

## DIVISION DU COMMERCE

Service OCDE et des questions  
monétaires internationales

Berne, le 20 décembre 1976

Royaume-Uni: le problème des balances sterling

En relation avec les difficultés économiques que traverse le Royaume-Uni et surtout à la suite de la dépréciation de la livre de ces derniers mois, le problème des balances sterling est revenu au centre des discussions. Il s'agit d'avoirs en livres sterling détenus par des non-résidents. L'existence de ces avoirs, convertibles à tout moment, constitue un facteur perturbateur potentiel des efforts de stabilisation des autorités anglaises. Les mouvements de conversion de balances sterling ont notamment contribué à la récente perte de valeur de la monnaie anglaise.

Alors que jusqu'ici l'attitude des autorités anglaises était de considérer qu'elles pouvaient courir le risque de maintenir ces balances sterling dans leur forme actuelle, la nécessité de les stabiliser semble être admise depuis la déclaration de M. Callaghan, le 25 octobre dernier. Le premier ministre a, à cette occasion, annoncé le désir de son pays de trouver un arrangement concernant les balances sterling et pour mettre un terme au rôle de la livre en tant que monnaie de réserve. La Banque d'Angleterre estime pour sa part que l'application de la politique économique - spécialement dans les circonstances actuelles - serait facilitée en l'absence de mouvements dans ces balances.

1. Origine, importance et distribution des balances sterling

1.1. Origine

L'existence d'avoirs en livres sterling détenus par des non-résidents a pour origine le rôle de monnaie de réserve que la livre joue encore aujourd'hui pour des raisons qui découlent de l'histoire politique et qui tiennent à l'importance de la place de Londres pour les transactions internationales. L'ampleur de ces avoirs est notamment liée à l'organisation du Commonwealth et au financement du commerce entre les pays membres de cette zone ainsi qu'au fait que le commerce de certaines matières premières est libellé en livres sterling. Plus récemment, ces avoirs ont augmenté à la suite de la crise pétrolière de fin 1973: suivant une politique traditionnelle, les pays de l'OPEP ont en effet placé bonne partie de leur excédent sur la place de Londres, soit en titres gouvernementaux, soit en autres

avoirs à court terme. Le tableau 2 en annexe montre que les balances sterling ont continuellement augmenté depuis la fin des années 60 - avec une exception pour 1973 - jusqu'à la fin de 1975.

## 1.2. Montant et répartition

Il convient de distinguer entre balances sterling officielles, détenues par des autorités publiques et balances privées, détenues par des banques et des maisons de commerce.

Les balances sterling privées s'élevaient, à la fin du 3e trimestre 1976 à 3,64 milliards de livres, soit à environ 6 milliards de dollars<sup>1)</sup>. Leur montant est resté relativement stable ces dernières années, ce qui s'explique par le fait que ces avoirs ne dépassent pas le niveau de "Working balances". Les pays de l'OPEP n'en détiennent qu'une petite partie. Les balances sterling privées ne sont pas généralement considérées comme une source potentielle de troubles monétaires. Lorsqu'on parle de stabilisation des balances sterling on se réfère en priorité aux balances officielles.

A la fin du 3e trimestre 1976, les balances sterling officielles s'élevaient à 2,76 milliards de livres soit à 4,6 milliards de dollars. Leur évolution au cours des deux dernières années est donnée par le tableau 1 ci-dessous.

Tableau 1: Evolution récente des balances sterling officielles (en milliards de £; fins de période)

	1974	1975	1976		
			1er trim.	2e trim.	3e trim.
Balances sterling officielles	4,634	4,102	4,016	3,111	2,760
<u>détenues par:</u>					
- OPEP	3,101	2,839	2,622	1,964	1,560
- Autres	1,523	1,263	1,394	1,147	1,200

Source: OCDE, doc. CPE/WP3(76)16. Ces données diffèrent légèrement de celles du tableau 2 annexé à cause d'une différence de définition.

1) £ = 1,688 \$

Les balances sterling officielles ont constamment diminué depuis le printemps 1975, date à laquelle elles avaient atteint un montant record de 4,9 milliards de livres. La diminution a été particulièrement importante au second trimestre 1976 (0,9 mia £, soit 1,6 mia \$). Elle s'est poursuivie, mais en mesure moindre, pendant le troisième trimestre (0,3 mia £, soit 0,6 mia \$). Ce sont essentiellement les avoirs sterling détenus par les pays de l'OPEP qui ont diminué, ceux détenus par les autres n'ayant pas beaucoup varié.

Les raisons de cette fuite hors de la livre sterling sont probablement à rechercher dans le sentiment général d'insécurité quant à l'avenir de l'économie et de la monnaie anglaises, dicté notamment par le haut niveau de l'inflation au Royaume-Uni. D'autre part, l'existence de taux d'intérêt couverts défavorables à ce pays ont encouragé le reflux de capitaux investis à court terme sur la place de Londres.

Au milieu de l'année en cours, les balances officielles étaient réparties comme suit (chiffres ronds) :

Pays de l'OPEP	63 %
Organisations internationales	13 %
Pays de la CEE	4 %
Autres pays	20 %

Selon les informations recueillies par notre Ambassade à Londres auprès de la Treasury, les balances détenues par les organisations internationales, les pays de la CEE et les autres pays peuvent être considérées comme des "Working balances", peu susceptibles de varier brusquement et dans une mesure importante. Par contre, les avoirs détenus par l'OPEP sont en majeure partie volatiles. Ce sont ces avoirs, atteignant environ 2 milliards de livres (3 mia \$) qu'il s'agirait de consolider d'après le Trésor britannique.

## 2. Solutions envisagées afin de consolider les balances sterling

Deux solutions possibles au problème des balances sterling ont d'ores et déjà été mentionnées, la première étant une opération de soutien de la livre du même type que l'Accord de Bâle de 1968, la deuxième consistant à transférer à d'autres pays les dettes à court terme et convertibles à tout moment que constituent les balances sterling pour le Royaume-Uni.

### 2.1. "Filet de sécurité" semblable à l'Accord de Bâle de 1968

En 1968, le Royaume-Uni avait déjà été confronté au problème des conversions des balances sterling, opérations qui menaçaient sa stabilité monétaire. Les conversions étaient alors le fait des pays d'outre-mer de la zone sterling. Pour mettre fin à ces opérations, un arrangement international avait été

négocié, qui comportait deux volets :

- le premier volet était une garantie de change accordée aux détenteurs de balances sterling. Le Royaume-Uni s'engageait à maintenir la valeur en dollars de la majeure partie<sup>1)</sup> des avoirs officiels en livres des pays de la zone sterling, sous réserve que chaque pays s'engage de son côté à maintenir un pourcentage minimum, fixé d'un commun accord, de livres sterling dans la composition de ses réserves.
- le deuxième volet de l'arrangement était un crédit à moyen terme accordé au Royaume-Uni. La Banque des règlements internationaux (BRI), assistée par un groupe de douze banques centrales (Allemagne fédérale, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Etats-Unis, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Suède et Suisse) mettaient à la disposition de la Banque d'Angleterre pour une durée de dix ans, des facilités de crédit d'un montant de 2 milliards de dollars, destinées à faire face à toute diminution de réserves qu'aurait entraîné un fléchissement des balances sterling (tant officielles que privées) des pays d'outre-mer de la zone sterling<sup>2)</sup>. Les termes de l'Accord prévoyaient que des tirages pouvaient être faits à tout moment au cours des trois premières années et que le montant net finalement prélevé devait être remboursé entre la sixième et la dixième année. La gestion des opérations était confiée à la BRI qui devait satisfaire les demandes de tirages du Royaume-Uni par des emprunts sur le marché, par des prélèvements sur les dépôts en devises effectués auprès d'elle par les pays de la zone sterling et, dans la mesure où ces ressources se révéleraient insuffisantes, en faisant appel au groupe des douze banques centrales à concurrence de leur participation respective.

La solution du "Filet de sécurité" du type de l'Accord de Bâle de 1968, à laquelle iraient les préférences du Royaume-Uni, a pour caractéristique de maintenir les balances sterling et de remédier seulement aux effets indésirables d'une conversion par leur stabilisation. Il a l'avantage d'avoir déjà fonctionné, bien que ce fut sous un régime de changes fixes. Cet arrangement pourrait cependant entraîner une augmentation des balances sterling comme cela avait été le cas pour l'Accord de Bâle de 1968. On remarque en effet (tableau 2) que les balances sterling

- 
- 1) Plus précisément, de la fraction des avoirs en livres de chaque pays de la zone sterling dépassant 10 % de l'ensemble de ses réserves monétaires officielles.
  - 2) Le régime des changes alors en vigueur étant celui des taux fixes, une liquidation de balances sterling se traduisait par une perte de réserves de la Banque d'Angleterre. Dans le système actuel de flottement des monnaies, une liquidation se traduit par une baisse du cours de la livre; une diminution des réserves de la Banque d'Angleterre a lieu dans la mesure où celle-ci intervient pour soutenir la valeur de la livre.

officielles ont constamment augmenté à partir de 1968 jusqu'à 1972, année au cours de laquelle l'Accord a cessé d'être en vigueur. (Comme nous l'avons déjà mentionné ci-dessus, l'augmentation des balances officielles en 1974 est essentiellement imputable à la politique de placement des pays de l'OPEP).

## 2.2. Transfert des balances sterling à d'autres pays ("Funding")

Cette solution comporterait aussi deux volets :

- premièrement, des pays "forts" tels que les Etats-Unis, l'Allemagne fédérale, le Japon, la Suisse, ou le groupe des "Dix", assumeraient à leur compte la dette à court terme représentée par les balances sterling. En d'autres termes, les détenteurs actuels d'avoirs en livres deviendraient détenteurs d'avoirs en monnaie des pays participants à l'Accord, en pratique des pays à monnaie forte. En lieu et place de leurs avoirs en sterling ils auraient désormais des avoirs en dollars, en DM, en yen et en francs suisses auprès des banques centrales des pays correspondants.
- deuxièmement, les pays ayant assumé à leur compte les balances sterling accorderaient au Royaume-Uni un crédit à long terme, du même montant que les balances sterling. Le crédit serait assorti d'une garantie de change de la part de la Banque d'Angleterre.

L'opération aurait ainsi pour effet d'éliminer les balances sterling et de consolider la dette extérieure du Royaume-Uni. L'endettement à court terme de la Banque d'Angleterre vis-à-vis des détenteurs de balances sterling serait remplacé par un endettement à long terme envers les pays "forts".

Pour un pays participant à l'opération de consolidation, par exemple pour la Suisse, cette solution se traduirait par une diminution de ses réserves nettes (réserves brutes moins engagements à court terme) correspondant au montant des balances sterling assumées.

En ce qui concerne notre pays, une telle solution soulèverait dans la forme esquissée ci-dessus un certain nombre de problèmes. Elle va en effet à l'encontre des efforts déployés par la Banque nationale pour éviter une "internationalisation du franc suisse", c'est-à-dire éviter la détention par les autorités monétaires étrangères de réserves en francs suisses. Par contre, le fait que pour des raisons de liquidité notre institut d'émission ne puisse pas, d'après ses statuts, posséder des instruments de dette d'une échéance supérieure à trois mois ne constitue pas en soi un obstacle insurmontable. Ainsi que cela a déjà été le cas pour des opérations de soutien monétaire international, le crédit pourrait être accordé pour trois mois et renouvelé à l'échéance. L'octroi du crédit à la Banque d'Angleterre pourrait

aussi prendre place à travers la Banque des Règlements Internationaux. Dans cette hypothèse la BNS accorderait un crédit à court terme, renouvelable, à la BRI, laquelle à son tour se chargerait du crédit à long terme à la Banque d'Angleterre. De cette manière également, les préoccupations de liquidité de la BNS seraient prises en considération.

G.A. Colombo

Tableau 2 : Les balances sterling et leur développement (en millions de £; entre parenthèses en millions de \$; fin de périodes)

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
(1) <u>Détenteurs officiels</u>	1933	2318	2554	3307	4015	3689	4634	4081
dont:	(4608)	(5565)	(6112)	(8442)	(9428)	(8570)	(10883)	(8258)
Zone - sterling	1661	2039	2260	2798	3505			
	(3960)	(4894)	(5410)	(7140)	(8231)			
Pays de la CEE						228	177	125
						(669)	(416)	(253)
Pays de l'OPEP						959	3101	2839
						(2228)	(7283)	(5745)
Organisations internationales non monétaires	118	173	183	214	285	310	331	386
	(281)	(415)	(437)	(547)	(670)	(720)	(777)	(781)
(2) <u>Détenteurs privés</u>	1470	1405	1677	2432	2542	2284	2500	3229
dont:	(3504)	(3374)	(4015)	(6207)	(5970)	(5306)	(5871)	(6534)
Zone - sterling	991	936	1114	1511	1464			
	(2362)	(2246)	(2666)	(3856)	(3437)			
Pays de la CEE						468	518	774
						(1087)	(1217)	(1566)
Pays de l'OPEP						314	344	462
						(729)	(808)	(935)
<u>Total (1) + (2)</u>	3403	3723	4231	5739	6557	5973	7134	7310
	(8112)	(8939)	(10128)	(14649)	(15398)	(13876)	(16754)	(14792)

Source: FMI, International financial statistics.