Le Centre Jouffroy pour la Réflexion Monétaire
(créé en 1974)

propose

LE NOUVEAU BANCOR (NB)

NUMÉRAIRE DE RÉSERVE ET DE PAIEMENT
composite extranational indexé

pour le

MÉCANISME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Editions J.R.S.C.

Collection de la R.P.P.
(Revue Politique et Parlementaire)

TABLE DES MATIERES

Pour un nouveau numéraire d'ancrage .. 1

Une proposition : le Nouveau Bancor (NB) 7

Exposés complémentaires

1 • Le concept de stabilité 21
2 • Formulation de l'indexation 23
3 • Réflexions sur la signification de l'indice de prix 24
4 • Formulation du NB 25
5 • Le NB : création et compensation 27
6 • La stabilisation des changes et ses problèmes 31
7 • Deux instabilités et leurs interconnexions 32
8 • Le NB stabilisateur des changes.....33
9 • Une politique de change ? 37
10 • Le NB lancé et testé dans le secteur privé 39

Le "système en NB" en cinq dessins et un tableau avec commentaires

• Le xénodollar (eurodollar) 10
• Un NB, de sa création à sa destruction 11
• Le NB, mécanisme de création et compensation 13-26
• Emploi du NB pour la stabilisation des changes 35
• Tableau de taux d'intérêt versé aux dépôts en écus 43
• Mécanisme du NB "privé" 44

Un fil conducteur 49

Quelques opinions sur le concept et son application 51

Ouvrages en français

La vraie nature de la monnaie (1973) - Editions de la R.P.P. - 236 pages

Une monnaie pour l'Europe (1975) - Editions de la R.P.P. - 239 pages

Mécanique des monnaies (1978) - Préface du Professeur Henri Guitton - Editions de la R.P.P. P.U.F. - 501 pages

La monnaie dans ses artifices (1984) - Collection de la R.P.P. - P.U.F. - 278 pages

Controverse sur la banque et la monnaie (1986) - Collection de la R.P.P. - P.U.F. - 146 pages

Monnaie européenne : de l'utopique au réalisable (1989) - Collection de la R.P.P. P.U.F. - 243 pages

Après Maastricht - Avant puis avec la monnaie unique - Vers un nouveau système (1992) Collection de la R.P.P. - 69 pages

Fondement théorique de la monnaie externe constante et ses applications (1993) Collection de la R.P.P. - 34 pages

Monnaie externe constante - Emploi pour la régulation monétaire (1993) Collection de la R.P.P. - P.U.F. - 105 pages

Un mécanisme monétaire avec l'euro constant (1996) - Collection de la R.P.P. P.U.F. - 121 pages

en anglais

The Mechanics of Money (1978) - Foreword by Professor Fritz Machlup Macmillan - 312 pages

A Case for a New Ecu - Towards Another Monetary System (1989) - Macmillan - 201 pages

A Stable External Currency for Europe (1991) - Foreword by Sir Alan Walters Macmillan - 222 pages

After Maastricht - Another View of the Single Currency - A Great Opportunity for Britain (1992) - R.P.P. Collection - 77 pages

Theoretical Foundation of a Constant External Money (1993) - R.P.P. Collection - 39 pages

The Constant External Currency - Instrument of Monetary Regulation (1993) R.P.P. Collection - 109 pages

A Monetary Future of Europe (1994) - R.P.P Collection - 28 pages

A Proposal : The Eurostable Banking Association (1998) - 28 pages

A Monetary Mechanism with the Constant Euro (The Eurostable) (1998) J.R.S.C. Editions - 121 pages

INTRODUCTION

Le "Centre Jouffroy pour la Réflexion Monétaire" a été fondé en 1974 pour rechercher comment mettre en application le concept de stabilité inhérente en valeur réelle d'une monnaie de paiement externe défendu par Jacques Riboud devant la "Société d'Economie Politique" à l'instigation du Professeur Marczewski, Président, le 12 juin de la même année, et dans une communication à l'Institut le 19 janvier 1981 sous la présidence du Professeur Guitton.

Ce concept ouvre en effet la voie à une réalisation concrète qui tirerait profit des récentes innovations que sont l'immense territoire de l'euromarché et les prodigieux développements dans les techniques de communication (fibre optique) et de traitement d'information (ordinateur). Ils sont les moyens d'un nouveau numéraire de paiement extranational à la valeur invariable, remplissant toutes les conditions requises d'une monnaie d'ancrage internationale, et mieux que ne le fait, et ne peut le faire, aucune monnaie nationale.

Ce n'est qu'après de longs travaux sur l'écu constant devenu Eurostable que le Centre Jouffroy a pu faire une proposition de réalisation. Elle est exposée dans un ouvrage "Un mécanisme monétaire pour l'euro constant (l'Eurostable)" (1996). Depuis, il est apparu que le numéraire proposé était plus justifié pour le Fonds Monétaire International que pour la Communauté européenne. L'Eurostable* a donc été élargi par adjonction du dollar constant, pour former une unité composite dénommée "Nouveau Bancor"* (NB), qui conserve tout le dispositif proposé pour sa création et sa circulation.

Ces pages font valoir la diversité et l'importance de ce que le NB apporterait : au FMI, un pouvoir d'émission à sa disposition, qui lui est dénié, tandis qu'il est le privilège de tous les Etats, un étalon de référence et de mesure indépendant du temps et du lieu, un médium de paiement et de réserve international qui échappe à l'incertitude en valeur réelle, un instrument de régulation des changes, qui ne subit aucun effet inflationniste quel qu'en soit le volume émis.

* Eurostable™ et New Bancor™ sont des marques déposées.

Les désordres monétaires actuels mettent en pleine lumière les déficiences d'un système resté sans changement véritable depuis trois quarts de siècle. Est enfin reconnue la nécessité de l'innovation et réclamée une "nouvelle architecture monétaire". C'est pourquoi le "Centre Jouffroy pour la réflexion Monétaire" renouvelle sa proposition.

UN INSTRUMENT POUR LES RELATIONS MONÉTAIRES INTERNATIONALES

La crise, qui après avoir secoué les pays du Sud-Est asiatique et ruiné certains d'entre eux (l'Indonésie), menace d'autres parties du monde, est une crise spécifiquement monétaire. Les experts s'interrogent, l'opinion s'inquiète. William Pfaff, dans le Herald Tribune du 17 septembre 1998, demande, *"Where are the thinkers who will build a better monetary machine ?"*, "Où sont les chercheurs qui construiront une meilleure machine monétaire ?".

En réponse, le "Centre Jouffroy pour la Réflexion Monétaire" offre une explication et fait une proposition :

La prodigieuse avancée technologique dont bénéficient les moyens de communication et d'information permet aujourd'hui de doter le système monétaire international du numéraire d'ancrage qui lui fait défaut pour stabiliser les changes, prévenir ou bloquer une panique dévastatrice.

Mais l'ouverture que donne l'évolution technologique n'a pas été saisie. Le système monétaire international est resté sans changement de fond depuis la conférence de Gênes, en 1922, qui a créé le Gold Exchange Standard (GES), et fait du dollar, monnaie nationale d'un Etat, la monnaie centrale du monde.

Bretton Woods, en 1944, a renouvelé le GES en le complétant par d'utiles institutions, dont la plus importante, le Fonds Monétaire International, est proche d'une Banque centrale dans les fonctions qu'il remplit de prêteur en dernier ressort. Mais, pas plus que la Banque mondiale, il n'a le pouvoir d'émission. Depuis 1944, l'innovation monétaire la plus importante a été l'Union Monétaire Européenne (UME) avec l'euro ; mais l'euro n'apporte rien de nouveau conceptuellement. Il ne fait qu'étendre à un territoire élargi, celui de la Communauté, le système monétaire national déjà en usage partout dans le monde.

La monnaie est l'instrument d'un mécanisme. Les déficiences de ce mécanisme, bien plus que celles de la politique, de l'économie ou du

social, ont trop souvent freiné, paralysé le progrès, ou même l'ont inversé.

Le point de départ de la Grande Dépression des années 30 n'est pas monétaire. Mais ce sont des dysfonctionnements spécifiquement monétaires qui ont transformé ce qui aurait pu et dû n'être qu'une crise boursière passagère, en un mal profond et persistant qui a plongé le monde dans la misère, puis dans la guerre.

Le "Centre Jouffroy pour la Réflexion Monétaire", fondé en 1974, a entrepris, depuis cette date, l'analyse de la mécanique monétaire, et recherché le moyen d'appliquer les nouvelles techniques de communication et de traitement d'informations à la solution de problèmes de stabilité restés sans solution. Cette recherche est terminée.

Elle aboutit à la proposition d'un numéraire d'ancrage externe non national, remplissant toutes les conditions requises dans ses fonctions d'étalon de valeur et de référence, de médium de paiement et de réserve international, et d'instrument de régulation. La théorie et l'application sont exposées dans le dernier ouvrage du Centre Jouffroy, "Un mécanisme monétaire avec l'euro constant"*.

L'unité monétaire initialement envisagée pour l'UME sous le nom d'Eurostable, trouve, en conjonction avec le dollar, un emploi plus justifié et plus urgent à l'échelon mondial. Le nom proposé de la nouvelle unité est celui de "Nouveau Bancor" (NB), en hommage à Keynes qui avait amorcé la création d'une unité monétaire du même type, sans qu'elle puisse prétendre toutefois à un usage général, faute de moyens techniques appropriés.

[Le yen est l'autre grande monnaie du monde. On peut penser qu'elle devrait être incluse dans le NB. Elle ne l'est pas parce que l'introduction du yen affaiblirait la monnaie composite dans sa fonction de monnaie d'ancrage. L'écu fut créé en 1979 comme unité composite de neuf monnaies, dans le but d'être la monnaie d'ancrage de l'Europe. L'écu n'y a jamais réussi en raison des divergences entre les monnaies composantes. Le résultat fut l'ascension du D-Mark. Une unité monétaire bicéphale aura un impact plus grand qu'une unité diversifiée avec trop de composants de poids différents pour résoudre les problèmes de

* Collection de la RPP - diffusion PUF, et en anglais : "A Monetary Mechanism with the Constant Euro (the Eurostable)" J.R.S.C. Editions.

change. Mieux vaut pour le moment limiter le NB à l'euro et au dollar. Les enseignements d'une première expérience avec le NB seront éventuellement utilisables pour une initiative du même genre avec le yen.]*

Le dollar, et maintenant l'euro, sont les deux grandes monnaies du monde. C'est en se fondant sur elles que la nouvelle unité peut être conçue.

La nouvelle unité est définie avec une valeur (pouvoir d'achat) invariable égale à la somme des valeurs de un demi-euro constant et un demi-dollar constant.

L'émission d'une nouvelle monnaie de transaction dont la valeur réelle est insensible à l'effet du temps contredit ce que l'on démontre et constate sur les monnaies nationales. Le cas d'une monnaie externe non nationale reste ignoré+. C'est pourquoi le NB ne trouve sa validité que fondée sur deux concepts évoqués plus haut, qui sont : a) la valeur réelle indépendante du temps et du lieu, et parfaitement stable d'un numéraire de transaction exclusivement externe (non nationale), condition requise pour une monnaie d'ancrage jamais réalisée, b) son aptitude à défendre avec succès des parités de change sans être affecté d'aucune dépréciation en valeur quel qu'en soit le volume émis‡.

Ces propriétés du NB, combinées avec la puissante capacité d'émission du FMI, et la liberté d'action qu'elles lui donnent, lui permettraient de maintenir un régime de change stable, de prévenir ou apaiser une panique, de surmonter les inévitables défaillances qui assaillent par

* Dans quelques années, les pays dits émergeants de l'Asie auront rejoint le niveau économique du Japon, des Etats-Unis et de l'Europe. Le moment sera peut-être venu d'élargir le NB et d'y incorporer le yen constant.

+ Le Droit de Tirage Spécial du FMI est l'amorce d'une innovation monétaire, restée sans suite. Il figure un acte de cautionnement transférable émis par le FMI au bénéfice d'un prêt par une Banque centrale excédentaire à une Banque centrale déficitaire.

‡ Ces deux concepts, après avoir été exposés à la Société d'Economie Politique en juin 1974, et avant de l'être à l'Institut en janvier 1981, ont été mis en discussion à la session de la Société du Mont Pélerin à Bruxelles en septembre 1974, et à nouveau à sa session de septembre 1975 à Hillsdale (US) à l'initiative et avec le parrainage de Milton Friedman.
Afin d'étudier les conditions d'application pratique, Jacques Riboud a fondé le "Centre Jouffroy pour la Réflexion Monétaire" en décembre 1974.

moment une économie, en laissant le temps de corriger, éventuellement de réorganiser.

Les dégâts d'une crise vont bien au-delà du déséquilibre qui les a causés. La monnaie nationale est la structure indispensable pour rebâtir. Une erreur tragique de l'organisation monétaire est de ne pas s'être donné les moyens de sauver la monnaie nationale avant qu'il soit trop tard.

L'organisation pour l'émission du NB par le FMI est conçue sur le modèle de l'euromarché, fruit d'un phénomène spontané de l'après-guerre (longtemps mal interprété), qui a profondément modifié la structure monétaire et bancaire du monde.

L'essence de la "machine monétaire" de l'euromarché (ou mieux "xénomarché" pour éviter toute confusion) consiste en un réseau de circulation et d'"encaisse monétaire" mondial. Chacune de ces monnaies - toutes nationales - fonctionne de façon quasi autonome dans le secteur externe, tout en dépendant d'un mécanisme central dans son pays d'origine, qui englobe la compensation (clearing) et les comptes de réserve en monnaie centrale des banques domiciliées sur le territoire.

Dans cet esprit, la diffusion et la gestion du NB seront confiées à deux groupes de banques, l'un européen, l'autre américain (US), chacun sous l'égide de leur Banque centrale.

La compensation et les transferts s'exécuteront de façon continue, 24 heures sur 24, toute l'année. Des agencements particuliers sont prévus pour parer aux risques de défaut et minimiser le besoin de réserves.

Au-delà de la seule question des changes, le nouveau numéraire remplirait pour la première fois les conditions requises pour les fonctions de monnaie d'ancrage internationale ; conditions jamais encore remplies, même au temps de l'étalon-or, et maintenant accessibles.

Au-delà des circonstances, et du désordre dans lequel l'organisation monétaire internationale est plongée, le NB doit être vu comme une étape dans une évolution : pendant des millénaires, la fonction monétaire a été confiée au métal précieux, seul en mesure grâce à sa valeur intrinsèque, d'apporter une garantie de réalisation à un "signe" dont la signification, pour celui qui le détient, est de pouvoir se procurer en un temps et un lieu indéterminés, quelque chose également indéterminée,

mais qui, en valeur, soit équivalente, c'est-à-dire lui procure le même "degré de satisfaction" que ce qu'il a cédé.

Il y a trois siècles, la monnaie-créance a introduit un facteur de risque qu'on a longtemps cherché à pallier en retardant son décrochement d'avec le métal précieux par différents stratagèmes (couverture, convertibilité en or, GES, etc.). Ce qui en restait a disparu le 15 août 1971, lorsque le Président Nixon a dénoncé la convertibilité en or du dollar (alors réservée aux Banques centrales étrangères).

Depuis, la monnaie est flottante, soumise aux quatre vents de la conjoncture, sans attache, sans ancrage. Valéry Giscard d'Estaing a bien défini l'instrument d'ancrage à retrouver* au lendemain de l'évanouissement ultime de l'étalon-or, comme devant *"être un actif non national, à la valeur de référence indiscutée, et des conditions de crédit, de rémunération et de revalorisation qui en feraient un actif plus recherché que les autres, même s'il devait avoir un caractère abstrait"*.

La reconnaissance de cet objectif et de son caractère abstrait est essentielle pour accepter l'inaptitude d'aucun produit concret à remplir les conditions imposées, et la validité de son remplacement par un actif défini en fonction des données de la statistique. Elle annonce aussi les problèmes auxquels le NB doit faire face : sa nouveauté, sa déviation d'avec des notions traditionnelles et respectées, un mode de réalisation bien particulier.

C'est en acceptant de mettre en question ces notions que peut être reconnu le progrès qu'apporterait le NB. Et c'est en "démontant" le mécanisme d'application proposé qu'on en aperçoit la part qu'y prennent les récents progrès de la technologie.

Jean G. Riboud

* Conférence internationale, 1973.

UNE PROPOSITION

L'histoire du système monétaire international, au cours de la première moitié de ce siècle qui s'achève, est celle de tentatives courageuses, mais infructueuses, pour retrouver la stabilité et l'efficacité qui ont fait sa renommée au cours du siècle précédent ; dans la seconde moitié, elle est celle d'un tragique renoncement à l'adapter à une évolution qui s'accélère dans tous les secteurs.

Dans le même temps, en Europe, des nations autrefois divisées ont entrepris et réussi à s'organiser monétairement, et à créer l'euro.

L'euro, avec le dollar, ouvre la voie à la création à l'échelon mondial d'un numéraire d'ancrage dont ils seraient le support. Un tel numéraire fait actuellement défaut à l'institution dont le rôle de prêteur en dernier ressort est celui d'une Banque centrale mondiale. Cette institution est le Fonds Monétaire International.

Notre temps est celui où peut être instauré, pour la première fois, un numéraire bénéficiant des conditions requises d'une monnaie d'ancrage dans ses fonctions d'étalon de valeur et de mesure, de médium international, de stabilisateur des changes.

Dans le Financial Times du 18 août, Martin Wolf écrit : *"Les apports de fonds par le FMI seront toujours lents et soumis à des conditions sévères. Il est déjà difficile d'en obtenir des Parlements, en particulier du congrès américain. Il serait impossible de le faire sans les engagements d'imposer des conditions rigoureuses."*

Le FMI n'a pas ce qu'il lui faut pour remplir le rôle qui lui est assigné de "SAMU monétaire" du monde. Il a le moyen d'appliquer la thérapeutique appropriée après la crise. Il n'a pas celui d'ancrer à temps une devise qui commence à dériver. Il est impuissant devant une panique dévastatrice. Il est profondément injuste de l'en rendre responsable comme il l'est de le blâmer des conditions qu'il impose aux pays secourus... parce qu'elles lui sont imposées.

La prodigieuse réussite du XXe siècle est l'accès de plus de vingt Etats du monde, en un espace de temps étonnamment court, à un niveau

de vie voisin de celui des grands pays industriels. Elle n'a été possible que grâce aux flots des capitaux internationaux qui les ont irrigués.

Ce flot va s'arrêter et s'inverser sans autre raison que la peur. Par la faute d'un système international dépourvu d'une monnaie d'ancrage, les monnaies nationales s'effondrent, la misère s'installe. Hier encore, on vantait à l'envi la sagesse de gestion et la validité des "fondamentaux". Aujourd'hui, pour se protéger de "l'extension du désordre", on envisage de ressortir du placard dans lequel on croyait l'avoir enfermé pour toujours, l'arsenal de règlements et de contraintes.

C'est la solution du désespoir. Elle néglige les ressources que la technologie moderne (circulation électronique, traitement informatisé des renseignements) met à notre disposition.

Dans cette ligne de pensée, le "Centre Jouffroy pour la Réflexion Monétaire" propose de transposer à l'échelon du FMI, la proposition initiale d'un numéraire désigné sous le nom d'Eurostable, - maintenant le "Nouveau Bancor" (NB) - issu de la recherche commencée il y a plus de vingt ans, et maintenant achevée.

Les caractéristiques essentielles de ce numéraire sont : d'être neutre, non national, exclusivement externe :

Toutes les monnaies nationales sont à la fois internes et externes. Un dollar est interne quand il circule pour paiement à l'intérieur du territoire américain. Il est externe quand il est acheté par un importateur français contre franc ou euro pour régler un exportateur saoudien qui le conserve, le prête ou l'échange en riyal.

Un numéraire exclusivement externe ne circule qu'entre les Etats. Il a dans tous ces Etats le statut de monnaie étrangère. Il bénéficie, de ce fait, si, il a été défini à cette fin, de deux propriétés exceptionnelles mises en évidence et défendues par le Centre Jouffroy, qui sont d'abord la permanence en valeur réelle (pouvoir d'achat) rendue indépendante du temps, du lieu et des circonstances, ensuite la capacité d'intervenir sur le marché des changes sans incidence en terme d'inflation, par conséquent de pouvoir être émis dans les volumes voulus sans limitation.[1]

1 page 21, un résumé de la démonstration du concept et en page 35, un graphique de son application à la stabilité des changes avec le NB.

Ces propriétés sont celles-là même que réclame une monnaie d'ancrage dans les trois fonctions mentionnées plus haut. Aucune des monnaies en usage n'en bénéficie, parce que toutes sont des monnaies nationales circulant à la fois à l'extérieur et à l'intérieur de territoires nationaux.

Keynes, en 1944, à la conférence de Bretton Woods, avait proposé (sans succès) une monnaie extra-nationale, le bancor, définie en un poids d'or ajustable de façon à en maintenir la valeur réelle en terme de pouvoir d'achat. Le bancor était réservé aux échanges des Banques centrales entre elles. Il ne pouvait pas avoir un usage plus étendu. Le coût des réserves que les banques auraient dû maintenir pour "settlement" (règlement du solde de compensation) sur toutes les places du monde aurait été insupportable faute de moyens de communication suffisants. Une illustration probante est celle du réseau de compensation du NB (page 13).

Les progrès technologiques accomplis permettent aujourd'hui d'établir un réseau mondial d'une efficacité supérieure même à celle des réseaux nationaux en place, pour un nouveau numéraire dont l'appellation proposée est le Nouveau Bancor (NB), en hommage à Keynes, mais sans le relais d'un poids d'or (qu'il avait ajouté pour "complaire à l'opinion").

Une unité monétaire dans l'état constant est une unité dont le pouvoir d'achat est celui qu'elle avait dans l'état nominal à un jour d'origine. Au jour J, le pouvoir d'achat d'une telle unité est celui qu'elle a à ce jour J dans l'état nominal, multiplié par l'indice de prix à la consommation de ce jour.[2]

Là encore, ce sont les progrès de la statistique qui permettent la constitution d'un étalon monétaire échappant aux distorsions de valeur qui rendent impuissants dans ce rôle toute autre matière ou produit, y compris l'or.[3]

L'étalon de valeur ainsi défini est le panier de biens et services de la

2 page 23, exemple d'application.
3 page 24, réflexions sur l'optique dans laquelle doit être vu l'emploi de l'indice de prix pour définir une valeur.

statistique, dans la grandeur qu'il avait au jour d'origine de l'indice de prix à la consommation.

La valeur du nouveau numéraire, bien que non-national, doit être définie en fonction de monnaies nationales, puisque c'est seulement sur un territoire national que les pouvoirs d'achat s'expriment et sont mesurés.

Les monnaies nationales de référence pour le NB sont celles des deux zones économiques dominantes, la zone européenne avec l'euro, et la zone des Etats-Unis avec le dollar. Ces deux monnaies ont des poids voisins. A elles deux, elles englobent la planète.

Le NB sera défini en valeur comme la somme des valeurs de un demi-euro constant et un demi-dollar constant. L'étalon de valeur du NB sera donc figuré en assemblant deux demi-paniers de biens et services de la statistique, celui de l'euro et celui du dollar. Il n'y aura pas de billets et il n'y aura pas de pièces en NB. S'il y en avait, ce serait avec l'image d'un tel panier qu'ils devraient être illustrés et frappées.

Le NB sera échangeable à vue, soit en dollar, soit en euro, dans des proportions quelconques, ses cours de change en euro ou en dollar formulés en fonction des indices de prix du jour de chaque monnaie et de leur taux de change réciproque.[4]

Depuis la disparition du rôle monétaire attribué au métal précieux - et de la part prépondérante qu'y prenait sa valeur intrinsèque reconnue partout - la validité d'une monnaie de paiement, qui n'est qu'une créance, n'est plus assurée que par le pouvoir libératoire que, seul, le gouvernement d'un Etat est en mesure d'imposer.

Ce seront donc le gouvernement de la Communauté et celui des Etats-Unis, qui, à travers la convertibilité du NB en euro et en dollar, en garantiront la valeur réelle, dans l'expression donnée à cette valeur réelle qui est leur pouvoir d'achat en Europe et aux Etats-Unis.

Le FMI crée le NB soit par crédit, soit par échange contre devises, exclusivement avec les Banques centrales des Etats membres du Fonds. Le réseau bancaire pour la diffusion et la circulation du NB est conçu sur le modèle de celui qui s'est spontanément créé pour les monnaies nationales dans leur emploi externe sous l'appellation d'"euro-monnaie" (ou mieux xénomonnaie pour éviter toute confusion) :

4 page 25, formules du taux de change de NB en euro et en dollar.

Un xénodollar* est un dépôt libellé en dollar dans une banque A étrangère (non domiciliée) aux Etats-Unis, dont la contrepartie est le dépôt d'un dollar par la banque A dans une banque B domiciliée aux Etats-Unis. Un virement en xénodollar de la banque A à une banque A' étrangère est accompagné par un virement de sa contrepartie de B à B' aux US. Le réseau mondial de xénodollar est donc structuré sur le réseau US sous l'égide du Fed. Les contreparties de xénodollars dans les banques US (dollars non résidents) sont intégrées pour la compensation aux dollars internes.

La même organisation existe pour les grandes monnaies européennes. Ce sera, à partir du 1er janvier 1999, celle du "xéno-euro"+.

Le réseau en NB est organisé de façon à n'impliquer aucune institution nouvelle, ni aucune charge d'exploitation pour le FMI. Le processus usuel de diffusion et de gestion s'y prête : dans un système national, il est confié aux banques qui font partie du système et opèrent de façon autonome sous le contrôle de la Banque centrale. Conformément à ce modèle, et pour tenir compte de la spécificité du NB, sa gestion sera assurée non par un groupe, mais par deux : le groupe E et le groupe D ; le premier sous l'égide de la BCE, le second sous l'égide du Fed. Chacun est constitué par de grandes banques nationales, filiales ou correspondantes de banques étrangères, domiciliées sur le territoire européen pour E, le territoire des Etats-Unis pour D.

Les ordres de virement au sein de chaque zone ou entre les zones sont compensés de façon autonome pour chacune d'elle. Le modèle de compensation proposé[5] est celui qui a été conçu par le Centre Jouffroy, pour l'Eurostable. Son originalité est d'opérer de façon continue, 24 heures sur 24 toute l'année ; tout en supprimant le risque de défaut et en réduisant dans des proportions considérables le montant des réserves à maintenir par chaque banque, pour "settlement" (apurement des soldes de compensation). D'où, pour les banques, une plus grande liberté dans les investissements d'actifs acquis en contrepartie de NB, et l'amenuisement des soldes ultimes à transférer.

L'exemple donné précédemment sur un circuit de xénodollar entre un importateur en France et un exportateur saoudien, se transpose

* Page 10, graphique et exposé du fonctionnement de l'eurodollar.

+ Page 11, id. pour le NB.

5 page 27, théorie de la compensation et importance de son rôle dans le fonctionnement monétaire.

ainsi : l'importateur achète à sa banque des NB qu'il paye en dollars ou en euros. Ces NB sont transférés de banque à banque au fournisseur saoudien qui les prête, les conserve en compte ou les échange en riyals.

Le NB créé par crédit ou échange contre euro ou dollar, détruit par remboursement ou échange contre euro ou dollar, n'aura vécu qu'un moment. La vue que Keynes avait de la monnaie était celle d' *"un intermédiaire sans valeur intrinsèque qui naît, passe de mains en mains et disparaît une fois sa fonction accomplie"*. Telle est bien la nature profonde du NB et de toutes les xénomonnaies lorsqu'elles se dédoublent temporairement d'avec leur statut nominal sur leur territoire d'origine.

Le NB, comme toutes les xénomonnaies, ne circule pour paiement qu'à l'extérieur des Etats, dans la zone du xénomarché. La restriction du NB à cet espace en concrétise la spécificité.

Le xénomarché est un espace immense séparé par des frontières réelles (les océans) ou virtuelles (entre deux bureaux de douane opposés), des 185 Etats de la planète. Avec le NB, pour la première fois, le xénomarché se détachera de ces Etats et acquerra pleinement son identité. Il ne sera plus un espace commun où les monnaies nationales profitent d'une liberté qu'elles n'ont pas à l'intérieur, tout en conservant pleinement la vulnérabilité qu'elles y ont à l'inflation.

Le xénomarché n'a pas, aujourd'hui, de monnaie à lui. Il est incomplètement exploré et exploité et n'est, pour le moment, qu'un lieu de passage et d'encaisse pour des transferts de monnaie à référence nationale. Il peut être toute autre chose, comme terre d'élection d'une monnaie de transaction immunisée contre toute dégradation en valeur, lieu de refuge pour les capitaux, et lieu de passage et de séjour pour un numéraire qui échappe aux aléas de la conjoncture.

La liberté d'émission ainsi conférée au FMI lui permet d'appliquer la seule mesure qui réussisse à bloquer une panique : l'annonce d'intervention immédiate et illimitée à un taux déterminé judicieusement choisi.

La caractéristique du marché des changes est d'être par nature instable, dépourvu d'un mécanisme qui s'oppose à la force qui le déséquilibre. Un poids suspendu ramène son centre de gravité à l'aplomb de son support ; mais il peut chuter à une vitesse qui s'accélère si, au lieu

d'être suspendu, il est posé puis renversé. Une monnaie chute de la même façon si elle est fragile (déficit) ou trop exposée (dettes à court terme).

La crise mexicaine en 1994 est un exemple qui s'est répété depuis et ne cessera de menacer. A l'été, on vantait encore la sagesse de son gouvernement et de sa gestion. Les indicateurs fondamentaux étaient bons, budget, inflation, balance des comptes courants... Les agences de notation cotaient au plus haut. En décembre, les changes s'affolent, les réserves en dollar s'épuisent, le peso s'effondre.

Il y avait une faille : plus qu'un taux de change surestimé, trop d'emprunts privés et publics en dollar et à court terme. Sans que rien n'ait fait prévoir la tempête, après un ajustement de parité par le gouvernement, les opérateurs avaient réalisé l'ampleur des dettes publiques et privées en dollar et l'insuffisance des trésoreries pour le remboursement d'emprunts venus à échéance ; en arrière-plan, la menace de troubles politiques.

Le FMI, avec l'aide du gouvernement américain, et après de difficiles négociations, réussit finalement à limiter - mais seulement à limiter - les ravages de l'inflation et du chômage.

La maladie n'épargne ni les êtres vivants, ni les plantes. Elle n'épargne pas non plus les entreprises et les affaires. Il n'est guère de grands noms de la bourse qui, à un moment de leur histoire, n'aient connu des difficultés financières. Contre une affection qui se déclare, il faut un traitement, des médicaments. Pour les vivants, une pharmacopée sans cesse perfectionnée et, pour les entreprises, des procédures qui leur permettent de poursuivre leur activité et de se rétablir.

Il n'y a rien de tel en matière monétaire. Le mal ne pourrait n'être que passager. Mieux renseigné et mieux outillé, le FMI pourrait enrayer la panique puis assainir équitablement, en parant à l'injustice qu'est l'indemnisation indue de prêteurs imprudents et trop avides.

Appuyé sur ses réserves, sur les engagements de ses membres, et même, si besoin est, sur les ressources de la planète, il peut émettre des centaines de milliards de NB. Il n'aurait pas à le faire. La seule connaissance d'une capacité d'émission illimitée suffirait pour apaiser l'inquiétude et décourager la spéculation. Pour le plus grand nombre, et

d'abord pour les entreprises, la convertibilité de leur avoir en monnaie étrangère est une gêne et un souci. Rassurées, elles préféreraient attendre*.

Mais cette seule mention d'émission "illimitée" fait peur. Le spectre de l'inflation continue à hanter les esprits et fausse le jugement. L'éventualité d'une telle création de NB serait plus facilement acceptée, si le concept de stabilité inhérente d'une monnaie exclusivement externe, dont elle découle, n'était pas ignoré, alors qu'il enferme le moyen de résoudre le problème sur lequel l'organisation monétaire bute depuis si longtemps.[6]

Le mal qui se répand sur la planète n'est pas un mal économique, c'est un mal spécifiquement monétaire, une déficience dans un mécanisme. Il est surprenant qu'en un temps où la Société a réussi à maîtriser tant de techniques, elle ne parvienne pas à maîtriser la mécanique de la monnaie. Plus surprenant encore, qu'elle fasse si peu d'effort pour mieux connaître, mieux pouvoir et mieux agir, dans un domaine essentiel et mal exploré.

La monnaie est sujette à deux instabilités, l'une interne (pouvoir d'achat), l'autre externe (taux de change). Qu'il s'agisse de l'une ou de l'autre, il est vain d'espérer atteindre les résultats cherchés tant que ces deux stabilités ne seront pas dissociées, au lieu d'être, comme elles le sont actuellement, étroitement connectées par les mêmes moyens d'action employés.

A cet égard, le taux d'intérêt à court terme, instrument à tout faire, privilégié de plusieurs causes (stabilités interne, externe, activité) bafoue toutes les conditions requises d'un bon processus de régulation : fiabilité, fidélité, transmission, rapidité de la réponse, effet de levier ; enfin et surtout, sélectivité.

Le moyen de dissocier les deux régulations interne et externe avec, pour chacune, un instrument approprié, devrait être la première

* Serait ainsi gagné le temps nécessaire pour analyser et distinguer ce qui mérite d'être secouru et ce qui ne doit pas l'être et ainsi évité un sauvetage in extremis trop souvent interprété comme un encouragement à prendre un risque trop élevé ; ce que les financiers désignent sous le terme de "moral hazard".

6 page 31, une étude de "l'Association pour l'Union Monétaire de l'Europe" (AUME) sur "l'intervention" dans le marché des changes.

démarche d'un système monétaire à rénover. Dans cet esprit, le taux d'intérêt, libéré par le NB de son rôle de stabilisateur externe, serait réservé à la régulation interne.[7]

Le NB affecté à la régulation externe des monnaies étrangères, servirait aussi à stabiliser les relations de change entre ses deux composants l'euro et le dollar. Leur conjonction au sein d'un composé commun, et l'arbitrage permanent auquel elle donne lieu, établiraient une parité de fait ajustable entre les deux monnaies.[8]

Si nécessaire est le besoin d'une monnaie d'ancrage que, même après avoir été destitué, le dollar en conserve la fonction officieuse dans les trois rôles qui lui sont dévolus d'étalon, de médium et de régulateur des changes. Dans chacun d'eux, il souffre - et fait souffrir - d'être une monnaie nationale, nominale, de ce fait privée des propriétés requises d'une véritable monnaie d'ancrage. Sa hausse de trois fois sur le marché des changes, entre 1977 et 1984, a multiplié par six la charge de remboursement et d'intérêt des pays emprunteurs et bouleversé leur économie.

Comme instrument de référence et de mesure, il ne convient pas mieux que comme médium. Les comparaisons des PIB de l'Argentine et de Taïwan en dollar ne peuvent manquer de susciter le doute, comme le parallèle entre les coûts de fabrication en Allemagne et au Japon.

Son rôle externe, trop grand et trop exclusif, est source d'un déficit commercial extravagant. Son financement par l'épargne japonaise introduit le désordre. Le Fed s'inquiète, mais n'en continue pas moins à affirmer qu'il est "hérétique" de donner la prééminence aux exigences qu'impose au dollar son rôle dans le secteur externe, conformément à la ligne tracée par le Secrétaire aux Finances, John Connally, dans les années 60, lorsqu'il s'exclamait : "Le dollar, c'est notre affaire. Les taux de change, c'est la vôtre."[9]

En fait, les contradictions dans lesquelles s'enlise la politique américaine sont dues aux tentatives de concilier deux fonctions inconci-

7 page 32, un exemple d'interconnexion entre stabilités interne et externe.
8 page 33, régularisation des cours de change entre euro et dollar au sein du NB.
9 page 37, un texte de William Pfaff sur le rôle international du dollar et pouvoir d'émission retrouvé par le FMI.

liables, celle de monnaie centrale d'un Etat et celle de monnaie centrale du monde.

Le schéma exposé dans ces pages ne comprend rien qui exige des "réunions au sommet", encore moins une conférence à la "Bretton Woods". Il se borne à proposer l'émission d'un numéraire neutre, à l'instar de l'émission de monnaie centrale par les Banques centrales et de monnaie bancaire par les banques commerciales, pour le progrès matériel et aussi conceptuel d'un système monétaire resté étrangement à l'écart de l'évolution et sans changement de fond depuis la conférence de Gênes en 1922.

Le FMI, placé devant une tâche insurmontable, et injustement critiqué, serait enfin en mesure de mieux remplir le rôle monétaire suprême que lui donnent ses statuts, et de corriger le désordre qui menace tous les progrès attendus de la libéralisation, de la mondialisation des échanges, et de la puissance sans cesse accrue de la production.

Au-delà s'ouvrirait la perspective d'une monnaie d'ancrage qui, pour la première fois, aurait les propriétés exigées de ses fonctions.

Comme étalon de référence et de mesure, car un tel étalon n'a de sens que s'il est, en valeur, indépendant du temps, du lieu et des circonstances.

Comme médium d'échange et de réserve international, parce que le progrès matériel et social dans tous les Etats du monde dépend des échanges entre les nations, et que les engagements impliqués par ces échanges ne valent que ce que vaut la monnaie en laquelle ils sont contractés ; tandis que la notion de réserve implique l'indépendance en valeur des effets du temps.

Enfin comme instrument de régulation des changes car, en "intervenant" il ne provoque, ni ne subit aucune inflation.

L'objectif visé et défendu dans ces pages, est celui d'un numéraire pour le système monétaire international, et d'abord pour l'institution qui en a la responsabilité : le Fonds Monétaire International. Mais on ne peut pas attendre d'une institution publique internationale, ou même nationale, une innovation qui s'écarte autant de ce qui existe. Du fait même de leur position, ces institutions ne peuvent "instituer" qu'en fonction des résultats d'expériences préalables entreprises et réussies par le secteur privé. Telle a été l'origine de toutes les innovations moné-

taires dans le passé : la compensation, dans les foires au Moyen-Age, l'escompte au XVe siècle, Banque centrale au XVIIe, la monnaie-créance nationale au XVIIIe.

Le même processus doit être suivi pour le NB, en commençant par l'émission d'obligations, avant de passer à son exploitation comme numéraire de paiement sur le modèle de l'écu privé, créé et géré par une association de grandes banques.[10]

Le lecteur l'a constaté : ce qui est proposé dans ces pages n'est pas conforme aux notions traditionnelles sur la monnaie. Et il n'a pas de précédent.

Des préceptes ancrés dans les esprits ne sont souvent que l'expression des seuls moyens techniques dont on disposait dans le passé. La même logique devrait faire accepter des notions monétaires fondées sur une technologie qui a profondément évolué.

C'est cette évolution qui, non seulement, valide le NB, mais en faciliterait la réalisation.

10 page 39, le NB testé dans le secteur privé.