Jacques RIBOUD

APRÈS MAASTRICHT

avant *puis* avec

LA MONNAIE UNIQUE

vers un nouveau système

Centre Jouffroy pour la Réflexion Monétaire
Collection de la R.P.P.
(Revue Politique et Parlementaire)

1 - **AVANT 1999** - LA MONNAIE PARALLÈLE - Une monnaie commune circulant pour paiement dans un Etat, en parallèle avec sa monnaie nationale, en perturberait dangereusement la gestion. Elle doit être astreinte au statut de monnaie étrangère, et exclue de la circulation interne pour transaction. Page 6

Mais, limitée ainsi au secteur externe international (euromarché), elle peut être stabilisée en valeur réelle par constitution. Elle bénéficie alors d'une propriété prestigieuse, avantage déterminant dans la concurrence avec de grandes devises qui, toutes, se déprécient.

2 - **L'ECU EXTERNE CONSTANT** - L'Ecu est vu dans sa double configuration d'unité nominale et d'unité constante. Dans ce dernier état, il constitue un étalon-marchandise figuré par un panier communautaire de biens et services de la statistique, qui définit, en l'anticipant, la monnaie unique. Il procure ainsi au système le point d'ancrage et de référence fixe et fiable indispensable à son bon fonctionnement. Page 25

3 - **APRÈS 1999** - UNE MONNAIE UNIQUE "BIPOLAIRE" ET UN NOUVEAU SYSTÈME - A ce stade ultime, l'Ecu exerce pleinement sa double fonction - d'unité nominale **interne** circulant pour paiement dans la Communauté - d'unité **externe** constante servant d'étalon et de médium d'échange international et de réserve, à la valeur réelle fixe ; attributs qui n'ont été ceux d'aucun système monétaire, pas même au temps de l'étalon-or. Page 41

Restreint à cette dernière fonction, il pourrait et devrait être créé sans délai. Il préparerait l'unification monétaire et contribuerait à en avancer la réalisation.

favour by the Community central banks. If not taken now, there will be a monetary vacuum that will last seven years - and will eventually be filled by the Deutschemark. Furthermore, it will fill out an ill-equipped armoury of weapons that are available to those central banks for the purpose of regulating, without any mutual interference, exchange rates and purchasing powers.

This enterprise, finally, is also capable of achieving that synthesis that is dear to the heart of the British Prime Minister, John Major, and yet is considered impossible ; namely of being "at the heart of Europe" and simultaneously "outside Europe". Having created a constant payment ECU with unrivalled prestige, the United Kingdom will be "at the heart of Europe", occupying a more prominent position than any other Member State. Should Parliament subsequently decide to make use of the "opt-out" clause, it will remain "outside" Europe with, in the external sector, a vast field of business which it will be free to exploit independently of any Community monetary authority whilst retaining the kudos attaching to a memorable monetary innovation.

1

De son organisation monétaire dépend, dans une large mesure, l'avenir de la Communauté. Les projets élaborés, tout au moins ce qu'on en connaît, doivent être examinés avec soin, et d'abord par ceux qui croient passionnément à l'Europe. La politique, en la matière, ne doit pas détourner de l'analyse spécifiquement technique. Elle est primordiale en un domaine trop souvent envahi par la confusion, le parti pris, le double langage.

De tous les sujets qui doivent être soumis à la réflexion, un des premiers concerne la circulation pour paiement d'une nouvelle unité commune, en parallèle avec les monnaies nationales. Une autre plus importante encore, concerne les moyens, pour la monnaie unique, de sa stabilité (examinés au chapitre 3).

D'entrée la question est simple : la nouvelle unité parallèle est-elle, ou doit-elle être, autorisée ? En d'autres termes, peut-il y avoir, dans les Etats de la Communauté, des réseaux bancaires distribuant une monnaie commune de transaction, utilisable pour paiement entre deux résidents du même Etat, autre que la monnaie nationale ? Cette nouvelle monnaie parallèle bénéficie-t-elle du statut que les anglais désignent sous le terme de "legal tender" ?

De ce qui est fait et de ce qui est dit officiellement, on pourrait déduire que la réponse à cette question est affirmative. En fait, la question, autant que l'on sache, n'a pas été clairement posée. Elle n'est pas davantage soulevée par la presse, par le public, par les professionnels. Et pourtant, la réponse est d'une importance capitale. Elle conditionne l'avenir de l'Ecu privé ; elle met directement en cause la proposition de "hard Ecu" par le gouvernement britannique.

La thèse du Centre Jouffroy est que la circulation interne pour paiement d'une monnaie commune en parallèle avec la monnaie nationale n'est pas, et ne doit pas être autorisée ; par conséquent que l'Ecu privé, monnaie de transaction communautaire interne, comme le "hard Ecu" proposé, n'a pas, et ne peut pas avoir de fondement légal.

Entre les deux thèses, un choix est à faire, une décision est à prendre - et surtout à justifier - et autrement que par des arguments politiques. C'est pourquoi on ne peut que féliciter l'"Association pour l'Union Monétaire de l'Europe" et l'"Association Bancaire pour l'Ecu" (A.B.E.) d'avoir cherché une réponse en lançant deux enquêtes : l'une confiée à Ernst Young et l'autre à Arthur Andersen. Les résultats de la première sont présentés dans un ouvrage "L'Ecu monnaie du succès européen" (Les Editions de l'Organisation), l'autre dans une publication de l'A B E.

L'Ecu d'origine, unité composite, est né il y a douze ans comme instrument du système monétaire européen ; son statut est clair : l'Ecu officiel est indicateur de position sur le marché des changes et il est unité de compte. Il n'est pas numéraire de transaction. L'Ecu privé, créé il y a six ans par l'Association Bancaire pour l'Ecu, est tout autre chose. Il a pour vocation de circuler pour paiement. Il n'a de commun avec l'Ecu officiel que la formule de composition.

Quel est le point de vue des autorités à l'égard d'une unité de transaction privée qui prétend circuler en parallèle dans chaque Etat de la Communauté avec sa monnaie nationale ? La réponse, on doit la chercher dans le projet Delors qui, jusqu'à nouvel ordre, constitue la charte de l'U M E.

La réponse est ambiguë. Le projet Delors, en effet, condamne la monnaie parallèle (il y voit une source d'inflation). En même temps, il recommande aux gouvernements de lever les obstacles qui s'opposent au développement de l'Ecu privé. Or, que doit être l'Ecu privé, sinon une monnaie parallèle ? L'ambiguïté ne peut se résou-

dre qu'en supposant que la monnaie parallèle est déconseillée, à l'exception de l'Ecu qui préfigure la monnaie unique.

Les accords de Maastricht ne s'attardent pas davantage sur la question de l'Ecu monnaie parallèle, ni même sur ce que sera la future monnaie unique. Or, l'Ecu est une unité composite définie par les douze monnaies qui le composent. Une fois les douze monnaies disparues et l'Ecu devenu "unique", une question de définition se pose (à laquelle cette étude tente de donner une réponse). Le gel de la formule de composition à partir de 1994 envisagé à Maastricht, ne renforce pas la stabilité de l'Ecu. Il se borne à calmer une inquiétude sur d'éventuelles manipulations.

Cela posé, on peut passer à la seconde ambiguïté : l'Ecu privé est-il légalement autorisé à circuler pour paiement sur un territoire national (transaction entre deux résidents) ? Les promoteurs de l'Ecu privé ont jusqu'à présent semblé considérer que cette autorisation leur était acquise. Or les enquêtes mentionnées plus haut précisent que l'Ecu a, dans chacun des douze Etats de la Communauté effectivement consulté, le statut de "monnaie étrangère". Ce qui implicitement signifie qu'il n'a pas égalité des droits avec la monnaie nationale.

Le statut de monnaie étrangère signifie en effet que sur un territoire national la monnaie n'a pas cours légal, qu'elle n'est pas "legal tender", que son emploi généralisé pour paiement entre deux résidents n'est pas autorisé.

Telle n'est pas cependant l'opinion de celui des deux enquêteurs, Andersen, qui a cerné de plus près le problème. Il déclare, dans sa conclusion :

"Cette question de cours légal (légal tender) ne devrait pas être exagérée (overstated)" et il ajoute, comme argument à l'appui de cette affirmation : *"L'essentiel de la masse de monnaie nationale est sous forme de comptes courants bancaires. Cette masse représente la plus grande partie des paiements exécutés. Ils (ses composants) ne sont pas legal tenders"*.

En d'autres termes, pour Andersen, la principale monnaie de paiement en usage sur territoire national est la monnaie bancaire, émise par les banques commerciales, ce qui est exact. Cette monnaie bancaire n'est pas "legal tender". Il n'y aurait donc pas lieu, pour l'Ecu privé, de se préoccuper de ce statut de "legal tender". Par analogie avec la monnaie bancaire en usage, l'Ecu privé pourrait légalement circuler pour transaction sur un territoire national (règlement entre deux résidents). Telle est également l'opinion de la Banque d'Angleterre, et ce sur quoi elle fonde sa proposition de "hard Ecu".

L'analogie avec la monnaie de banque et la conclusion qu'en tire Andersen sont-elles justifiées ?

Il y a lieu d'en douter. Sur un territoire national, le système bancaire lui-même, comme la monnaie de banque qu'il crée, repose sur la monnaie nationale émise par la Banque Centrale. Le crédit à un compte courant bancaire est un crédit en monnaie centrale. Quand le titulaire du compte courant mobilise son avoir, ce sont des billets de banque, c'est-à-dire des créances sur la Banque Centrale, qu'il reçoit. Un chèque tiré sur une banque A et déposé sur une banque B doit être honoré par A à l'adresse de son créditeur B, en monnaie centrale. Les soldes de compensation des banques sont enregistrés par la Banque Centrale et réglés ultimement en monnaie centrale.

Depuis l'origine des temps, "battre monnaie" a toujours été le privilège du Pouvoir. Ce privilège, autrefois farouchement défendu, lui a de nos jours partiellement échappé lorsque des créances sur le système bancaire ont remplacé, pour paiement les créances sur Banque de France matérialisées par le billet.

La substitution, partielle d'abord, puis totale de la monnaie-créance à une monnaie-or ou argent a eu pour corollaire ultime (non prévu) une autre substitution : celle du crédit bancaire comme principale source de moyens de paiement neufs. Le crédit bancaire, par nature, a tendance à en produire trop ou, plus rarement, pas assez ; depuis qu'il ne se limite plus à l'escompte à court terme, il n'y a

aucune raison pour que ce processus de création monétaire s'adapte de lui-même aux besoins de l'Economie en numéraire. Il doit être gouverné. C'est la tâche des "autorités" monétaires. En renonçant au concept de pouvoir libératoire ("legal tender"), on leur enlèverait ce qui leur reste pour maintenir l'industrie bancaire sous leur tutelle.

Dans l'hypothèse de monnaies de transaction internes, parallèles, l'Ecu privé, comme le "hard Ecu", circule pour paiement sur le territoire de chaque Etat de la Communauté ; le premier, pour le moment, hors d'aucune tutelle officielle déclarée ; le second, sous celle d'une Institution Communautaire à créer. Dans les deux cas, les Banques Centrales nationales sont "hors-jeu" dans la conduite de leur régulation monétaire.

On doute qu'elles l'acceptent. On doute de l'émergence d'un principe qui reviendrait à réhabiliter les contrefacteurs et à leur laisser les mains libres. Il ne s'agit pas de prestige, ni de "défense de souveraineté". Il s'agit de problèmes de gestion et des moyens de les résoudre. Dans le schéma présenté par la Banque d'Angleterre (valable, on peut le supposer, pour toute monnaie parallèle interne) la notion de "legal tender" est effacée. Il y a, sur chaque territoire national de la C E E, deux monnaies de transaction en circulation : une est la monnaie nationale émise par la Banque Centrale et les banques du système bancaire national (banques domiciliées sur le territoire) et une autre, parallèle, émise par une institution communautaire, officielle ou privée, qui sera inévitablement émise aussi - et surtout - par toutes les banques de la Communauté, qu'elles soient domiciliées à Athènes, à Hambourg ou à Lisbonne.

Telle sera la conséquence imparable, dans le système monétaire à créer, d'un ensemble de facteurs : libre circulation des capitaux ; emploi de créances sur banques commerciales comme instruments de paiement ; évanouissement du concept de "legal tender".

Une fois les pièces de l'organisation parallèle en place, on doit se demander comment sera alors assurée la régulation monétaire par

les autorités, plus particulièrement la stabilisation en valeur réelle des numéraires en circulation pour paiement ; tâche mise explicitement au-dessus de toutes les autres.

A la disposition des autorités : le taux d'intérêt, et comme moyen d'action, en relais sur le niveau des prix : la corrélation d'p = d'M − d'P dans laquelle d'p ; d'M ; d'P sont les variations relatives du niveau des prix, de la masse des moyens de paiement, et de la production en volume.

"Qu'est-ce qu'une politique monétaire de stabilité ?" nous dit Renaud de La Genière, ancien gouverneur de la Banque de France. *"C'est une politique réglant l'expansion de la masse monétaire sur celle de la production exprimée en termes réels"*. (Revue Banque, juin 1990).

Comment l'instrument de régulation privilégié, le taux d'intérêt, va-t-il s'appliquer ? Et comment la corrélation entre le niveau des prix et la masse des moyens de paiement jouera-t-elle, une fois que, sur le territoire national, le public aura le choix entre deux monnaies : sa monnaie nationale et la monnaie parallèle (Ecu privé ou "hard Ecu").

Plaçons-nous dans le cas le plus favorable à la monnaie parallèle : celui où l'Ecu privé serait, comme le hard Ecu, "contrôlé" par une Institution Communautaire officielle. Les banques de la Communauté offriront au public des crédits en l'une ou l'autre de ces monnaies.

Dans l'hypothèse faite, le taux de change entre la monnaie nationale et la monnaie parallèle sera fixe (jusqu'au prochain réalignement). Mais les taux d'intérêt sur les crédits en monnaie parallèle et en monnaie nationale diffèreront, ils seront choisis par chaque Banque Centrale sur sa monnaie en fonction de ses indicateurs et de sa masse monétaire nationale ; par l'institution communautaire sur la monnaie parallèle, en fonction de ses indicateurs à elle et de la masse globale de cette monnaie dans la Communauté.

Les taux d'intérêt sur monnaies nationales divergeront donc d'un Etat à l'autre. Celui de la monnaie parallèle sera le même dans les douze Etats. Il y aura donc inévitablement, dans un Etat, deux taux d'intérêt différents pour des crédits en deux monnaies interchangeables. D'où une préférence par le public et, par conséquent, une croissance monétaire qui sera celle des deux monnaies au taux d'intérêt le plus bas.

Certes, sur une monnaie qu'on sait plus dure qu'une autre, l'attrait d'un taux d'intérêt avantageux est corrigé par la perspective d'un remboursement également en monnaie dure. En l'occurrence, ce facteur ne jouera pas puisque monnaie nationale et monnaie parallèle s'identifieront, qu'au surplus la perspective d'un réalignement s'estompe.

Les croissances des masses monétaires en monnaie nationale et monnaie parallèle communautaires sont alors indéterminées ; la corrélation par laquelle se transmet l'effet recherché du taux d'intérêt sur la croissance de la masse monétaire, se désintègre. Le système devient, en termes mathématiques, "incohérent".

A ce "schéma catastrophe", les partisans de la monnaie parallèle opposent le fait que, d'ores et déjà, en régime de libre circulation et taux de change fixes, n'importe qui, n'importe où dans la Communauté, peut emprunter en n'importe quelle monnaie. Cela est vrai. Mais il reste à échanger la monnaie empruntée contre monnaie nationale. C'est celle-là qui sert à payer. L'interchangeabilité pour paiement de deux monnaies sur un territoire est autre chose qu'une conversion en devises à un guichet.

En conclusion de cette analyse, on peut supposer que les autorités s'opposeront ouvertement ou non à la monnaie parallèle interne, ne serait-ce que pour des raisons de régulation. Que reste-t-il alors pour l'Ecu privé ou le "hard Ecu", dès lors exclu de la circulation pour paiement interne, sur les territoires des douze Etats.

Ce qui leur reste est l'emploi comme monnaie exclusivement externe ; un modèle de numéraire nouveau, riche d'un grand avenir.

Il ne peut être aperçu qu'une fois le terme "exclusivement externe" explicité : il y a des monnaies à la fois interne et externe. Il n'y en a jamais eu qui soit exclusivement externe. On s'explique que le terme soit mal compris et que les étonnantes possibilités qu'enferme une monnaie exclusivement externe soient méconnues.

Une monnaie est à usage externe lorsqu'elle n'est la monnaie nationale ni du payeur, ni du payé. Elle est alors employée en tiers. Tel est le cas du dollar dans les relations financières entre les résidents de 169 Etats sur les 170 qui se partagent la planète (le 170e : les Etats-Unis).

Un importateur de pétrole en France, pour payer son fournisseur arabe, achète des dollars et les payent en francs. Sa banque vire les dollars au compte du fournisseur à une banque à Ryad. Le fournisseur les échange alors dans sa monnaie nationale, où il les laisse en compte. Les dollars qu'une banque a ainsi acquis par dépôt ou échange sont prêtés par elle à un autre importateur ou investisseur. Après emploi et dépôt dans une banque (étrangère aux E.U.), l'opération se répète tandis que se succèdent et s'ajoutent à l'extérieur des Etats-Unis les titulaires de dépôts et créances libellées en dollar, devenu eurodollar.

S'est ainsi créé l'eurodollar, monnaie externe, semi-autonome, dont la contrepartie se trouve sous forme d'avoir de non-résident dans une banque aux Etats-Unis ; s'est formé l'euromarché, territoire neutre dit "off-shore", immense, situé virtuellement ou réellement entre les frontières des Etats et dont la valeur financière est estimée à deux mille milliards de dollars. Ce vaste espace de l'Euromarché n'a pas une monnaie qui lui soit propre. Il n'a comme monnaie que des devises qui sont aussi monnaies nationales dans leur pays d'origine.

Pour apercevoir pleinement les possibilités de progrès que l'euromarché ouvre à une nouvelle organisation monétaire, il est bon d'avoir présent à l'esprit son fonctionnement même schématisé. La source d'un eurodollar est un dollar au compte courant de A dans une banque aux Etats-Unis, soit la Citicorps à New-York. A place ses dollars dans une banque étrangère : la Lloyds à Londres. Cette dernière, ainsi substituée à A sur le compte-courant à la Citicorp - et vraisemblablement rémunérant le dépôt de A - prête les dollars à B, à Hambourg par l'intermédiaire de la banque de B, la Deutschebank. A cette fin, la Lloyds vire les dollars, de son compte à la Citicorps, à celui que la Deutschebank a chez son correspondant à New-York : la Morgan Bank. La Deutschbank, en possession des dollars, à son tour, les place chez C, et ainsi de suite.

Les eurodollars, démultipliés à l'extérieur, passent d'une place à l'autre sur la planète, jumelés à un dollar transféré d'une banque à une autre, dans tous les cas domiciliée aux Etats-Unis.

L'euromarché avec ses eurodevises est un phénomène spontané, en aucune façon l'émanation d'une "volonté". Ni prévu, ni organisé, et longtemps mal compris, il est le produit d'une double nécessité : celle d'un médium commun d'échange et celle d'un vaste espace neutre qui déborde les limites des Etats, et soit offert aux capitaux internationaux pour circulation et mise en réserve.

Curieusement, le mécanisme de l'euromarché reproduit, en l'amplifiant, celui des systèmes monétaires nationaux en associant les rôles d'un Institut d'émission dans son autorité et celui des banques commerciales dans leurs initiatives (dans l'euromarché en dollars : le système bancaire U.S. transpose l'institut d'émission, le "Fed", les eurobanques transposent les banques commerciales américaines) ; une observation dont on retrouvera plus loin l'application dans le mécanisme bancaire proposé au Consortium d'Eurobanques en Ecus externes constants (page 33).