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

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 21 (1963)

Heft: 4

Artikel: Entretien sur le système monétaire international

Autor: Coombs, C.A. / Iklé, M. / Ranalli, E.

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-135643

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 12.07.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Entretiens sur le système monétaire international

C.A. Coombs
Banque fédérale de réserve, New York
M. Iklé
Banque nationale suisse
E. Ranalli
Banque d'Italie
J. Tüngeler
Banque fédérale allemande
Traduction de Rémy Jéquier
collaborateur à la Banque nationale suisse

1. Depuis le début de l'année 1961, la Banque d'Italie, la Banque fédérale allemande, la Banque nationale suisse et la Banque fédérale de réserve à New York (en qualité d'agent du Trésor américain et du Système fédéral de réserve) ont étroitement collaboré avec d'autres banques centrales dans diverses opérations communes sur le marché de l'or et des changes. Dans nos établissements respectifs, nous avons été chargés de la négociation et de l'exécution de ces transactions et d'autres analogues. Lors de consultations presque quotidiennes entre l'un ou l'autre, nous avons peu à peu établi des schémas de pensée plus ou moins semblables. Au cours de séances récentes à New York et à Bâle, en vue de traiter différents problèmes techniques, nous avons aussi passé en revue nos expériences de ces deux dernières années et avons ressenti combien nous étions d'accord, comme simples individus, sur quelques aspects qui pourraient servir de modèle pour une politique future. Nous avons éprouvé dans une mesure si réelle notre communauté de vues que nous avons pensé qu'il serait profitable de rédiger un résumé de nos entretiens.

QUELQUES CONCLUSIONS GÉNÉRALES

Avant tout, il nous paraît clair que le système monétaire international a fait preuve d'un haut degré de souplesse et d'élasticité en absorbant, durant une période de pression intermittente sur le dollar et la livre sterling, les chocs successifs suivants: les réévaluations du mark allemand et du florin, la crise de Berlin, la dévaluation canadienne, les baisses mondiales des bourses des valeurs, la crise cubaine et finalement le rejet de la demande d'admission de la Grande-Bretagne au Marché commun. Ces situations alarmantes ont été rapidement et efficacement maîtrisées par une action concertée des principales banques centrales et administrations des finances sises des deux côtés de l'Atlantique ainsi que du Fonds monétaire international. Le

pool de l'or, les opérations à terme des instituts d'émission, les dispositions permettant aux banques centrales d'octroyer des crédits soit sur la base de l'accord ad hoc de Bâle, soit par la voie d'arrangements « swap » sous une forme « stand by », l'acquisition de devises étrangères et l'intervention sur les marchés des changes par les Etats-Unis, l'attribution par le Fonds monétaire international de crédits importants au Royaume-Uni et au Canada, et, plus récemment, l'émission par le Trésor américain de certificats et de bons libellés en monnaies étrangères, tous ces moyens ont amplement prouvé leur utilité pour compenser ou limiter dans un certain nombre de situations critiques les pressions spéculatives. Ceux qui pourraient être tentés de spéculer contre une monnaie importante quelconque doivent maintenant compter avec la perspective d'une action défensive coordonnée par les banques centrales, les administrations des finances et le Fonds monétaire international. Par de tels accords de coopération, des ressources vraiment considérables peuvent être maintenant mobilisées pour soutenir n'importe quelle devise attaquée.

De certains côtés s'est manifestée une tendance à considérer ces arrangements défensifs entre banques centrales et entre gouvernements seulement comme des expédients temporaires et peu sûrs. Il est vrai que certaines de ces mesures ont été rapidement improvisées, parfois en quelques heures, pour lutter contre de brusques crises. Dans la plupart des cas, ces conventions, négociées sur une base bilatérale, peuvent donner l'impression de ne pas constituer plus qu'un ensemble disparate. Mais ces accords bilatéraux ont le très grand avantage de tenir fortement compte de la réalité du marché et des institutions de chaque pays et ils peuvent être adaptés judicieusement à des besoins nouveaux et imprévus. On ne peut pas faire assez ressortir l'importance d'agir rapidement — même par des entretiens téléphoniques si c'est nécessaire — contre des mouvements spéculatifs avant qu'ils gagnent en intensité. Selon notre point de vue, les instruments mis au point par les banques centrales durant les deux dernières années devraient être regardés comme un renforcement permanent des mécanismes monétaires internationaux.

En même temps, nous sommes conscients des doutes exprimés par de nombreuses personnalités importantes dans les universités et ailleurs, sur la question de savoir si une telle adaptation et une telle consolidation graduelles du système monétaire international suffiront à faire face aux besoins en liquidités à long terme. Ces doutes semblent souvent avoir comme point de départ le soi-disant dilemme des liquidités qui, en effet, suggère une alternative hautement indésirable: premièrement que les Etats-Unis peuvent continuer à alimenter la liquidité internationale par les déficits de leur balance des paiements et ainsi miner progressivement le dollar jusqu'à ce qu'un désastre devienne inévitable, ou, deuxièmement, que les Etats-Unis réussiront à équilibrer leurs comptes, et, par-là, couperont l'afflux continuel de la liquidité internationale, duquel est supposée dépendre la croissance séculaire du commerce et des paiements internationaux. Nous avons étudié les différents plans théoriques développés dans le but de trouver une solution à ce dilemme et sommes enclins à penser que leurs auteurs posent de nombreuses questions justes mais ne suggèrent que des solutions irréalisables.

Très clairement, le gouvernement des Etats-Unis a donné la seule réponse possible à l'une des voies du dilemme des liquidités, en affirmant sa ferme volonté de supprimer le déficit de la balance des paiements américaine. L'échec d'une telle tentative aurait des conséquences désastreuses qui s'étendraient loin dans le futur. Tandis que quelque progrès avait été réalisé en vue de réduire ce solde négatif durant les deux années écoulées, le facteur temps est maintenant devenu une question de première importance. D'autres retards sérieux dans la résorption du déficit se manifesteraient par de forts afflux supplémentaires de dollars vers les pays européens dont les avoirs en cette devise ont déjà atteint dans de nombreux cas le point de conversion en or. Le simple examen des lourdes et continuelles pertes d'or des Etats-Unis pourrait rapidement provoquer de dangereuses réactions spéculatives sur les marchés des changes.

Quant à la seconde voie du dilemme des liquidités, soit la prétendue nécessité pour la liquidité internationale de progresser plus ou moins parallèlement avec le commerce et les paiements mondiaux, le regretté P. Jacobsson a, sur ce sujet, coupé court à toute une série de pensées confuses:

« Lorsque le commerce augmente — qu'il soit intérieur ou extérieur —, des crédits accrus en monnaies nationales sont nécessaires pour permettre son financement normal. Les relations commerciales intérieures reposent naturellement sur les monnaies nationales, alors que le commerce international est financé au premier chef par les monnaies des principaux pays industriels. Ainsi, une expansion du commerce extérieur dépend du mécanisme du crédit de chaque pays. Sous le régime de l'étalon-or, la création de monnaie se rattachait intimement, dans les divers pays, aux mouvements de l'or; dans un nombre appréciable d'Etats, les modifications du volume du crédit ont continué de dépendre pour une part importante des variations des balances des paiements et, partant, de celles des réserves monétaires. Mais en dépit de cette relation, on devrait se garder de penser qu'une progression dans le volume du crédit présuppose un accroissement des réserves monétaires... La relation n'est en effet pas absolue; il ne peut être question d'un parallélisme nécessaire entre l'expansion du crédit et l'augmentation des réserves. »

Le rapport annuel pour 1963 de la Banque des règlements internationaux contient des considérations analogues:

« Il est tout d'abord nécessaire de préciser le rôle que jouent les liquidités officielles en matière de paiements internationaux. Ces ressources ne constituent pas une monnaie en circulation et utilisée pour le paiement des opérations quotidiennes, de la même manière que la masse monétaire nationale sert à régler les transactions intérieures; la plus grande partie des opérations internationales est réglée par compensation entre les achats et les ventes, sur les marchés des changes, et les moyens de règlement effectifs proviennent de la masse monétaire nationale. Les ressources de change servent donc uniquement à couvrir les différences qui apparaissent, de temps à autre, entre les recettes et les paiements. Il s'ensuit qu'il n'existe pas de formule

simple qui puisse exprimer, avec une rigueur mathématique, le rapport entre la masse des avoirs liquides dont doivent pouvoir disposer les gouvernements et le volume du commerce mondial; en fait, c'est l'extension prise par les mouvements de fonds à court terme depuis le retour à la convertibilité monétaire, plutôt que le développement des échanges, qui a nécessité l'emploi de liquidités extérieures plus importantes. Il est tout aussi évident, si l'on compare l'expérience de divers pays dans ce domaine, qu'il n'y a pas de relation mathématique entre le montant des liquidités nécessaires et toute autre grandeur déterminée par les statistiques, telle que la masse monétaire intérieure ou le montant global des transactions extérieures. Les besoins de liquidité sont en effet fonction de l'instabilité, et les causes de celle-ci sont si variées et affectent les pays de façon si différente qu'on ne peut les exprimer par une équation ayant une valeur universelle. »

Nous pensons que le problème de la liquidité internationale consiste essentiellement dans la manière de faire face aux fluctuations existant entre les excédents et les déficits des principaux pays commerçants. Alors qu'il semblerait très improbable que l'ampleur de ces mouvements augmente en proportion de la croissance du commerce et des investissements, nous admettrions qu'une certaine progression de ces variations puisse se produire. Mais la question du financement de fluctuations plus fortes ne représenterait qu'une différence de degré et non de nature par rapport au type de problème auquel nous avons fait face sur les marchés des changes durant les deux années écoulées.

A la réunion de 1962 du FMI et de la BIRD, M. Maudling, chancelier de l'Echiquier, a affirmé avec justesse que le fait de compter sur l'or seul pour remplir les besoins en liquidité à long terme n'était pas une proposition soutenable intellectuellement. M. Maudling, a aussi rappelé que l'expansion des deux monnaies-réserves — dollar et livre sterling — était sujette à des limites qui pourraient, par voie de conséquence, empêcher la croissance du commerce et de la production mondiaux. Alors que nous croyons que l'expansion potentielle de l'or et des devises en possession des autorités est considérablement plus grande qu'on ne le suppose souvent, plus particulièrement si les Etats-Unis ajoutaient à leur stock d'or des disponibilités importantes en devises, nous reconnaissons le danger qu'il y aurait à se reposer exclusivement sur ces sources de liquidité pour une période future indéterminée.

Nous rendant compte de la nécessité possible, à long terme, de compléter les avoirs officiels en or et en devises, nous avons examiné différentes suggestions qui tendent à faire progresser continuellement les réserves officielles de dollars et de livres sterling en assimilant ces monnaies-clefs à l'or par le moyen d'une garantie-or. Nous en avons conclu que de pareilles propositions de succédané d'or n'offrent que des avantages illusoires. De telles garanties ne donneraient probablement pas confiance. Mais même si des clauses de cet ordre paraissaient, à titre temporaire, dignes de foi, et si les pays à monnaie-clef étaient ainsi encouragés à augmenter encore plus leurs engagements envers des Etats tiers, il en résulterait une détérioration de la liquidité de ceux-là et, progressivement, une annihilation du crédit placé en la garantie-or.

En effet, les monnaies-clefs ne peuvent échapper, et ne sont en aucun cas susceptibles d'échapper, aux règles de la balance des paiements qui représentent le seul garant réel de la stabilité d'une monnaie.

Estimant que ni l'or, ni les devises, ni les plans de garantie-or ne peuvent judicieusement pourvoir à la croissance à long terme de la liquidité nécessaire, nous ne concevons pas d'autre éventualité efficace que celle de compter sur un développement ultérieur des facilités mutuelles de crédit entre les principales nations commerçantes pour lutter contre les fluctuations inévitables de leur balance des paiements.

L'octroi de crédits à moyen terme en vue de suppléer rapidement à l'insuffisance des réserves monétaires était précisément le but de la création du Fonds monétaire international; les arrangements de prêts négociés en 1961 permettent maintenant au Fonds d'accorder des montants vraiment considérables à n'importe quel pays membre, y compris les Etats-Unis.

Dans le cadre des conventions de crédit à court terme, le Système fédéral de réserve a négocié durant l'année et demie écoulée un réseau important d'accords « swap » avec la plupart des principales banques centrales des deux côtés de l'Atlantique. De telles opérations « swap », sous une forme « stand-by », donnent pour ainsi dire automatiquement accès à des prêts de montants déterminés, mais, comme les banques centrales intéressées l'ont précisé nettement à plusieurs reprises, elles servent premièrement à combattre des mouvements de fonds prêts à refluer dans un laps de temps relativement court.

Par contre, ce qui semblait faire défaut, c'était un type de crédit à moyen terme, d'une durée approximative de quinze à trente mois, qui pourrait utilement servir à lutter contre des déficits ou des excédents qui ne sont pas censés se résorber d'eux-mêmes dans la courte période propre aux arrangements « swap », mais qui ne sont pas assez généralisés pour justifier un recours au Fonds. Dans cette perspective, nous avons étudié les expériences récentes du Trésor américain, faites lors de l'émission de certificats et de bons spéciaux libellés en monnaie étrangère et pensons que l'usage de tels instruments de crédit devrait encore s'accroître. Plus particulièrement, ces titres deviendraient une nouvelle source importante de liquidité internationale pour autant qu'ils contiennent des dispositions assurant leur mobilisation en cas de nécessité.

Nous concevons donc, dans les grandes lignes, que la consolidation du système monétaire international reposerait sur quatre sources principales de liquidité:

a) réserves officielles d'or et de devises;

b) accords « swap » formels, ou arrangements bilatéraux similaires dotés d'engagements non formels;

c) émission de certificats et de bons spéciaux libellés dans la monnaie du pays créancier;

d) accès au Fonds monétaire international.

Un tel système pourrait ainsi donner à chaque pays un ensemble approprié de discipline économique et de confiance internationale. D'importants crédits à court terme seraient octroyés automatiquement tandis que les prêts à plus long terme nécessiteraient des négociations bilatérales, soit entre les pays débiteur et créancier, soit entre l'Etat débiteur et le Fonds monétaire international. Dans la suite de cette étude, nous résumerons d'une façon quelque peu plus détaillée nos discussions sur quelques aspects spécifiques de chacune des quatre sources de liquidité mentionnées ci-dessus.

SOURCES DE LA LIQUIDITÉ INTERNATIONALE

Or et devises

a) Or

Le métal en provenance des mines et de l'URSS, qui arrive sur le marché annuellement, est maintenant estimé à 1,5 milliard de dollars approximativement. En un an, l'utilisation industrielle d'or atteint normalement 400 à 500 millions de dollars et, durant les dernières années, des achats spéculatifs privés dus aux tensions politiques internationales et à la faiblesse périodique du dollar et de la livre sterling ont absorbé une grande partie de l'approvisionnement restant.

Les dispositions du pool de l'or établi à la fin de 1961 ont grandement facilité le contrôle officiel du marché londonien de ce métal et tendent peu à peu à persuader les spéculateurs potentiels que le prix officiel actuel peut et pourra être maintenu.

De plus, la récente crise cubaine a marqué un tournant dans les relations internationales et a ouvert la voie à un relâchement progressif des tensions politiques. Si, dans ce contexte, les Etats-Unis font de nouveaux progrès appréciables en vue de combler le déficit de leur balance des paiements, la demande privée d'or pourrait bien, en fait, se limiter aux besoins industriels et artistiques. Alors, cela permettrait aux banques centrales et aux autres acheteurs officiels d'acquérir une plus large part de l'or extrait des mines ou venant de l'URSS. En considérant les frais élevés supportés par les spéculateurs amassant durant les dernières années d'importantes quantités d'or, il ne serait pas surprenant en effet de voir un volume non négligeable de déthésaurisation augmenter les stocks disponibles pour les usages officiels. En supposant un relâchement des tensions politiques internationales et un raffermissement du dollar, le surplus d'or entrant ainsi dans les réserves officielles pourrait bien atteindre un taux approximatif de 2 % par an, ce qui représenterait une contribution substantielle à l'accroissement de la liquidité internationale. La répartition méthodique de ce nouvel or parmi les différents acheteurs officiels serait rendue plus facile par le maintien des règles actuelles du pool de l'or.

b) Devises

Comme on l'a relevé précédemment, il est essentiel que la balance des paiements des Etats-Unis retrouve son équilibre aussi rapidement que possible, pour restreindre l'afflux de dollars auprès des banques centrales étrangères et, par là, pour éviter de

nouvelles baisses du stock d'or américain. Dans cette perspective, cependant, il pourrait être intéressant d'examiner si la présentation actuelle de la balance des Etats-Unis n'amplifie pas indûment le déficit. Ainsi, le gouvernement ne déduit pas les créances à court terme des banques américaines de leurs engagements à court terme, mais prend plutôt en considération les modifications des engagements bruts à court terme seulement, lors du calcul du déficit ou de l'excédent de la balance des paiements. Depuis que les engagements bruts à court terme des Etats-Unis sont convertibles en or, s'ils sont détenus par des banques centrales étrangères, — ou peuvent être immédiatement virés en compte officiel étranger s'ils proviennent de sources privées, — cette manière de comptabiliser attire l'attention sur le degré de liquidité des Etats-Unis, c'est-à-dire sur le volume des créances potentielles supporté par la réserve d'or. Jusqu'au moment où ce pays aura rétabli un solide équilibre de sa balance des paiements, il serait certainement prudent de continuer à pratiquer de la sorte. D'un autre côté, après que la balance américaine aura retrouvé une position plus normale, on pourrait se demander si quelques-unes ou bien toutes les créances bancaires à court terme ne devraient pas être compensées par les engagements bancaires à court terme. Dans la mesure où les exportations américaines augmentent d'année en année, un accroissement des créances à l'égard des étrangers, revêtant la forme d'acceptations ou d'un autre moyen de financement, sera à la fois naturel et désirable. Réciproquement, à la suite du développement continuel du commerce et des paiements internationaux, des banques commerciales étrangères et des hommes d'affaires voudront posséder une quantité croissante d'encaisse en dollars pour financer leurs transactions et d'autres besoins courants.

Si la spéculation peut être contrôlée par la coopération des banques centrales et d'autres méthodes, une compensation statistique entre les créances et les engagements résultant du financement des affaires pourrait avoir un mérite considérable.

En 1961, les Etats-Unis ont pris l'initiative d'acquérir des disponibilités en monnaies étrangères, pour défendre ainsi le dollar et, à long terme, contribuer à la liquidité internationale. Cette innovation vraiment révolutionnaire a donné une nouvelle extension au système monétaire international et a ouvert un large éventail de possibilités tendant encore à raffermir les mécanismes financiers internationaux. A cause, principalement, du maintien du déficit de leur balance des paiements, les autorités américaines n'ont pu jusqu'ici acquérir que des montants limités de devises; mais néanmoins, les interventions de faible envergure entreprises pour soutenir le dollar, ont donné des résultats encourageants. Dans la mesure où les comptes américains se rapprocheront à nouveau de l'équilibre ou accuseront un solde positif, de meilleures perspectives d'achats de monnaies étrangères apparaîtront. Bien que les autorités américaines désirent naturellement tenir compte du risque qu'implique ce genre d'opérations, il semble parfaitement possible que l'accumulation d'encaisses en devises se heurte à deux limites institutionnelles avant que les montants obtenus deviennent si importants qu'ils occasionnent de sérieux dangers. Le premier obstacle concerne les crédits à court terme qu'un certain nombre de pays européens ne pourraient pas accorder actuellement, faute d'une quantité suffisante de dollars.

La livre sterling et le marché monétaire très développé de Londres constituent bien entendu une exception majeure; ce fait en lui-même pourrait pousser les Etats-Unis à considérer la garde d'une partie importante de leurs avoirs en monnaies étrangères sous forme de livres sterling comme techniquement judicieuse. Cela dépendra aussi beaucoup de la manière avec laquelle évolueront les marchés monétaires et financiers des pays continentaux, les placements officiels des Etats-Unis pouvant peut-être donner une impulsion supplémentaire à un tel développement. Cependant, les restrictions institutionnelles dues à l'attribution de crédits ne dépendent pas entièrement de l'Europe depuis que le Système fédéral de réserve est, de par la loi, obligé de placer tout avoir en devises en titres d'Etat étrangers.

Le second obstacle majeur qui s'oppose à l'acquisition de monnaies étrangères par les Etats-Unis provient du fait que de tels fonds ne peuvent pas toujours être utilisés pour effectuer des paiements à un pays tiers. Ainsi, alors que les Etats-Unis ont la possibilité de changer rapidement une monnaie européenne en une autre, soit directement, soit par l'intermédiaire du marché, de tels transferts aboutissent à des mouvements parallèles de dollars tendant à annuler l'opération entière par elle-même. La façon d'échapper à une telle conséquence, lors de l'emploi du dollar comme monnaie internationale, a été trouvée en décembre 1962 par l'arrangement « swap », exécuté pour le compte du Trésor américain avec la coopération de la Banque fédérale allemande, de la Banque des règlements internationaux et de la Banque nationale suisse où la Banque fédérale de réserve a pu s'acquitter d'obligations en francs suisses en utilisant ses avoirs en marks allemands. Cette technique est évidemment susceptible d'utiles développements ultérieurs.

c) Proportion de l'or par rapport aux devises

Les proportions d'or des principales banques centrales sises des deux côtés de l'Atlantique sont très variables. Il nous semble douteux qu'une diversité aussi grande de pourcentages se révèle stable à l'avenir et qu'on puisse s'attendre à voir les taux les plus bas s'accroître graduellement, à moins de prendre des arrangements spéciaux. Une égalisation des proportions d'or à un niveau très élevé représenterait naturellement l'abandon de l'étalon de change-or et une contraction de la liquidité internationale.

Pour faire face à ce problème, nous suggérons une approche qui chercherait à limiter progressivement l'accroissement actuel des stocks d'or, premièrement en encourageant très vivement l'afflux du métal fraîchement extrait ou provenant de l'URSS vers les pays qui en détiennent une faible proportion et désirent accroître celle-ci, deuxièmement en essayant de rendre les politiques de l'or des pays jouissant d'une forte réserve un peu plus souples. Cette seconde proposition n'implique pas nécessairement une réduction permanente des stocks d'or de ces derniers Etats, mais elle les invite seulement à détenir, pendant certaines périodes, des encaisses en devises quelque peu plus abondantes. D'autre part, s'ils jugent difficile d'augmenter temporairement leurs disponibilités en monnaies étrangères, ces pays pourraient étudier

des voies et des moyens neutralisant l'effet de leurs achats officiels de devises, lorsque leur balance des paiements est excédentaire, en prenant part à des transactions « swap » ou à des opérations à terme avec les banques commerciales — encourageant ainsi les banques à garder les devises affluant vers elles, à cause du solde positif de leur balance des paiements, plutôt qu'à les acheminer vers la banque centrale.

Même si l'étendue actuelle des réserves d'or était réduite d'une manière appréciable, il subsisterait cependant le problème d'adapter de la manière la plus appropriée les flux de dollars entre les pays ayant des proportions d'or relativement faibles et ceux détenant des quantités de métal élevées.

Ainsi, un afflux de dollars d'Allemagne en Suisse créerait une baisse potentielle du stock d'or des Etats-Unis, même si la balance des paiements américaine est en équilibre à ce moment-là. Comme on l'a mentionné ci-dessus, les pays en excédent pourraient supprimer temporairement le processus d'ajustement, en pratiquant avec une certaine souplesse leur politique de l'or et en établissant des accords « swap » ou à terme avec les banques commerciales. Si, en outre, un pays possédant une forte proportion d'or continue d'avoir une balance des paiements continuellement et fortement positive, les Etats-Unis pourraient éventuellement absorber une partie des dollars en surplus, acquis par l'Etat créancier, en émettant des bons spéciaux libellés dans la monnaie du dit pays. Ces titres dont nous donnons ci-dessous une explication plus détaillée fourniraient un moyen de crédit approprié lors de telles situations.

Crédits « swap » entre banques centrales

Durant l'année passée, il s'est peu à peu établi une série d'accords « swap » atteignant plus de 1,5 milliard de dollars entre le Système fédéral de réserve d'une part et presque toutes les plus grandes banques centrales européennes, plus la Banque du Canada et la Banque des règlements internationaux d'autre part. Primitivement, la plupart de ces arrangements « swap » étaient dotés d'une ligne de crédit de base se montant à 50 millions de dollars. Cependant, la conclusion d'une convention « swap » Etats-Unis/Canada atteignant 250 millions de dollars américains pendant la crise du dollar canadien, deux opérations « swap » en francs suisses, totalisant 200 millions de dollars, contractées pour lutter contre des pressions spéculatives provenant de la baisse des bourses des valeurs, le fait de porter à 150 millions les accords « swap » avec la Banque d'Italie et la Banque fédérale allemande et finalement l'augmentation à 500 millions de dollars du crédit « swap » accordé à la Banque d'Angleterre démontrent clairement le degré de souplesse de cet instrument.

Ainsi renforcé, le réseau d'arrangements « swap » constitue maintenant une première ligne de défense susceptible de combattre les attaques spéculatives les plus aiguës. Bien plus, l'existence seule de cette série d'accords « swap » tend à étouffer dans l'œuf la spéculation et donne la preuve manifeste de la volonté des banques centrales de maintenir le niveau actuel des parités de l'or et des monnaies.

Il reste à savoir si d'autres instituts d'émission prendront, comme l'a fait le Système fédéral de réserve, l'initiative de négocier une succession semblable d'opérations « swap ». Ce qui est beaucoup plus important, c'est l'intérêt spontané porté par la communauté de toutes les banques centrales à n'importe lequel de ses membres exposé à des mouvements spéculatifs. Les crédits « bâlois » de plus de 900 millions de dollars accordés à la Grande-Bretagne durant la crise de la livre sterling en 1961 ont fourni un exemple dramatique de la capacité et de la promptitude des instituts d'émission européens à se porter au secours d'une monnaie menacée. Plus récemment, l'octroi par un certain nombre d'entre eux de plus de 250 millions de dollars à la Banque d'Angleterre sous la forme de crédits à court terme a permis de détruire dans son germe une attaque spéculative contre la livre sterling.

Les accords « swap » des banques centrales et d'autres facilités de crédit sont, de par leur nature, essentiellement à court terme et l'emploi de tels procédés serait ainsi limité à des situations où les flux de moyens sont susceptibles de se renverser dans un laps de temps relativement court. Durant ces deux dernières années, dans diverses opérations, la Banque d'Angleterre, le Système fédéral de réserve et les autres banques centrales en cause ont étroitement adhéré à ce principe. Cependant, il est clair qu'il ne sera pas toujours possible pour un institut d'émission d'établir un diagnostic précis des tendances du trafic de paiements. Ce qui paraît être au premier abord une fluctuation défavorable passagère peut se cristalliser en un déséquilibre fondamental nécessitant des mesures de correction de longue haleine. Dans de telles circonstances, la méthode des accords « swap » entre banques centrales, pour surmonter un déficit durable, entraînerait des vagues répétées de crédits à court terme, pouvant avoir des conséquences embarrassantes pour les deux instituts d'émission intéressés. Devant une telle situation, les crédits à moyen terme devraient remplacer les conventions « swap ». La conversion des crédits « bâlois » à court terme en prêts à moyen terme du FMI opérée par l'Angleterre, illustre ce point de vue, tandis qu'en d'autres cas, une substitution de crédits intergouvernementaux à moyen terme aux accords « swap » pourrait être appropriée. Le risque qu'une banque centrale court en s'engageant si totalement dans des emprunts à court terme que son gouvernement doive inévitablement recourir aux droits de tirage sur le FMI ou à d'autres crédits à moyen terme, montre combien il est désirable d'échanger des informations sur les arrangements « swap » et les opérations de crédit semblables entre instituts d'émission coopérant des deux côtés de l'Atlantique.

Certificats et bons spéciaux

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, une certaine forme de crédits à moyen terme devrait relever les accords « swap » qui ne peuvent pas être liquidés par un renversement rapide du mouvement des fonds. Lorsque cette possibilité peut être prévue, il faudrait établir des crédits à moyen terme dès le début. Pour certains pays et dans des circonstances données, le recours au Fonds monétaire sera le moyen

d'action le plus adéquat. Dans d'autres cas, cependant, des conventions bilatérales entre les pays créancier et débiteur seront préférables. Après la dernière guerre, des prêts directs, octroyés par le Gouvernement américain à divers pays européens — il en subsiste encore pour 6 milliards de dollars — ont permis d'éviter des tirages sur le Fonds monétaire et il n'y a pas de raison pour que les Etats-Unis, en vue de faire face à de gros déficits chroniques, ne cherchent pas à mettre sur pied, avec les pays en excédent, des accords bilatéraux de crédit à moyen terme semblables. Précisément, un tel arrangement bilatéral a en fait résulté de la forte position excédentaire de l'Italie en 1962, causant un afflux de dollars auprès de l'Office italien des changes. Au début de l'année, les autorités italiennes et américaines estimaient que le mouvement de fonds vers l'Italie devrait vraisemblablement continuer pendant un nombre appréciable de mois; elles n'ont donc pas essayé de faire face à cette situation par des conventions « swap » entre banques centrales. Par contre, le Trésor américain a procédé à l'absorption de cet afflux de dollars en émettant des certificats à trois mois libellés en lires italiennes. Après plusieurs renouvellements de ces titres décidés en vue de financer les excédents continuels de la balance des paiements de ce pays, le Trésor américain et la Banque d'Italie ont, d'un commun accord, converti les certificats en bons à quinze mois, reconnaissant ainsi explicitement et publiquement la nécessité d'un tel prêt à moyen terme.

En prenant dans son portefeuille de tels titres à moyen terme, la Banque d'Italie a contribué effectivement à financer l'excédent italien de 1962 en investissant officiellement des fonds aux Etats-Unis. Cette technique de placement pratiquée par les banques centrales créditrices, au moyen de bons libellés dans leur propre monnaie, ne se limite pas nécessairement au financement de surplus courants, mais pourrait aussi bien être utilisée *ex post* pour consolider certains excédents antérieurs investis entre-temps à l'étranger en actifs à court terme. Ainsi, pour le Trésor américain et la Banque fédérale allemande, il s'est révélé avantageux de placer en obligations à moyen terme libellées en marks une partie des réserves courantes en dollars de la seconde. Au vu de certains obstacles techniques limitant effectivement l'échéance des actifs de l'institut d'émission allemand à un maximum de quatre-vingt-dix jours, ces titres contiennent une clause permettant de les convertir en certificats à trois mois, étant entendu implicitement qu'une telle procédure ne serait appliquée que si les réserves de la Banque fédérale allemande étaient sollicitées à l'extrême; alors les Etats-Unis pourraient bien rembourser cette dette par anticipation. Du point de vue allemand, ces bons gardent leur pleine utilité en tant que solide instrument de liquidité internationale. Le fait de substituer des bons à moyen terme libellés en marks aux avoirs en dollars à court terme détenus par la Banque fédérale allemande a de plus l'avantage indirect d'augmenter la proportion d'or gardée par la Banque.

Un privilège de conversion analogue a été par la suite étendu aux bons en lires italiennes émis pour la Banque d'Italie en 1962. Des bons convertibles portant sur des francs belges et des shillings autrichiens ont également été établis pour la Banque nationale de Belgique et la Banque nationale d'Autriche en vue d'absorber des excédents de dollars de ces deux établissements.

L'usage de telles émissions de bons et de certificats spéciaux ne doit pas se limiter au financement, par les pays en excédent, des déficits bilatéraux dus aux Etats-Unis. Véritablement, les soldes positifs de la plupart des pays européens font apparaître une position généralement créditrice non seulement vis-à-vis de cette dernière nation, mais aussi de nombreux autres Etats. Certains pays deviendront de temps à autre fortement créanciers même après que les Etats-Unis auront rétabli l'équilibre de leur balance des paiements, ce qui exposera ceux-ci, en tant que banquier du système monétaire international, au risque de voir procéder à des retraits nets sur leur stock d'or. Ci-dessus, nous avons suggéré des ententes souples par lesquelles les pays créanciers pourraient éviter une baisse de la réserve de métal américaine en pratiquant, soit une politique de l'or plus conciliante, soit des opérations à terme ou analogues sur une plus grande échelle. Pour élargir le système tendant à diminuer les pertes d'or américaines dues aux positions déficitaires ou excédentaires prononcées d'autres Etats, les Etats-Unis pourraient, à l'occasion, accorder à la nation créditrice un débouché à son excédent sous forme de bons spéciaux libellés dans sa monnaie.

Une autre fonction utile de ces émissions de bons et de certificats spéciaux est également illustrée par les récents accords intervenus entre le Trésor américain, la Confédération et la Banque nationale suisse. La Confédération, qui, depuis plusieurs années, a enregistré d'importants excédents budgétaires, a voulu évidemment investir ces fonds provenant de l'économie nationale. Elle a d'abord placé au premier chef ces moyens fédéraux à court terme à l'étranger, en bons du Trésor américain par exemple. Elle cherchait naturellement une garantie à terme pour de tels investissements et, dans cette perspective, elle s'est trouvée en concurrence sur le marché avec les banques commerciales suisses et d'autres investisseurs privés. Pour remédier à cet état de choses et aux pressions sur le cours du dollar à terme, le Trésor américain a commencé en 1961 à offrir des francs suisses à terme sur le marché; la Confédération en a acheté des montants appréciables. Comme cette dernière désirait plus ou moins conserver ces placements, on a estimé que les marchés à terme répétés, conclus par le Trésor américain pour faciliter de tels investissements, devenaient une complication inutile. Partant, on a décidé de donner à la Confédération suisse une possibilité de placement sous la forme de bons en francs suisses et, de cette manière, de lui épargner de recourir au marché des changes, diminuant ainsi le risque que de telles opérations se mêlent avec d'autres transactions sur les changes du Trésor américain et du Système fédéral de réserve.

Un second arrangement comprenait l'émission, par le Trésor américain et pour la Banque nationale suisse, de certificats d'une durée de huit mois (par la suite échangés contre des bons à moyen terme) et libellés en francs suisses, convertibles en certificats à quatre-vingt-dix jours. Ces opérations ont permis de placer les fonds, préalablement soustraits par la Banque nationale suisse aux banques commerciales, en émettant des rescriptions de stérilisation et jusqu'ici bloqués sur un compte spécial auprès de l'institut d'émission. Les francs suisses ainsi obtenus par le Trésor américain à un taux d'intérêt relativement favorable peuvent servir à des interventions sur le marché des changes ou, sur demande, à des conversions en or à un prix fixé. Tout à fait en

marge de la possibilité ainsi fournie au Trésor américain de compléter temporairement ses réserves d'or, cette opération prouve que, dans des cas particuliers, des accords dotés d'une garantie de change contiennent tout ce qu'on attend d'une clause-or sans les complications inhérentes à ce genre de procédure. En effet, la Suisse est prête à vendre de l'or aux Etats-Unis contre des titres libellés en francs suisses.

Nous tenons à recommander la recherche attentive de nouvelles manières d'utiliser ces certificats et ces bons spéciaux qui pourraient très bien jouer le rôle d'une seconde ligne de défense derrière le réseau d'accords « swap ».

Le Fonds monétaire international

Le Fonds constitue à maints égards, l'ultime ressource de liquidité du système monétaire international. Les quotas du FMI représentent un apport effectif à la liquidité internationale et ces moyens sont encore susceptibles de développement. Des parts substantielles du quota de chaque pays peuvent sans autre être incorporées à ses réserves s'il enregistre des déficits, et le quota total peut devenir disponible, comme plusieurs cas importants l'ont montré. Nous ne nous sentons pas compétents pour émettre un jugement quelconque sur les questions de haute politique qu'impliquent les tirages plus ou moins automatiques sur le Fonds, mais nous sommes sûrs qu'un équilibre approprié d'automatisme et de discipline sera réalisé avec le temps. En tout cas, le réseau d'accords « swap » et la possibilité d'octroyer plus largement des crédits bilatéraux par l'émission de certificats et de bons spéciaux permet d'apporter un complément des plus utiles aux activités du Fonds.

En fait, il n'y a pas lieu de s'attendre à ce que les pays débiteurs et créanciers puissent suivre un chemin bien tracé et uniforme en contractant et en octroyant des crédits selon les fluctuations de leurs paiements. Il n'y a pas lieu non plus de tenter de leur tracer une telle voie. Pour quelques Etats, le FMI est et continuera d'être virtuellement une première ligne de défense tandis que d'autres préféreront n'y avoir recours que lors de situations très critiques. Pour ces derniers aussi, l'existence même du Fonds et de ses importantes ressources constituera une garantie de la pérennité du genre de coopération monétaire internationale symbolisée et personnifiée par cette institution.