des transactions de change se déroulent entre banques locales et il est clair qu'une fraction très importante des pertes ou gains de change réalisés sont en réalité de simples transferts internes de revenus ne modifiant en rien la situation financière du pays vis-à-vis des autres nations.

A ce stade de l'examen rapide des récents développements dans le marché des changes de Londres, l'impression dominante est le caractère transitoire du statut actuel. Techniquement, une certaine liberté, très appréciable, a été accordée, mais il est non moins évident que le bénéfice immédiat en résultant pour l'économie nationale reste, choc psychologique mis à part, de peu d'envergure. Les banques recouvrent un terrain d'activités qui était autrefois leur domaine par excellence ; leur clientèle bénéficie de l'émulation suscitée par le retour aux lois du marché. Les autorités monétaires disposent aussi d'un baromètre de meilleure qualité permettant de prendre la température du sterling et incontestablement le nouvel instrument fournit des moyens d'appréciation de beaucoup supérieurs aux notations apparaissant sur les marchés gris internationaux.

Considérée dans le cadre plus vaste des objectifs à longue échéance envisagés par les autorités monétaires anglaises, l'expérience tentée sur le marché des changes est du plus grand intérêt quoiqu'elle manque de relief à première vue. Ces objectifs, ainsi qu'ils ont été formulés à la conférence des ministres des finances du Commonwealth en janvier passé, comprennent le retour à la convertibilité de la livre sterling. La position de Londres comme centre financier mondial et chambre de compensation internationale repose en définitive sur l'usage universel d'un sterling uniformisé et inspirant confiance. Pour cela, il faut augmenter les réserves, empêcher le retour de déficits chroniques de la balance des paiements et éliminer la disparité entre les pouvoirs d'achat internes et externes de la livre, résultat d'une expansion monétaire excessive, causée par un mécanisme de recours trop facile auprès de la Banque Centrale et par le gonflement des crédits bancaires. En vue de restreindre l'abondance des moyens de paiement, stimulant dangereux des importations et de la hausse des prix internes, le gouvernement renforça, en octobre 1951, les contrôles qualitatifs du crédit déjà existants, mais pas assez efficaces, par la mise en vigueur d'une

discipline monétaire empruntée à l'orthodoxie. Les hausses successives du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, de 2 % à 2 1/2 %, puis à 4 %, signifiaient la fin du processus d'émission à guichet ouvert caractéristique de la politique d'argent à bon marché. La base du crédit elle-même, c'est-à-dire la liquidité bancaire sur laquelle s'échafaude la pyramide des avances et des placements, fut dramatiquement compressée par la conversion de £ 1000 millions de Bons du Trésor détenus par les banques et leur remplacement par des échéances échelonnées jusqu'en 1954 (1 3/4 % Serial Funding, remboursable le 14 novembre 1952, 1953 et 1954).

Cette consolidation de la dette flottante obligea les banques à des réajustements fondamentaux de leurs bilans ; les placements étant enflés du montant consolidé, tandis que la liquidité subissait une diminution correspondante, il s'en suivit un vaste mouvement de compensation prenant la forme soit d'une diminution des avances, soit d'une liquidation des investissements les plus rapidement disponibles, à savoir les fonds d'Etat. Les ventes en bourse de ces valeurs déprimèrent leur cours au bénéfice de leur rendement, tandis que le taux des avances était porté à un niveau estimé suffisant pour décourager tout recours abusif à l'emprunt. Toute la structure des taux d'intérêt du pays, du call money aux prêts hypothécaires, s'aligna rapidement en fonction du taux d'escompte, concrétisant la politique de rationnement du sterling.

Il serait fastidieux d'énumérer les relations fonctionnelles qui existaient entre le marché monétaire et le marché des changes, avant que les contrôles en aient fait deux entités séparées. Les changes officiaient comme agent de liaison entre le circuit monétaire interne et les systèmes monétaires étrangers, et l'admirable fonctionnement de ce mécanisme délicat donnait précisément au sterling ses qualités encore inégalées. En ranimant les changes en même temps que Lombard Street, on a donc insufflé un peu de vie à l'ancien système des vases communicants, brisant l'état d'isolation d'une économie qui par nature doit être en étroit contact avec le monde externe. Toute brimée qu'elle soit encore, cette liaison a déjà joué à plus d'une reprise : ainsi lorsque le chancelier de l'Échiquier annonça la hausse du taux d'escompte de 2 1/2 % à 4 %, le sterling s'apprécia immédiatement vis-à-vis des principales monnaies et s'établit même pour une période assez longue au-dessus de la parité avec le dollar. Aucun mouvement de capitaux ne s'étant développé, cette situation s'altéra par la suite, mais la preuve était faite qu'une lutte efficace contre l'inflation ne manquerait pas d'influencer de façon décisive la valeur externe de la livre. Certes jusqu'ici, on l'a vu précédemment, le sterling s'est plutôt approché des limites inférieures de soutien ; mais la vente de devises par le Fonds d'égalisation des changes provoquant une ponction sur le marché monétaire, le mécanisme du taux d'escompte en a été d'autant plus renforcé.

Il est certes encore trop tôt pour juger des résultats de la nouvelle politique monétaire, combinée avec la réouverture du marché des changes. La confiance dans la livre sterling est loin d'avoir été restaurée par de simples mesures techniques, dont la portée d'ailleurs est limitée par des interventions de toutes sortes. Même la réduction à 5 % du disagio du « transférable sterling » à New-York n'est pas imputable seulement aux initiatives prises à Londres, mais pour une large part aussi à un accroissement de la demande continentale

de « cheap sterling ». La balance des paiements dans son ensemble n'indique aucun renversement fondamental de tendance et le déficit à l'égard de l'Union européenne de paiements oblige toujours l'Angleterre à des transferts d'or assez substantiels. Mais indépendamment du fait que l'avenir de la livre sterling est lié à la capacité productive du pays, à ses possibilités de livraison à brève échéance, la restauration du marché monétaire et du marché des changes fournit à la City les instruments indispensables à l'administration d'une monnaie internationale.

Pour mériter une pareille qualification, une devise doit pouvoir à la fois être convertie sur demande en d'autres unités monétaires ou donner droit à des marchandises. Il faut qu'elle puisse être encore investie dans son pays, en attendant l'une des deux éventualités précédentes. Dans l'état actuel de l'organisation monétaire internationale, seuls des mécanismes extrêmement développés sont en mesure de procéder à de telles transformations, qui nécessitent une grande expérience des affaires. Si les événements esquissés dans cet article contribuent à la tentative présente de redresser le « sterling », ils prendront toute leur importance lorsque les deux marchés se seront adaptés aux nouvelles circonstances et qu'ils serviront de support à une livre convertible.

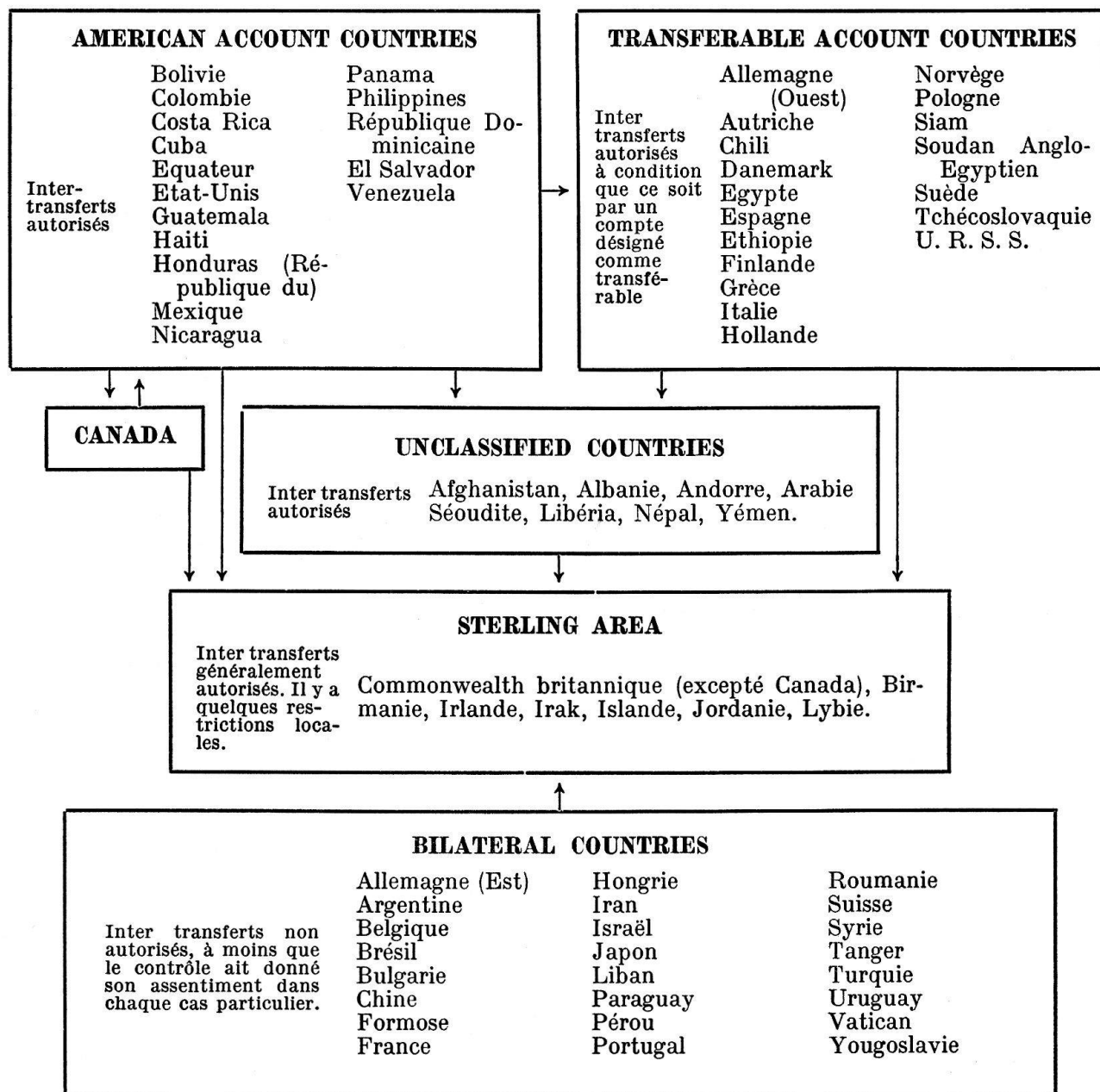
Le jeu des prévisions est dangereux et, bien qu'il soit beaucoup question de convertibilité ces temps, il est impossible d'affirmer que le sterling est en voie de recouvrer prochainement son statut de monnaie internationale. Le terme même de convertibilité laisse le champ libre à toutes espèces d'interprétations. Dans les circonstances présentes de l'Angleterre, il est peu probable qu'un régime de complète liberté puisse être envisagé avant longtemps. On imagine la pression qui s'exercerait sur les réserves si les résidents de la zone sterling se voyaient accorder d'un coup le droit d'échanger leurs avoirs sterling en dollars, pour ne citer qu'une possibilité. Pour éviter des mouvements trop perturbateurs, il semble que la convertibilité devrait donc se réaliser par étapes, les détenteurs étrangers de sterling en bénéficiant les premiers. Encore les mouvements de capitaux ne seraient-ils pas nécessairement libérés de tout contrôle !

Des opinions autorisées suggèrent que la convertibilité, générale ou limitée, devrait aussi signifier l'abandon de la parité fixe avec le dollar, le cours flottant ayant précisément pour effet d'agir comme remède ou comme sanction au cas où l'offre de sterling se développerait avec trop d'intensité. L'exemple canadien cité à l'appui de cette proposition manque d'à propos, car la position du Canada au point de vue économique est essentiellement différente de celle de la Grande-Bretagne. La rupture avec le dollar aurait aussi pour conséquence la désagrégation d'institutions telles que le Fonds monétaire international et l'Union européenne de paiements.

Les chances sont donc en faveur d'une convertibilité partielle, avec le maintien d'une parité fixe, mais peut-être ajustée, envers le dollar. Même si ce stade de libéralisation n'est pas dépassé avant plusieurs années, il offrirait au marché des changes des perspectives de développements étendues et l'opportunité de remplir encore mieux les fonctions qui lui sont dévolues dans un système économique sain. La discipline monétaire y gagnerait aussi en efficacité jusqu'au moment où sa rigueur pourrait être relâchée, car en définitive le pays a besoin d'une politique d'expansion et non de restriction.

## SYSTÈME DES TRANSFERTS AUTORISÉS SELON LE CONTROLE DES CHANGES BRITANNIQUE

La flèche indique la direction des transferts autorisés sans référence préalable à l'autorité de contrôle. Les autres transferts nécessitent une autorisation expresse pour chaque cas particulier.



Ce diagramme abrégé est publié avec l'autorisation de la Midland Bank Limited, Overseas Branch, Londres E. C. 2.