

Sur la création d'un Fonds Européen de réserves (*)

I. L'union monétaire des six.

Les premières étapes de l'intégration monétaire, indispensable en tout état de cause à la survie du Marché Commun, ont été tracées déjà dans de nombreux travaux antérieurs de la Commission des Communautés Européennes, et notamment dans son Programme d'Action de 1962 et dans son Mémoire du 12 février au Conseil, approuvé dans ses grandes lignes par le Comité Monétaire le 9 mai de cette année. Les propositions qui suivent ne font que reprendre, préciser, et intégrer dans un ensemble cohérent des suggestions suffisamment débattues déjà pour permettre aux Gouvernements de passer des débats aux décisions et à l'action.

1. - Les dernières propositions de la Commission et l'avis du Comité Monétaire portent essentiellement sur trois points :

a) La nécessité de définir en commun les orientations à moyen terme des politiques nationales et d'instaurer des consultations *préalables* visant à assurer la coordination des politiques économiques à court terme, notamment quant à toutes décisions d'un Etat membre ayant « une incidence notable sur son équilibre interne et externe

(*) Les rapports de MM. Carli et Triffin à la session du Comité d'Action pour les Etats-Unis d'Europe des 15 et 16 juillet derniers, à Bruxelles démontrent l'urgente nécessité de créer une véritable zone monétaire européenne, capable de coopérer efficacement avec la zone monétaire américaine plutôt que d'être absorbée par elle. L'entrée de la Grande-Bretagne dans une telle zone européenne en élargirait considérablement l'influence et les moyens d'action en associant à ses institutions et à ses ressources propres celles du principal centre monétaire, financier et commercial du monde — Londres — en dehors des Etats-Unis.

Les considérations présentées dans ces deux rapports antérieurs ne sont pas répétées ci-dessous, mais éclairent et conditionnent les propositions concrètes qui font l'objet du présent rapport présenté au Comité d'Action pour les Etats-Unis d'Europe, Seizième Session, 15 and 16 décembre 1969, Bonn.

et/ou sur les économies des autres Etats membres. Ces consultations couvriraient également la politique budgétaire globale et les mesures fiscales qui ont pour objet d'avoir un effet direct sur les échanges extérieurs ».

b) La mise en place d'un mécanisme approprié de « *soutien monétaire à court terme* », intégrant dans un réseau mieux équilibré du point de vue européen les accords bilatéraux dits de « *swap* » par lesquels les banques centrales s'accordent depuis plusieurs années déjà, des lignes de crédit réciproques permettant le financement inconditionnel de déficits par nature réversible. Ces accords sont excessivement centrés aujourd'hui sur le Federal Reserve System et devraient être complétés par un réseau complémentaire mais non additif — entre les six pays de la Communauté et, peut-être, d'autres pays importants de l'Europe.

A l'instar de l'Union Européenne des Paiements (1950-1958), ces lignes de crédit devraient en outre être *multilatéralisées*, c'est-à-dire que chaque banque centrale devrait ouvrir en faveur de toutes les autres banques participantes — et recevoir d'elles — *une seule ligne globale de crédit*, remplaçant les accords *bilatéraux* actuels.

c) L'organisation institutionnelle du « *concours financier à moyen terme* » prévu à l'article 108, alinéa 2 du Traité de Rome, en faveur d'un pays membre ayant à faire face à des difficultés exceptionnelles dans ses paiements extérieurs. Il importe de définir à l'avance des engagements permanents permettant aux gouvernements d'agir rapidement en cas de besoin.

A la différence du soutien monétaire à court terme, consenti inconditionnellement par les instituts d'émission, « l'octroi du concours à moyen terme ne se conçoit qu'en liaison avec l'acceptation par le pays demandeur de certaines conditions concernant la politique qu'il entend suivre » et que le Comité Monétaire estime devoir être analogue à celles appliquées par le Fonds Monétaire International.

Certains membres du Comité Monétaire estiment opportun de rechercher une formule susceptible de donner aux créances provenant d'un tel financement communautaire le plus grand degré de liquidité possible, de manière à les assimiler dans toute la mesure praticable aux créances sur le FMI, lesquelles sont déjà considérées comme partie intégrante des réserves de chaque pays, à l'égal de ses réserves d'or, de devises et, demain de Droits de Tirage Spéciaux.

2. - Ces propositions, longuement étudiées et débattues déjà devraient être approuvées rapidement par le Conseil. Leur mise en oeuvre opérationnelle serait grandement facilitée par la création d'un *Fonds Européen de Réserves*, intégrant ces diverses propositions et indispensable, en tout état de cause, à la poursuite d'un autre objectif, extrêmement urgent à court terme et essentiel à long terme: la concertation et la mise en oeuvre pratique d'une véritable politique communautaire en ce qui concerne le financement de pays non-membres par le système monétaire et bancaire de la Communauté.

La hausse spectaculaire des taux d'intérêt sur le marché de l'Euro-dollar, suite aux emprunts des banques américaines sur ce marché, alerte aujourd'hui l'opinion, mais n'est qu'un des multiples indices des abandons totaux et aveugles de souveraineté qu'entraîne inévitablement le refus de consentir les fusions partielles et concertées des souverainetés nationales, nécessaires à l'organisation d'un véritable marché monétaire européen face au marché gigantesque des Etats-Unis.

Les banques centrales des pays de la Communauté détenaient à fin mai dernier plus de \$ 9,1 milliards de leurs réserves monétaires (35% environ) sous forme de dépôts auprès de banques commerciales étrangères et d'autres obligations, privées ou gouvernementales, à Londres et à New York. Les dépôts étrangers des banques commerciales des six pays totalisaient vers la même date plus de \$ 15,6 milliards. Leur augmentation spectaculaire et inquiétante au cours des années et mois récents (\$ 1,8 milliard en 5 ans, de 1959 à 1964, \$ 4,3 en 3 ans, de 1964 à 1967, et environ \$ 7,8 milliards au cours des quinze mois suivants) s'explique certes, dans une très large mesure, par des crédits aux Etats-Unis dont l'endettement à court terme vis-à-vis des banques commerciales étrangères a augmenté de près de \$ 10,3 milliards en 20 mois, de fin 1967 à fin mai de cette année.

Idéalement, les six pays de la Communauté devraient déterminer en commun les crédits ou plafonds de crédit octroyés par leurs banques centrales aux pays non membres. Ils devraient en outre décider en commun de l'orientation à donner aux opérations de placements étrangers de leurs banques commerciales, de façon à pouvoir dégager et appliquer à cet égard une politique *efficace*, dans l'intérêt de tous, et non seulement de la Communauté elle-même.

3. - Un objectif aussi ambitieux reste sans doute au-delà des possibilités immédiates d'accord entre les six pays. Une solution

plus modeste et négociable consisterait dans la création d'un *Fonds Européen de Réserves*, auprès duquel les banques centrales des pays membres détiendraient, sous forme de dépôts, une proportion déterminée de leurs réserves monétaires globales. Ces dépôts seraient entièrement liquides et convertibles pour le règlement de tous déficits éventuels, à l'extérieur aussi bien qu'à l'intérieur de la Communauté. En pratique, ceci signifierait que chaque banque centrale serait libre de tirer à tout moment sur son compte pour reconstituer les fonds de roulement qu'elle continuerait à détenir directement en devises pour être à même de soutenir le cours de sa monnaie sur le marché des changes.

Les dépôts au Fonds Européen seraient donc, à cet égard, au moins équivalents aux dépôts de réserves maintenus aujourd'hui auprès de banques centrales ou commerciales étrangères (particulièrement à New York et à Londres). Ils leur seraient supérieurs en ce qu'ils échapperaient au risque (politique) de bolcage et au risque (financier) de dévaluation par les pays débiteurs. Tous les comptes des pays membres seraient libellés dans l'*unité de compte* établie par la Communauté. Dans la mesure, cependant, où le Fonds Européen maintiendrait suivant les directives de ses membres — une partie de ses avoirs en or et en devises autres que celles des pays de la Communauté, les déposants continueraient à courir certains risques de gains ou pertes de change, qui seraient répartis entre eux au *pro rata* de leurs apports en or et en devises.

Quant aux défaillances éventuelles d'un débiteur par rapport à ses engagements, elles seraient couvertes par une garantie solidaire de tous les membres. Notons que l'Union Européenne des Paiements fonctionna à la satisfaction de tous — membres et non-membres — sans devoir jamais faire appel à une telle clause au cours d'une période bien plus troublée — legs de la seconde guerre mondiale et de la guerre de Corée — et en dépit de la participation de pays financièrement et économiquement bien plus faibles que ceux de l'actuelle Communauté.

4. - Des dépôts minima d'or et de devises pourraient être fixés initialement à une proportion modeste des réserves globales de chaque pays participant, jusqu'à ce que l'expérience les ait tous convaincus de l'efficacité et des avantages d'un tel système et de son extension progressive. Le dépôt d'un pays fortement excédentaire devrait cependant être au moins égal au montant d'or et devises

dépassant un niveau « normal », qui pourrait être défini comme une proportion de réserves globales des six pays égale à la part des exportations du pays dans les exportations globales des Six. Ceci permettrait à la Communauté elle-même de décider si cette accumulation « anormale » de réserves :

a) doit s'opérer entièrement par des transferts de réserves des pays débiteurs aux pays créanciers — excluant toute accumulation de réserves dans la monnaie nationale du débiteur même — de façon à limiter graduellement la capacité des pays en déficit de poursuivre des politiques nationales jugées indésirables par la Communauté dans son ensemble;

b) ou doit, au contraire, être remise en circulation par l'octroi de crédits spéciaux à tel ou tel pays participant ou non-participant dont les déficits ne peuvent être corrigés par des changements de politique nationale jugés souhaitables ou acceptables par la Communauté.

Ceci n'empêcherait aucunement les pays excédentaires de réduire leurs excédents et accumulation de réserves par des modifications appropriées de leurs politiques nationales. Mais elle les priverait du privilège exorbitant de pouvoir décider à leur guise d'utiliser leurs excédents au financement de tel ou tel pays — par l'accumulation de balances dollar ou sterling, par exemple — et de convertir plus tard, d'une devise à l'autre, ou en or métal, des montants disproportionnés de devises accumulés au cours d'une période antérieure pouvant s'étaler sur de nombreuses années. (Ce double privilège constitue l'un des vices les plus évidents de l'étalon dit de « change-or » et est à l'origine des crises de change qui secouent le monde depuis près de dix ans.)

Enfin, une telle disposition aiderait au financement opérationnel du « concours mutuel » tant vis-à-vis de pays non-participants que de pays participants, et permettrait à la Communauté de dégager et appliquer une politique commune quant aux conditions — politiques d'harmonisation et de redressement — qui devraient conditionner un tel financement.

5. - Chaque pays serait évidemment libre d'accroître son dépôt au *Fonds Européen de Réserves*, au-delà du minimum agréé en commun, par des dépôts additionnels d'or, de devises étrangères librement et effectivement convertibles en or, et même de sa propre monnaie moyennant l'accord des autres pays participants.

Les Droits de Tirage Spéciaux seraient considérés à cet égard comme équivalents à l'or et pourraient être versés au Fonds Européen par tout pays membre aux fins d'accroître son dépôt libre. On devrait même envisager que tous Droits de Tirage Spéciaux alloués aux pays membres soient utilisés uniformément de cette manière, ainsi que divers pays d'Amérique latine ont déjà annoncé leur intention de le faire, pour amorcer leur propre Fonds régional de réserves.

6. - Le réseau de lignes globales de crédit proposé par la Commission au titre de soutien monétaire à court terme » (voir paragraphe 1, b ci-dessus) pourrait être intégré dans le mécanisme général du *Fonds Européen de Réserves*. L'engagement global de crédits consentis aux autres pays participants se concrétiserait par un dépôt de chacun auprès du Fonds, en sa monnaie nationale, et la ligne de crédit globale mise à la disposition de chaque banque centrale se concrétiserait dans une augmentation correspondante de son compte de dépôt.

Conformément aux accords de swap en vigueur, et au mémorandum de la Commission, ces crédits devraient conserver le caractère de « soutien monétaire à court terme ». A cet effet, chaque pays serait dans l'obligation de reconstituer périodiquement — trimestriellement ou, au plus tard, annuellement — son dépôt global au cas où il tomberait en-deça du minimum agréé (voir paragraphe 4 ci-dessus) complété par sa ligne de crédit en monnaie nationale.

Cette reconstitution (ou repaiement) pourrait s'opérer sous trois formes alternatives ou complémentaires :

a) versements d'or ou devises librement et effectivement convertibles en or;

b) Droits de Tirage Spéciaux ou devises tirées au Fonds Monétaire International; et

c) crédits conditionnels à moyen terme consentis aux pays par le *Fonds Européen* lui-même, et subordonnés à un accord quant aux politiques de redressement appropriées à sa situation. Les conditions auxquelles seraient subordonnés de tels crédits se relieraient d'ailleurs, de manière opérationnelle, à l'harmonisation des politiques conjoncturelles, sur laquelle insiste, à juste titre, le memorandum de la Commission.

Les crédits conditionnels à moyen terme mentionnés au (c) pourraient prendre la forme d'obligations souscrites par le pays em-

prunteur, et jouissant — comme naguère les crédits de l'Union Européenne des Paiements — d'une garantie de change exprimée dans l'unité de compte de la Communauté et de la garantie solidaire des pays participants. Ces obligations seraient transférables entre banques centrales — passant de celles dont les réserves baissent à celles dont les réserves augmentent — et négociables par elles sur le marché privé aux fins d'éponger tous excès inflationnistes de liquidité. Elles serviraient ainsi d'amorce aux opérations dites d'« open market » nécessaires à l'organisation d'un véritable marché financier européen.

Ainsi que l'indique le Comité Monétaire dans son avis à la Commission, ce « concours financier à moyen terme » ne doit pas être conçu nécessairement comme la consolidation d'une aide à court terme consentie inconditionnellement par les Instituts d'émission. L'aide à court terme ne débouche pas nécessairement sur un concours à moyen terme et le soutien à moyen terme peut très bien être accordé à un pays qui n'a pas eu recours, préalablement, à une « aide à court terme ».

7. - La question la plus délicate à résoudre en ce moment, en ce qui concerne l'organisation monétaire des Six, est celle des taux de change.

On est unanimement d'accord pour reconnaître que la solution idéale — et *indispensable* à long ou même à moyen terme à la survie de la Communauté — consiste dans la stabilité absolue des monnaies communautaires entre elles, voire même en leur fusion en une monnaie européenne commune, parfaitement faisable si cette stabilité est acceptée irrévocablement par les pays membres. La mise en oeuvre pratique d'une telle solution réclame cependant un degré plus poussé d'harmonisation des politiques nationales qu'il n'a été possible jusqu'ici aux pays membres d'accepter et d'imposer à leurs opinions nationales (Parlements, syndicats, etc.). En l'absence d'une telle harmonisation, l'accumulation de divergences entre politiques de demande et niveaux de coûts nationaux mène inévitablement à des déséquilibres persistants, qui ne pourront être corrigés, à la longue, que par des rajustements compensatoires des taux de change, restaurant un équilibre concurrentiel entre les producteurs des pays en cause.

Tous délais dans l'acceptation politique de ces indispensables rajustements entraînent inévitablement des conséquences désastreuses pour tous :

a) pressions déflationnistes et chômage dans les pays dont la monnaie est relativement surévaluée et pressions inflationnistes à la hausse des prix dans les pays dont la monnaie est « sous-évaluée »;

b) mouvements spéculatifs de capitaux s'ajoutant aux déséquilibres des balances de paiement en compte courant, et accélérant les pertes de réserves des pays à monnaie surévaluée jusqu'au point où l'épuisement de leurs réserves et l'incapacité d'obtenir des pays créanciers un financement à jet continu les forcent à rétablir l'équilibre de leurs paiements extérieurs par des mesures déflationnistes — insupportables politiquement et socialement — par des restrictions aux importations de biens et services et aux exportations de capitaux — inconciliables avec le maintien du Marché Commun — et finalement par la dévaluation de la monnaie.

Ces considérations permettent de comprendre pourquoi les milieux officiels les plus attachés à la stabilité des changes semblaient prêts hier à accepter comme un *moindre mal* un système de change plus flexible: élargissement des marges entre cours de vente et d'achat des banques centrales, parités glissantes (« crawling peg ») etc. Il n'en reste pas moins que c'est là une solution de désespoir, consacrant et acceptant l'échec des politiques d'harmonisation proclamées par tous comme préférables, mais que les milieux dirigeants se reconnaissent incapables de mettre en oeuvre.

Elle ne suffirait malheureusement pas à résoudre deux aspects essentiels du problème:

a) Les rajustements de change ne peuvent que compenser les dénivellations de *prix et de coûts* résultant des échecs *antérieurs* des politiques d'harmonisation, mais non les déséquilibres dûs aux excès — ou aux insuffisances — courants de la demande de biens et services par rapport à la capacité de production du pays en cause. Si ces déséquilibres persistent, les modifications de parité ne peuvent corriger que temporairement leurs incidences externes — sur la balance des paiements — au prix d'une aggravation de leurs incidences internes sur l'évolution des prix nationaux. Dans la mesure, par exemple, où la dévaluation réussit à augmenter les exportations et diminuer les importations, elle raréfie les marchandises disponibles sur le marché national, accélère en conséquence les hausses de prix et ressuscite à plus ou moins court terme le handicap concurrentiel des coûts — provisoirement éliminé par la dévaluation monétaire — et le déficit extérieur.

b) Les pressions financières du système international de règlements sont bien plus impératives sur les pays en déficit que sur les pays en excédent. Les pertes de réserves des premiers les forceront inévitablement, à la longue, à changer leur politique interne, à restreindre leurs importations de biens et services et leurs exportations de capitaux ou à dévaluer leur monnaie. Les gains de réserves des seconds ne les forceront pas, parallèlement, à changer de politique, à libéraliser leurs échanges de biens, services et capitaux, ni à réévaluer leur monnaie.

Cette asymétrie est d'autant plus regrettable qu'elle ne peut que conduire à une surévaluation grandissante de la monnaie nationale servant aujourd'hui aux règlements internationaux, c'est-à-dire le dollar. Si la vaste majorité des rajustements de change prennent la forme de dévaluations plutôt que de réévaluations par rapport au dollar, l'économie américaine deviendra de moins en moins compétitive et les déficits croissants des Etats-Unis imposeront à ce pays économiquement dominant l'adoption grandissante de mesures déflationnistes et restrictives dont l'effet se transmettra à l'économie mondiale tout entière.

8. - Un régime qui tolère des changes flottants n'apporterait aucune réponse à ces deux problèmes, qui ne peuvent être résolus que par:

a) des pressions plus efficaces sur les pays excédentaires aussi bien que sur les pays déficitaires, leur imposant plus rapidement les mesures nécessaires à l'harmonisation de leurs politiques nationales;

b) le financement de déséquilibres temporaires par des transferts de réserves et l'octroi de crédits, dans la mesure nécessaire à éviter des mesures de rajustements trop brutales, jugées et indésirables par tous;

c) au cas d'insuccès prolongé des politiques d'harmonisation, des rajustements de change, vers le haut, par les pays accumulant des réserves excessives, aussi bien que vers le bas par les pays en déficit persistant.

9. - La nécessité économique et en conséquence l'acceptabilité politique des engagements internationaux indispensables au succès d'un tel programme sont beaucoup plus grandes pour des pays étroitement interdépendants de leur commerce mutuel que pour des pays relativement indépendants les uns des autres et surtout pour

ceux dont la dimension assure à la fois la prédominance de l'économie interne par rapport au commerce extérieur et la possibilité de supporter ou d'inhiber les restrictions que d'autres pays pourraient imposer à leurs exportations. C'est pourquoi les pays de la Communauté Economique Européenne ont accepté, par le Traité de Rome, de se lier entre eux par des engagements réciproques auxquels la plupart des autres pays non-européens ne seraient, à ce stade, aucunement préparés à souscrire et à appliquer.

Il apparaît de plus en plus probable que le système monétaire international tolérera, dans l'avenir immédiat, une flexibilité plus grande des taux de change que celle qui a été acceptée pour les principales monnaies du monde au cours des années récentes. La Communauté Economique Européenne ne pourrait cependant s'engager dans cette voie sans renoncer par là même à ses objectifs fondamentaux et risquer, à plus ou moins bref délai, son propre éclatement. Elle ne pourra certes empêcher la fluctuation de ses taux de change par rapport aux monnaies d'autres pays ou zones monétaires sur lesquelles elle ne peut exercer qu'une influence modeste. Mais elle devra limiter étroitement la durée et l'ampleur des fluctuations de change entre les monnaies des pays membres, non seulement pour parfaire l'Union Economique — et demain politique — à laquelle elle vise, mais même pour éviter la désagrégation des progrès déjà atteints dans l'intégration de ses marchés financier, industriel, et surtout agricole.

10. - *Le Fonds Européen de Réserves*, serait l'instrument indispensable d'une politique commune, visant au degré maximum de stabilité des taux de change entre les monnaies de la Communauté, jusqu'au jour — encore distant, sans doute où cette stabilité sera suffisamment reconnue et assurée pour être consacrée par la fusion de ses monnaies nationales en un système monétaire communautaire.

La dislocation présente des marchés de change et les remous sociaux qui en sont en partie le résultat rendent évidemment extrêmement difficile en ce moment la définition d'une constellation réaliste de taux de change susceptible de servir de base solide à une stabilisation définitive des taux de change intercommunautaire. Les six pays devraient cependant se mettre d'accord le plus rapidement possible sur l'adoption *conjointe et simultanée* d'un réseau initial de parités de change intercommunautaire qu'ils s'engageraient à défendre par :

a) les interventions de leurs banques centrales sur le marché des changes, appuyées le cas échéant par les opérations de « soutien monétaire à court terme » et le « concours financier à moyen terme » du *Fonds Européen de Réserves* et, en dernier ressort, par le recours au *Fonds Monétaire International*;

b) les rajustements des politiques nationales que les pertes ou gains excessifs et persistants de réserves encourues en conséquence de ces interventions feraient apparaître comme nécessaires;

c) les fluctuations de cours autorisées par le Fonds Européen entre le cours vendeur et acheteur des banques centrales.

Au cours d'une période transitoire initiale, le Fonds pourrait autoriser, à cet égard, l'usage total de la marge de fluctuations permise par l'interprétation courante des statuts du Fonds Monétaire International, c'est-à-dire 1 per cent vers le haut et 1 per cent vers le bas, soit 2 per cent au total par rapport au dollar américain et autorisant — dans le cas le plus extrême — une marge de fluctuations, pouvant aller jusqu'à 4 per cent entre la monnaie communautaire la plus forte et la monnaie communautaire la plus faible.

L'utilisation, partielle ou même totale, de cette marge devrait pouvoir être *imposée*, et non seulement autorisée, par le Fonds Européen au cas où l'insuffisance ou les échecs des politiques d'harmonisation provoque des transferts de réserves et le recours à des opérations d'assistance monétaire et financière du Fonds jugés excessifs par ses membres. Le Fonds devrait, en outre, être autorisé à demander aux pays dont le taux de change demeurerait, en conséquence, de façon prolongée à la limite — supérieure ou inférieure — des fluctuations permises de proposer au Fonds Monétaire un rajustement correspondant de leur parité.

En bref, il serait tout aussi prématuré et irréaliste à ce stade d'adopter un régime de change imposant la stabilité irrévocable des taux de change actuels et présupposant le succès immédiat et total d'efforts d'harmonisation encore insuffisants, qu'il serait absurde de se résigner à des fluctuations constantes de taux de change présupposant l'échec certain et continu de ces efforts. L'objectif immédiat de la Communauté en matière de taux de change pourrait s'exprimer comme suit. Les pays participants reconnaissent pleinement que les taux de change intercommunautaire constituent un problème d'*intérêt commun*, affectant profondément les intérêts de tous et la survie même de la Communauté, et réclament dès lors des consultations

étroites et des *décisions communautaires* tant en ce qui concerne le rejet que l'acceptation de réajustements jugés indispensables par un pays, ou par ses partenaires, au sein de la Communauté, au cas de déséquilibres — excédents ou déficits — persistants et excessifs des balances de paiements.

Il est permis d'espérer que les événements des derniers mois contribueront à rendre acceptable un tel principe, au lieu et place tant d'une rigidité prématurée et irréaliste des changes que des formules de changes fluctuants pronées par beaucoup avant la réévaluation du mark allemand et visant surtout, en fait, à faciliter celle-ci. La courageuse décision des dirigeants allemands a finalement mais tardivement, entériné les propositions intercommunautaires de réajustement qui échouèrent à la Conférence de Bonn, en novembre 1968. La Communauté se serait épargnée à elle-même, et au monde, près d'un an de perturbations qui n'ont profité qu'aux spéculateurs, si elle avait réussi à faire adopter alors les réajustements *simultanés* qui s'imposaient de toute évidence. Cette année d'*atermoiements* n'a en fait pour résultat que d'imposer une dévaluation *unilatérale* du franc français, aggraver les difficultés d'autres pays (l'Angleterre, notamment) et accentuer en Allemagne même une « surchauffe » inflationniste qui a contribué à rendre inévitable une hausse désordonnée des salaires et des prix.

La leçon qui se dégage de ces faits est trop évidente pour qu'il n'en soit pas tiré profit à l'avenir.

11. - La détermination communautaire du taux de change de la Communauté devrait donc avoir un double objectif :

a) accélérer dans l'immédiat les rajustements que pourraient rendre encore indispensables — et inévitables à plus long terme — les échecs de la politique d'harmonisation des politiques internes;

b) intensifier les efforts d'harmonisation de ces politiques jusqu'à ce que leur succès et leur institutionnalisation permettent enfin de maintenir en fait, et d'institutionnaliser de jure la stabilité des taux de change entre pays de la Communauté, et de passer éventuellement à la fusion des monnaies nationales en une seule monnaie communautaire.

La remise en ordre des taux de change intercommunautaires devrait en outre éliminer, le plus rapidement possible, un des paradoxes les plus choquants et absurdes du système de change présen-

tement en vigueur : le maintien de marges d'intervention entre monnaies de la Communauté autorisant des fluctuations entre elles doubles des fluctuations permises entre l'une quelconque de ces monnaies et la monnaie d'un groupe non-membre, le dollar des Etats-Unis. Les fluctuations entre monnaies de pays membres devraient être ramenées sans tarder au niveau de fluctuations maxima autorisées vis-à-vis du dollar, et être ensuite totalement éliminées, parallèlement au renforcement institutionnel et au succès pratique des efforts d'harmonisation des politiques nationales auxquels les six pays se sont engagés par le Traité de Rome. Ceci signifie que les interventions de stabilisation des banques centrales sur le marché des changes devraient se faire au pair en ce qui concerne les rapports de change entre les monnaies des pays membres.

12. - Les interventions des banques centrales sur le marché des changes utilisent aujourd'hui presque exclusivement le dollar comme monnaie d'intervention. *Ce détour n'est aucunement nécessaire à la stabilisation des monnaies européennes entre elles*, qui devrait se faire directement — et plus économiquement — par la vente des monnaies européennes les plus fortes et le rachat des monnaies européennes les plus faibles.

Le *Fonds Européen de Réserves* faciliterait ces opérations en permettant à ses membres de tirer sur leur dépôt au Fonds pour se procurer la ou les monnaies à vendre au marché, et de créditer leur compte de la ou des monnaies qu'ils seraient appelés à racheter au marché, aux fins de maintenir les fluctuations de change dans les limites temporairement permises, et éventuellement de les éliminer entièrement.

Les dettes et créances envers le Fonds résultant de ces opérations jouiraient automatiquement de la garantie « unité de compte » des opérations du Fonds et des clauses de remboursement spécifiées aux paragraphes 3 et 6 ci-dessus.

13. - Il serait présomptueux et vain de prétendre dicter aux gouvernements et à leurs négociateurs la répartition exacte des compétences et modes de votation dans le mécanisme institutionnel du *Fonds Européen de Réserves* qu'on leur demande de créer. Bornons-nous à suggérer que :

a) les opérations du Fonds pourraient être effectuées par la *Banque des Règlements Internationaux* en qualité d'Agent du Fonds, de même que celles conduites naguère par elle, de manière impec-

cable et à la satisfaction générale, comme Agent de l'*Union Européenne des Paiements*;

b) la gestion courante de ces opérations — y compris les opérations de « soutien monétaire à court terme » — devrait être confiée à un *Comité de Direction*, désigné conjointement par le Conseil des Ministres, sur proposition de la Commission, et faisant rapport mensuellement au Conseil des Gouverneurs des Banques Centrales;

c) une réunion conjointe des Ministres des Finances et des gouverneurs des Banques Centrales déterminerait de temps à autre — deux ou trois fois par an — les limites à l'intérieur desquelles le Conseil des Gouverneurs et le Comité de Direction seraient habilités à prendre des décisions, fixerait les objectifs de politique générale du Fonds à la lumière de l'expérience acquise, et interviendrait également dans toutes décisions éventuelles relatives à l'octroi du « concours financier à moyen terme »;

d) le Président de la Commission des Communautés et le Vice-Président chargé des affaires monétaires de la Communauté participeraient aux réunions mensuelles du Conseil des Gouverneurs des Banques Centrales et aux réunions conjointes spécifiées au (c) ci-dessus, aux fins de relier les opérations du Fonds à la coordination des politiques conjoncturelles dont la Communauté a la charge;

e) les droits de vote prévus au Traité de Rome devraient être aménagés, en ce qui concerne le Fonds, pour tenir compte des apports proportionnels des pays membres au financement de ses opérations.

14. - Les mécanismes décrits jusqu'ici sont indispensables, en tout état de cause, au parachèvement et même au maintien de l'unité économique de ses six pays membres. Ils faciliteraient énormément, en outre, la solution des problèmes monétaires soulevés par l'entrée dans la Communauté d'autres pays, et notamment d'un pays — la Grande-Bretagne — dont la monnaie jouait jadis dans l'étalon de change-or un rôle privilégié qui l'expose aujourd'hui aux crises monétaires qui sont la rançon, inévitable à long terme, du fonctionnement d'un tel régime.

II. L'entrée de la Grande-Bretagne dans la Communauté.

15. - Une des conditions essentielles à l'entrée de la Grande-Bretagne — comme d'ailleurs d'autres pays — dans la Communauté doit être sa participation pleine et entière aux droits et obligations

de ses membres, tels qu'ils résultent des négociations à engager sur les propositions résumées dans la première partie de ce rapport.

La Grande-Bretagne devrait être invitée à s'associer à ces négociations dès que les principes généraux sur lesquels elles s'engageront auront recueilli l'assentiment des Gouvernements de l'actuelle Communauté.

16. - Le rapport discuté les 15 et 16 juillet derniers par le Comité d'Action indique la façon dont devraient être abordés et résolus les deux problèmes, essentiellement distincts, qui sont à l'origine des difficultés persistantes de balance de paiements de la Grande-Bretagne.

Le premier a trait au redressement de la balance en compte courant (exportations et importations de biens et services) et ne diffère en rien des difficultés que tout pays membre de la Communauté rencontrera occasionnellement à l'avenir comme dans le passé, et qui devront être résolus, ensemble, par le concours mutuel prévu au Traité de Rome et organisé par le *Fonds Européen de Réserves*, mais surtout par les progrès indispensables de l'harmonisation institutionnelle des politiques nationales de demande et de coûts. Il est évident cependant que l'ampleur des déficits de la Grande-Bretagne et les rajustements requis par son entrée dans la Communauté imposeront une période transitoire, étalant sur un temps plus ou moins long l'application pleine et entière des dispositions du Traité, notamment en ce qui concerne la fixation définitive et irrévocable des taux de change entre la livre et les monnaies des six pays de l'actuelle Communauté. Les aménagements qui pourraient se révéler nécessaires à cet égard découleront, quasi-automatiquement, de la compatibilité ou de l'incompatibilité des déficits résiduels à financer avec l'ampleur du concours mutuel et du soutien extérieur que les pays excédentaires seront disposés à accorder à la Grande-Bretagne, compte-tenu de ses propres efforts de redressement.

Notons cependant que l'entrée de la Grande-Bretagne dans la Communauté devrait provoquer un renversement dramatique des mouvements privés de capitaux, allégeant considérablement les problèmes de transition soulevés ci-dessus.

17. - Le second problème, propre à la Grande-Bretagne, est précisément la volatilité et l'ampleur des mouvements de capitaux résultant de l'endettement excessif à court terme légué au pays par le rôle antérieur de la livre comme l'une des deux monnaies internationales de réserve, sous l'étalon dit de change-or (gold-exchange standard).

Les interventions du *Fonds Monétaire International* et les divers accords de Bâle conclus tant avec les pays de la zone Sterling qu'avec douze autres grands pays ont abouti déjà à assurer la consolidation ou le refinancement à moyen terme de cet endettement. Ces accords couvrent la quasi-totalité des \$ 9,4 milliards de balances Sterling détenus à fin juin 1969 par les banques centrales étrangères et qui se décomposent comme suit :

a) \$ 4,6 milliards environ — y compris \$ 0,6 milliard environ de dépôts en monnaies étrangères — détenus par les Etats-Unis, le Canada et l'Europe continentale et couverts presque entièrement par les accords de Bâle;

b) \$ 4,6 milliards environ détenus par les pays de la zone Sterling et couverts par les accords annoncés en septembre dernier;

c) une somme, quasi insignifiante, de \$ 0,2 milliard détenue par d'autres pays.

L'endettement net de la Grande-Bretagne au Fonds Monétaire International s'élevait, d'autre part, à environ \$ 2,3 milliards à fin juin (et août) dernier.

18. - Le problème posé par les balances sterling peut donc être considéré comme résolu à *moyen terme*, mais les échéances et remboursements prévus à ces accords sont susceptibles de créer à l'avenir des difficultés totalement inutiles et dangereuses tant au système monétaire international qu'à la Grande-Bretagne elle-même. A un moment où l'on se préoccupe encore d'une insuffisance future des liquidités internationales, il est absurde d'aggraver encore ce problème en prétendant liquider — et donc détruire — sur une période de quatre ou cinq ans une portion aussi considérable des liquidités créées au cours d'un demi-siècle de fonctionnement de l'étalon de change-or.

Le Fonds Monétaire International, renforcé par la mise en oeuvre du système des Droits de Tirage Spéciaux, et par un accord — qui reste à négocier — sur la création d'un Compte International de Conversion, devrait assumer un rôle majeur dans la transformation des réserves sterling — et dollars — de l'étalon de change-or en réserves véritablement internationales soustraites à l'instabilité et aux risques financiers et politiques qui ont finalement rendu inacceptable le fonctionnement du système antérieur.

Le Comité de politique économique de l'OCDE et son groupe de travail N° 3 chargé d'étudier les mesures destinées à assurer un

meilleur équilibre des paiements internationaux, devront d'autre part, faciliter la coopération des principaux pays industriels du monde — et notamment des Etats-Unis, du Canada, du Japon et des pays européens qui n'entreraient pas dans la future Communauté — aux responsabilités qui leur incombent à cet égard.

Enfin, la création du *Fonds Européen de Réserves* doterait la Communauté Européenne d'un instrument approprié pour organiser de la manière la plus efficace sa participation à cette indispensable remise en ordre du système monétaire international, et lui assurer le rôle politique correspondant aux contributions qu'elle n'a cessé d'apporter à la solution de ce problème.

19. - La Communauté Européenne, élargie demain par l'accession de la Grande-Bretagne et d'autres pays, est appelée à devenir l'un des deux grands centres financiers du monde. Les excédents en compte courant (déduction faite des transferts unilatéraux à l'étranger) de l'actuelle Communauté des Six approchaient \$ 4,4 milliards en 1967 et — en dépit d'un déficit aussi anormal que considérable de la France — \$ 4,2 milliards en 1968. Ces chiffres n'ont été dépassés qu'une fois par les Etats-Unis (\$ 5,9 milliards en 1964) au cours des vingt dernières années, les excédents américains à \$ 2,2 milliards en 1967 et faisant place à un déficit — certes anormal lui aussi — de \$ 0,3 milliard en 1968.

Le *Fonds Européen de Réserves* dotera la Communauté de l'instrument indispensable à la direction d'un tel marché et à une utilisation intelligente et concertée des ressources extérieures absorbées à l'excès, au cours des années récentes, par le financement des déficits et exportations de capitaux de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis (voir rapport Triffin présenté à la session des 15 et 16 juillet derniers à Bruxelles).

L'entrée de la Grande-Bretagne dans la Communauté permettrait d'autre part à celle-ci de revivifier et d'utiliser à cette fin le vaste réseau de relations financières mondiales développé au cours des siècles par la place de Londres, mais que l'épargne anglaise ne suffit plus, depuis de longues années à alimenter.

20. - Un premier pas dans cette direction pourrait être la consolidation définitive, par le Fonds Européen lui-même, des réserves sterling précieusement détenues encore par les banques centrales autres que celles d'Europe et des Etats-Unis, et excédant leurs fonds de roulement. Les montants totaux détenus par ces pays étaient évalués

à environ \$ 4,8 milliards au 31 juin dernier, dont les \$ 4,6 milliards détenus par les pays de la zone sterling font déjà l'objet des accords de consolidation à moyen terme annoncés à Bâle en septembre de l'an dernier. Tenant compte des relations très étroites traditionnellement maintenues par ces pays avec la place de Londres, on peut estimer grossièrement à environ \$ 2,5 milliards (10% de leurs importations de marchandises et paiements invisibles nets) les fonds de roulement que ces pays souhaiteraient conserver en sterling. Ceci laisserait environ \$ 2 milliards exposés à des retraits, ce qui est d'ailleurs le montant que douze pays industriels importants ont aussi convenu, par les accords de Bâle, de refinancer en ce cas. Les pays de la Communauté ont certes pris déjà une très large part de ces engagements.

Pour écarter les menaces spéculatives qui pèsent encore sur la livre, une consolidation anticipée, et moins précaire, de ces engagements serait hautement souhaitable. Les pays de la zone sterling d'outre-mer seraient invités à déposer auprès du *Fonds Européen de Réserves* les balances sterling jugées excédentaires par eux, soit environ \$ 2 milliards. Ils recevraient en échange un compte de dépôt, librement utilisable pour le financement de leurs déficits (mais non pour l'accumulation d'or ou de devises tierces) et jouissant d'une garantie de change par libellé de ces avoirs dans l'unité de compte de la Communauté.

La Grande-Bretagne délivrerait au Fonds Européen des obligations à très long terme — voire même des « consols » sans échéance déterminée — libellées elles aussi en unités de compte, pour un montant équivalent.

Ces deux séries de transactions se traduiraient initialement par une augmentation simultanée et égale (\$ 2 milliards) des créances et des dettes du Fonds Européen (de \$ 7 milliards à \$ 9 milliards):

Que se passerait-il ensuite?

21. - Les déséquilibres de paiements *entre* les pays de la Communauté eux-mêmes laisseraient évidemment inchangé le total des actifs — et passifs — du Fonds Européen découlant des versements décrits au paragraphe antérieur.

Les dépôts au Fonds décroîtraient, d'autre part, si les dépositaires de sterling tiraient sur leur compte pour financer leurs déficits ultérieurs, ou s'accroîtraient s'ils déposaient au Fonds des devises convertibles acquises par eux en règlement de leurs excédents.

Il est pratiquement inévitable que cette seconde possibilité l'emporte sur la première, à long ou même moyen terme. Les réserves monétaires d'un ensemble de pays aussi vaste que la zone sterling ne peuvent qu'augmenter à l'avenir, ainsi qu'elles l'ont toujours fait dans le passé, avec l'accroissement de leur production et de leur commerce international. Au cours des dix années 1958-1967, par exemple, les réserves monétaires des pays de la zone sterling d'outre-mer (y compris leurs créances ou dettes nettes sur le Fonds Monétaire International) ont augmenté de presque 1,2 milliard de livres, croissant de 1,5 milliard de livres pendant sept de ces dix années, et ne décroissant que de 0,3 milliard de livres au total au cours des trois autres années (1958, 1960 et 1965) (1).

Il est donc vraisemblable que les déficits occasionnellement encourus par la zone seront d'un montant modeste, et plus que compensés par les excédents de la zone dans le temps. Leurs incidences momentanées sur les opérations du Fonds Européen différeront selon qu'il s'agisse de déficits envers la Communauté, la Grande-Bretagne ou le reste du monde:

a) les déficits envers le reste du monde seraient réglés principalement en dollars. Les quelques centaines de millions de dollars, au maximum, que le Fonds pourrait être amené à déboursier en ce cas seraient compensés par la diminution de son endettement vis-à-vis des pays de la zone sterling, tandis que sa créance sur la Grande-Bretagne — assortie d'une garantie « unité de compte » — demeurerait inchangée. En fait, les pays de la Communauté auraient diversifié leurs avoirs en remplaçant par des créances en unités de compte une portion modeste de leurs créances — largement non-garanties — en dollars;

b) les retraits de dépôt de la zone sterling destinés à financer des déficits envers la Grande-Bretagne seraient compensés par une diminution simultanée et égale de l'endettement de la Grande-Bretagne vis-à-vis du Fonds. On ne pourrait que se féliciter, d'un tel dénouement, la Grande-Bretagne remboursant, grâce à ses excédents courants, une partie de l'endettement excessif encouru par elle dans le passé vis-à-vis de la zone sterling et transféré au *Fonds*;

(1) La baisse simultanée de leurs réserves en sterling est d'autant plus frappante, et reflète les conversions de sterling en autres monnaies — principalement le dollar — et en or. De telles conversions seraient exclues, tant par l'accord proposé ci-dessus que par les accords négociés l'an dernier déjà entre le Royaume-Uni et les pays de la zone sterling d'outre-mer.

c) enfin, les retraits éventuels de dépôts destinés à financer les déficits de la zone sterling envers la Communauté elle-même seraient compensés par la diminution des avoirs du Fonds, en monnaies nationales Communautaires, sur ses propres membres. Ceux-ci veraient donc s'accroître leurs réserves « nettes », en conséquence de leurs excédents sur la zone sterling. Un tel résultat serait le bienvenu par eux sauf s'il coïncidait avec une période de surchauffe de leurs économies, et accroissait dès lors les pressions inflationnistes s'exerçant sur elles. Mais ce danger ne serait pas plus grand qu'il ne l'est actuellement, tous retraits de sterling par les pays de la zone étant en fait financés par des opérations de sauvetage, soit *ex post* dans le passé, soit en application des accords de Bâle de l'année dernière, et menaçant chaque fois de déclencher des mouvements spéculatifs aggravant encore les déficits britanniques et l'ampleur du financement à consentir par les banques centrales.

22. - Il ne fait donc guère de doute que l'arrangement proposé ci-dessus servirait les intérêts de tous les pays en cause et contribuerait à l'assainissement du système monétaire international :

a) il éliminerait une des principales sources d'instabilité de la balance des paiements de la Grande-Bretagne et des attaques spéculatives contre la livre;

b) il donnerait de nouveaux débouchés à l'épargne du continent en l'associant à la reconstruction d'un vaste marché financier international européen, pouvant être mis au service d'une politique commune;

c) il contribuerait à l'assainissement du système monétaire international en organisant de manière concertée et moins précaire, l'utilisation des réserves de la Communauté, absorbées à l'excès naguère par la thésaurisation d'or stérile et aujourd'hui par des crédits, directs ou indirects — à travers le marché de l'Euro-dollar — au pays le plus riche et le plus capitalisé du monde.

Toute politique comporte certes des risques, mais ceux qui pourraient découler des réformes proposées plus haut seraient certes mineurs par rapport à ceux qu'osèrent affronter, avec un succès unanimement reconnu aujourd'hui, les pays signataires de l'Union Européenne des Paiements, dans une Europe et un monde dont l'équilibre monétaire, économique, social et politique était profondément ébranlé par les séquelles de la seconde guerre mondiale et l'ouverture de la

guerre froide. Quant aux risques qu'entraînerait le refus ou l'incapacité de l'Europe à choisir une politique, ils sont clairement mis en relief par les événements des dernières années et des derniers mois : le glissement accéléré vers une zone dollar, affaiblie elle-même par le chaos monétaire, financier, économique et social de restrictions et dévaluations en chaîne, et vers un régime monétaire que l'ancien Gouverneur de la Banque de Grèce caractérisait dans un livre récent comme le régime de la « spéculocratie ».

ROBERT TRIFFIN