Jacques RIBOUD

# UN MÉCANISME MONÉTAIRE AVEC L'EURO CONSTANT

*(L'EUROSTABLE)*

Unité d'ancrage et de référence invariable

Monnaie de paiement et de réserve internationale

Clé de la stabilisation des changes

puf
DIFFUSION

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

CENTRE JOUFFROY
*Pour la Réflexion Monétaire*
88 bis, rue Jouffroy d'Abbans 75017 PARIS
Tél. : 01 46 22 10 50 - Fax : 01 47 64 49 62

Pages

**1** - ***PRÉSENTATION DE L'AUTEUR ET DE L'OUVRAGE***

**2** - EN RÉSUMÉ 9

**3** - DE L'ECU À L'EURO 23

**4** - DE L'EURO À L'EUROSTABLE 31

**5** - UN NOUVEAU CONCEPT MONÉTAIRE
STABILITÉ INHÉRENTE EN VALEUR RÉELLE D'UN NUMÉRAIRE
DE TRANSACTION EXCLUSIVEMENT EXTERNE 41

**6** - L'EUROSTABLE MONNAIE D'ANCRAGE
DANS SA FONCTION D'ÉTALON DE RÉFÉRENCE ET DE MESURE 55

**7** - L'EUROSTABLE MONNAIE D'ANCRAGE
DANS SA FONCTION DE MÉDIUM DE TRANSACTION ET DE
RÉSERVE INTERNATIONAL 63

**8** - L'EUROSTABLE MONNAIE D'ANCRAGE
DANS SA FONCTION D'INSTRUMENT DE RÉGULATION ET
D'INTERVENTION - UNE SIMULATION 71

**9** - MÉCANISME DE L'EUROSTABLE ; CRÉATION ET CIRCULATION 87

**10** - L'EUROSTABLE ET LES PAYS HORS DE
LA "ZONE DE MONNAIE EUROPÉENNE"

**11** - L'EUROSTABLE ET LE DOLLAR

**12** - ***UN MOMENT DE RÉFLEXION***

# LISTE DES GRAPHIQUES ET TABLEAUX


**1 - Un xénodollar, de sa création à sa destruction**
**p. 14, 42**

Le graphique trace le circuit d'un engagement en xénodollar d'une banque étrangère aux États-Unis à une autre, ainsi que celui de sa contrepartie en dollar non résident dans des banques domiciliées aux États-Unis. Le circuit s'achève par la disparition du xénodollar après cession de sa contrepartie à un résident.

**2 - Un Eurostable, de sa création à sa destruction**
**p. 15, 46, 64**

Le graphique trace : le circuit d'un Eurostable de sa création par échange contre Euro ou devise ; l'investissement productif de sa contrepartie ; puis des virements de l'Eurostable d'une banque à une autre jusqu'à sa disparition par conversion en Euro.

**3 - Le mécanisme de l'Eurostable, création et circulation**
**p. 18, 48, 74, 92**

Schéma du centre de compensation informatisée par lequel passent tous les ordres de paiement des banques membres du mécanisme de l'Eurostable sous l'égide de la B.C.E.

**4 - Fonctionnement du mécanisme de l'Eurostable, simulation comptable**
**p. 94**

Exemple simplifié des positions et des états de trésorerie de quatre membres du mécanisme de l'Eurostable après différentes opérations.

**5 - Tableau (communiqué par Eurostat) des taux d'intérêt sur l'Ecu et des taux d'inflation**
**p. 19, 50, 96**

Ce tableau montre que les taux d'intérêt réel ont toujours été positifs depuis la création de l'Ecu (1979). Transposition à l'Eurostable.

**6 - Schéma comparatif des circuits d'intervention pour stabiliser les changes**
**p. 76**

Cas de l'intervention en monnaie forte.
Cas de l'intervention en Eurostable.

**7 - Représentation graphique comparée pour la stabilisation des changes en monnaie nationale et en Eurostable**
**p. 20, 52, 78, 98**

Images de la monnaie nationale forte et de l'Eurostable opérant en contrepoids de la monnaie faible à stabiliser sur l'échelle des changes. La monnaie forte dans la zone de monnaie nationale, avec incidence sur l'inflation. L'Eurostable dans la zone neutre du xénomarché, sans incidence sur l'inflation.

# 1

# PRÉSENTATION DE L'AUTEUR ET DE L'OUVRAGE

D'entrée, je dois prévenir le lecteur : ce livre n'est pas l'ouvrage d'un économiste, d'un banquier, d'un administrateur des finances ou d'un homme politique. Il est celui d'un ingénieur en une discipline méconnue et peu fréquentée : la mécanique monétaire. Sous ce terme, sont désignés la conception et l'agencement des pièces qui assurent la création, la circulation et la destruction de la monnaie. En précisant que la monnaie est vue ici, selon les termes de Keynes, comme : *"Un simple intermédiaire, sans aucune signification intrinsèque, qui passe de main en main, est reçue, et disparaît aussitôt sa fonction remplie"*.[1]

Le mécanisme monétaire que ce mouvement implique est d'une importance sans égal. C'est à des déficiences de son fonctionnement trop souvent mal comprises ou mal interprétées, qu'est due l'extraordinaire répétition des crises qui jalonnent l'histoire de la monnaie au cours de ce siècle.

Jusqu'à une époque récente, les moyens techniques dont on disposait ont été insuffisants pour adapter l'organisation monétaire internationale à une évolution qui s'accélère dans toutes les parties du monde. Le déphasage n'a cessé de croître entre l'expansion des échanges de biens et services par les Nations, et le mécanisme monétaire au service de ces échanges.

Au coeur de ce mécanisme : des numéraires, tous, sans exception, monnaies nationales nominales, conçues pour emploi dans un État et, en aucun cas, conçues spécifiquement comme moyen de paiement entre les États ; alors que les conditions d'emploi sont tout autre pour un numéraire lorsqu'il circule pour paiement sur un territoire national, que lorsqu'il circule pour paiement entre les Nations, dans ce vaste espace qui les sépare désigné sous le terme de xénomarché (préférable, pour éviter toute confusion, au terme d'euromarché).

---

[1] ESSAI SUR LA MONNAIE ET L'ÉCONOMIE. Cette vue de la monnaie est très éloignée de celle qui prévalait jusqu'à une époque récente, de *"monnaie représentative d'un bien, définie par le gage qui la garantit"*. Elle est illustrée de façon convaincante dans les présentations graphiques de l'Eurodollar et de l'Eurostable.

Une monnaie nationale nominale par nature est instable, impropre à constituer le dispositif d'ancrage dont a besoin un système monétaire international. C'est ailleurs qu'il faut chercher.

L'Euro est une initiative heureuse, ne serait-ce qu'en substituant une monnaie de plein droit émise par la Banque Centrale Européenne (B.C.E.) à un Ecu, monnaie composite, serve de plusieurs monnaies nationales, créée pour transaction par une association privée.

Mais l'Euro sera monnaie nominale comme le sont le Mark, le franc, le dollar. L'Euro, au point de vue conceptuel, n'apporte aucune innovation. Il se borne à transposer à un territoire élargi et diversifié, celui de la Communauté, le système même dont on connaît les déficiences à l'échelon international.

Or les moyens techniques actuels (transmission électronique, traitement informatisé pour compensation immédiate...) permettent d'exploiter un concept resté ignoré, celui de la STABILITÉ INHÉRENTE EN VALEUR RÉELLE D'UNE MONNAIE DE TRANSACTION EXCLUSIVEMENT EXTERNE. Cette propriété exceptionnelle de stabilité met un numéraire en mesure de remplir mieux qu'aucune autre monnaie nominale, les fonctions dévolues à une monnaie d'ancrage : D'ÉTALON DE MESURE ET DE RÉFÉRENCE, DE MÉDIUM D'ÉCHANGE ET DE RÉSERVE ENTRE LES NATIONS, D'INSTRUMENT DE RÉGULATION ET D'INTERVENTION.

Ce sont l'exposé et la démonstration de ce concept, et le mécanisme propre à l'appliquer qui forment l'objet de cet ouvrage.

Le 12 juin 1974, je présentai à la Société d'Économie Politique, sous la présidence du professeur Jean Marczewski, *la proposition d'une monnaie de transaction exclusivement externe, constante en valeur réelle*, que j'appelais "Eurostable". Je renouvelai cette proposition en septembre, à Bruxelles, lors de l'assemblée annuelle de l'"Association du Mont-Pelerin", puis quelques mois plus tard, sous la présidence de Milton Friedman, à la réunion de la même société à l'université de Hillsdale aux États-Unis. Enfin, le 19 janvier 1981, je défendis à l'Académie des Sciences Morales et Politiques une communication sous le titre *"Comment instaurer une monnaie extranationale constante et mettre l'or à son service"*.

Le concept de monnaie exclusivement externe constante comme le processus pour l'appliquer, met en cause des notions traditionnelles sur les mécanismes monétaires, notamment sur la monnaie

de banque et la compensation. J'ai été ainsi conduit à élargir le champ d'études visant à étayer le fondement théorique de l'Eurostable et à en concevoir l'application. A cette fin, a été créé le "Centre Jouffroy pour la Réflexion Monétaire" et utilisée la "Revue Politique et Parlementaire" comme véhicule pour tenter de toucher l'opinion.

Les professeurs Henri Guitton, membre de l'Institut, Fritz Machlup (Université de Princeton), Robert Mundell (Columbia), Milton Friedman (Chicago), Sir Alan Walters, conseiller de Mrs Thatcher, Robert Triffin (Yale), tous personnages réputés de la Science Économique et spécialistes de la monnaie, m'ont apporté un appui précieux pour la défense d'une thèse radicalement nouvelle qui déconcerte. Depuis que la monnaie existe, il n'y en a jamais eue qui garde son pouvoir d'achat, quelles que soient les circonstances de son emploi.

Il y a en effet une apparente anomalie entre l'emploi permanent d'un numéraire pour paiement et un pouvoir d'achat qui ne varie pas. La résolution de cette anomalie n'est pas acceptée facilement. Le professeur Jean Marczewski disait *"la démonstration du concept est rigoureuse. Je ne trouve aucune objection à faire. Mais c'est plus fort que moi. Viscéralement, je n'y crois pas"*.

Les titres de mes livres qui se trouvent au début de cet ouvrage reflètent les divergences entre des notions courantes et la construction de l'Eurostable : *La vraie nature de la monnaie (1973) ; Une monnaie pour l'Europe : L'Eurostable (1975) ; Mécanique des monnaies (1978)*[2] *; La monnaie dans ses artifices (1984) ; Controverse sur la banque et la monnaie (1986) ; Monnaie européenne : de l'utopique au réalisable (1989).*

La résistance à ce qui paraît une déviation du sens commun n'est pas le seul obstacle : si féconde que serait une monnaie d'ancrage immunisée contre ce mal universel de la monnaie qu'est l'instabilité, sa prise en considération, à elle seule, exige un consensus international à tous les niveaux, scientifiques, administratifs, gouvernementaux... Ce

[2] Ce livre fait, pour la première fois, la théorie de la compensation. Il montre que ce qu'on appelle la "multiplication de la monnaie par le crédit bancaire" (la monnaie de banque) est, en fait, non une multiplication de monnaie, mais une multiplication de transactions en monnaie centrale grâce à la compensation. La différence est importante car elle concerne aussi bien l'interprétation du passé que la conception du futur. Cette thèse sur la compensation, comme celle de la monnaie extranationale constante, contredisait ce qui était enseigné à l'époque.

qui explique que les occasions d'innover dans de tels domaines sont extrêmement rares.

L'Union Monétaire Européenne (U.M.E.) en est une. L'ECU DEVENU EURO EST PAR NATURE BIPOLAIRE. L'EURO CONSTANT EST TOUT AUTANT EURO QUE L'EURO NOMINAL. Il n'y a même pas de consensus à rechercher pour une innovation qui entre dans le cadre du Traité.

La propriété exceptionnelle qu'a l'Eurostable de stabilisateur des changes sans incidence sur l'inflation en fait l'instrument demandé par la Commission européenne pour résoudre le problème de l'instabilité des changes entre les membres de la "zone de monnaie européenne" et ceux qui seront restés à l'extérieur. S'y ajouterait la répercussion d'une initiative qui symboliserait l'unification européenne aux yeux du monde et lui rallierait dans la Communauté une opinion déçue et désorientée.

Au-delà de l'U.M.E., il est inévitable que le moment arrive où l'opinion, en Europe et dans le Monde, prendra conscience de l'affligeante singularité qu'est un progrès croissant dans tous les secteurs, sauf dans celui qui importe le plus pour le bien-être : le monétaire. Alors le moment sera propice pour la création de grandes zones dans le monde disposant chacune d'une monnaie d'ancrage neutre, extranationale, constante.

Liées par des engagements que les gouvernements prendront au plus haut niveau, elles contribueront à corriger l'instabilité externe qui entrave le développement des échanges entre les Nations, et qui, à l'intérieur, interfère avec la régulation de la monnaie en vue de maintenir sa valeur réelle (pouvoir d'achat).

Voici maintenant un guide qui permettra au lecteur de trouver sa voie dans les 121 pages de ce texte, en commençant par une recommandation : qu'il ne cherche pas ce qu'il n'y a pas, à savoir des considérations politiques, économiques ou autres sur les mérites ou les démérites de la monnaie unique. L'objet exclusif de ce texte est l'exposé d'une proposition destinée à corriger des déficiences de fonctionnement monétaire, avec ou sans monnaie unique.

En commençant par un résumé (section 2) de ce que l'Euro puis l'Eurostable, apporterait au Système Monétaire Européen, dans la phase 3 préparatoire de trois ans, dont le lancement est ici recommandé à la date prévue du 1er janvier 99, convergence ou pas.

Les sections 3 et 4 retracent le cheminement de la pensée, de l'Ecu à l'Euro, puis de l'Euro à l'Eurostable. On ne peut en effet comprendre la thèse défendue dans ces pages sans tenir compte d'abord du progrès qu'apporterait l'Euro à l'organisation monétaire européenne dans la phase 3 (au cours de laquelle il sera monnaie parallèle). Monnaie de plein droit, autonome, émise par la B.C.E. il remplacera l'Ecu, monnaie composite serve émise par une association privée.

*En complément du tracé de l'Ecu à l'Eurostable : une proposition d'application faisant appel à l'"Association Bancaire pour l'Ecu" (A.B.E.) qui crée et gère l'Ecu privé. Au lieu de cesser son activité à l'apparition de l'Euro (1er janvier 1999), l'A.B.E. remplacerait l'Ecu disparu par l'Eurostable, sous l'égide de la B.C.E..*

5, démonstration du concept de monnaie externe constante sur lequel repose l'Eurostable. La nouvelle unité est ensuite vue dans chacune des fonctions qu'elle assume comme monnaie d'ancrage :

6, étalon de référence à la valeur réelle immuable indépendante du temps et du lieu, définie par ce qu'elle peut acheter sur le territoire de l'Euro.

7, médium d'échange et de réserve, numéraire d'élection de la zone neutre universelle du xénomarché.

8, instrument d'intervention et de régulation des changes dégagé des deux handicaps qui paralysent l'emploi d'une monnaie forte dans ce rôle, soit : son effet second nocif sur l'inflation, et restriction corollaire d'émission en volume.

9, mécanisme de l'Eurostable : est montré comment la compensation est au coeur du mécanisme de création et de circulation de l'Eurostable, et comment ce mécanisme applique les récents développements de la technologie.

10, l'Eurostable, instrument privilégié pour stabiliser les changes entre la zone de monnaie unique et les pays restés à l'extérieur.

11, une extrapolation des enseignements de l'expérience européenne de l'Eurostable au système monétaire international.

12, une récapitulation de l'histoire de la monnaie au cours de ce siècle, et un plaidoyer en faveur d'une politique monétaire orientée sur de nouveaux instruments plutôt que sur le seul réaménagement de ceux qui sont en service.

Dans les sections suivantes, sont examinés les uns après les autres (voir encadré) les différents composants sur lesquels s'appuient les deux propriétés-clés de l'Eurostable : d'abord sa permanence en valeur réelle (pouvoir d'achat), ensuite son aptitude à résoudre le lancinant problème d'instabilité des changes resté sans solution depuis l'évanouissement de l'étalon-or.

A noter à l'intention de ceux qui sélectionnent une partie de l'exposé plutôt que de le parcourir en entier : l'essentiel de ce qui caractérise l'Eurostable est rappelé chaque fois qu'il est utile, sans souci d'éviter les répétitions. Une préoccupation analogue m'a conduit à ajouter aux exposés et démonstrations des principes - les seuls qui comptent vraiment - des compléments qui se rapprochent du concret, et qui - je le reconnais - débordent parfois les limites qui conviennent en empiétant sur des domaines qui ne sont pas les miens. La raison de ces "débordements" est qu'en l'absence d'un modèle à mettre sous les yeux, et à défaut d'une assise sur laquelle l'esprit peut se poser, les mises en question et les interrogations abondent, qui détournent le débat du sujet. Le lecteur n'aura aucun mal à isoler l'essentiel et le classer à part des précisions destinées seulement à fixer l'imagination.

J.R.

# UNION MONÉTAIRE

***Selon Alexandre Lamfalussy, le président de l'IME, l'Union monétaire ne pourra fonctionner si les monnaies restées à l'écart ne sont pas stabilisées dans un système de changes.***

LONDRES :
**Jean-Pierre ROBIN**

L'Allemagne, la France et les autres ne réussiront pas à constituer entre elles une monnaie unique au 1er janvier 1999 si elles ne parviennent pas à organiser leurs relations avec les devises des pays européens qui n'en feront pas partie. *« C'est une question capitale, un préalable à l'Union monétaire »*, a déclaré, hier à Londres, Alexandre Lamfalussy, devant l'assemblée annuelle de l'Association pour l'Union monétaire de l'Europe.

Le président de l'Institut monétaire européen – l'organe de concertation des banques centrales des quinze – a tracé les grandes lignes de ce qu'il qualifie de Système monétaire européen n° 2. Il s'agira de stabiliser autour de l'euro les autres devises européennes. Au nom de l'IME, Alexandre Lamfalussy présentera un rapport intérimaire sur ce sujet au Conseil européen qui se tient vendredi et samedi à Florence. Le SME *bis* aura une double fonction : *« Permettre au marché unique de fonctionner sans être perturbé par des mouvements de changes excessifs et préparer les pays qui n'y participeront pas dès 1999 à accéder à l'Union monétaire par la suite. »*

## Marges larges

Le dispositif envisagé tire les leçons des crises qu'a traversées le SME en 1992-1993. Tout d'abord, il faudra que les pays se mettent bien d'accord entre eux sur le taux de change auquel les monnaies seront introduites dans le SME *bis*.

De même que la crise du SME de juillet 1993 a obligé à porter les marges de fluctuations à plus ou moins 15 %, le futur accord de changes devrait

LE FIGARO 20/06/96

## 2

## EN RÉSUMÉ

L'Europe est le grand dessein de notre temps. Il rallie des peuples enfin conscients de leur héritage commun.

Le projet d'Union Monétaire Européenne (U.M.E.) en est un composant. Il s'identifie à une seule et même monnaie pour les États de la Communauté.

Longtemps ignorée du public, des médias, et même de la politique, la monnaie unique est aujourd'hui en plein débat. Il y a les pour, les contre, les tièdes, les indifférents. Surmontant les divergences, on s'accorde à reconnaître qu'il faut une sorte d'organisation monétaire à l'Europe, et que, au-delà de l'Europe, le moment approche où devra être rénové un système monétaire international resté fâcheusement à l'écart de la fantastique évolution technologique dont le siècle qui s'achève, a été le témoin.

Les échanges de biens et services entre les membres de la Communauté représentent plus du tiers de leur production. Industriels, commerçants, exportateurs, importateurs sont unanimes à dénoncer le frein que met à leur entreprise l'instabilité des changes ; à réclamer les moyens de passer d'une monnaie à l'autre à des taux prévisibles et qui ne varient pas **(note 1 au verso).**

A défaut la suppression des frontières et le marché commun, au lieu d'être bénéfiques se révéleront maléfiques. L'édifice patiemment construit pendant quarante années sera menacé.

Telle est la raison pour laquelle, devant l'échec de toutes les tentatives faites depuis 75 ans pour corriger ce vice congénital du marché de la monnaie qu'est l'instabilité, on entreprend de recourir à un moyen radical qui est la suppression dudit marché par une monnaie unique remplaçant les monnaies nationales, en dépit du risque d'une expérience jamais encore tentée.

Mais l'objectif final ne sera pas atteint tant que parmi les vingt, et bientôt trente membres de la Communauté, il en restera qui n'auront pas pu, ou n'auront pas voulu, rejoindre la "Zone de monnaie européenne", ou qui, une fois entrés, ne pourront s'y maintenir. C'est pourquoi la Commission de Bruxelles réclame le renforcement du

## Notes complémentaires du texte au recto

**1** - L'investissement a le plus souvent deux objectifs : a) ouverture de nouveaux débouchés et augmentation de la production ou lancement d'un produit nouveau ; b) acquisition d'un matériel plus performant permettant une réduction des frais de main-d'oeuvre.
Dans le premier cas, les échanges avec l'extérieur interviennent dans les prévisions ; aux risques et aux incertitudes que comporte un pari sur l'avenir, s'ajoute l'incidence de taux de change imprévisibles dont les variations dans le passé ont été souvent supérieures aux marges escomptées.
Dans le second cas, le projet apporte une garantie certaine de réduction de dépenses.
Il n'est pas surprenant que le risque accru par l'instabilité des changes oriente l'investissement sur la réduction du coût de main-d'oeuvre, plutôt que sur l'expansion, contribuant ainsi à la croissance du chômage plutôt qu'à celle de l'Economie.

**2** - Toute monnaie bipolaire a une forme nominale et une forme constante. Sous la forme nominale, sa valeur est celle du jour où elle est dépensée. Sous la forme constante, sa valeur est celle qu'elle avait à un jour d'origine. Cette valeur est donc égale à la valeur de l'unité nominale multipliée par l'indice de prix à la consommation. L'indice quotidien est calculé en fonction de la dernière progression d'indice mensuel communiqué. Exemple : au 1er septembre, indice 150. Progression mensuelle communiquée : 0,2 (inflation annuelle 2,4 %). Le coefficient d'indice quotidien s'établit en ajoutant chaque jour à l'indice précédant 0,01, deux jours sur trois.

**3** - L'Euro, monnaie nominale, sera utilisée pour transaction interne et externe. La monnaie constante n'a jamais été utilisée que comme unité de compte. Ce qui est proposé pour l'Eurostable est son emploi pour paiement dans les échanges externes à la manière du dollar, médium entre les monnaies nationales pour échanges internationaux financiers et commerciaux.

**4** - L'assurance de pouvoir répondre à la "demande" en Eurostable, quelle qu'elle soit, vient de ce que l'Eurostable créé n'a pas d'effet interne sur l'inflation ou les taux d'intérêt, parce qu'il reste à l'extérieur des États, dans le xénomarché. Une crise de changes provoque la création de monnaies nationales "demandées". Les effets pervers de cette création sur les taux d'inflation de ces monnaies et les taux d'intérêt freinent "l'intervention".
C'est la connaissance qu'a le marché de cette limitation de plus en plus étroite à la création de monnaie demandée, qui est la véritable cause des paniques sur le marché et, à leur suite, des spéculations.

S.M.E., alors même que ce S.M.E. est l'institution que la monnaie unique a l'ambition de remplacer.

A cette fin, le Centre Jouffroy propose l'Euro externe constant (Eurostable) et son mode de création, de gestion et de circulation, aboutissement de vingt années d'études.

L'Eurostable est la forme constante de l'Euro nominal(2). Il sera réservé pour transaction aux échanges externes (cross-border) et à la circulation dans la zone de la xénomonnaie(3). Son exterritorialité permet de le doter d'une valeur réelle fixe (pouvoir d'achat), indépendante du temps et du lieu, et de l'employer pour intervention sur les changes en volume suffisant pour répondre à toute demande(4) et sans effet second pernicieux sur les monnaies nationales circulant pour paiement sur leur territoire.

Certes, une telle proposition s'écarte à l'extrême des idées conventionnelles sur la monnaie. On comprend qu'elle déconcerte. Mais, si l'attachement au programme déjà tracé est justifié, le rejet d'office d'une proposition sous prétexte d'incompréhension ou de concurrence ne l'est pas, alors qu'elle complète ce programme sans le modifier et donne une chance de réussite à l'entreprise ambitieuse, mais encore incertaine, de l'Euro unique.

L'enjeu concerne la croissance et l'emploi.

L'opinion focalise sur les "convergences". En fait les points de vue exprimés sur la stricte application "d'un traité signé" laissent penser que les conditions de convergence seront assouplies et que seront pleinement, et heureusement, mises à profit les ouvertures laissées par le traité de Maastricht(5).

Reste le problème de convergence après l'instauration de la monnaie unique(6). C'est un problème politique, mais qui, pour être résolu, exige que l'U.M.E. soit pourvue d'une monnaie d'ancrage digne de ce nom.

La phase du "scénario" dressé par la Commission monétaire européenne à considérer en premier est la PHASE INTERMÉDIAIRE ENTRE LE 1ER JANVIER 1999 ET LE 1ER JANVIER 2002. Au cours de ces trois années, l'Euro circulera, mais ne sera pas monnaie unique, il sera seulement monnaie commune parallèle et équivalent aux monnaies nationales, le mark, le franc... qui restent en place et continueront à être employées.

Cette période doit être considérée comme une étape vers l'objectif final par les partisans de la monnaie unique ; comme une expérimentation par ceux qui doutent.

**5** - La focalisation de la politique, des médias et de l'opinion sur les "convergences" a l'inconvénient de détourner l'attention des vrais problèmes du programme en cours.

**6** - Un des problèmes que posera la future "Zone de monnaie européenne" sera d'empêcher qu'un État membre tolère ou même provoque l'émission en excès d'Euro, en profitant de ce que sa dilution dans la masse monétaire de la Zone, masque son effet inflationniste.

**7** - La raison en est que, à un moment donné, la valeur en une monnaie de l'Écu, monnaie composite, dépend des valeurs en cette monnaie, au même moment, de tous les autres numéraires "composants de l'Ecu" actuellement au nombre de 11. C'est à l'infériorité de l'Ecu dans les principales fonctions dévolues à une monnaie d'ancrage, plus particulièrement celle de monnaie-pivot, qu'est due en partie la prééminence du deutsche Mark comme monnaie de l'Europe.

**8** - Une marge de fluctuation est une invite permanente à la spéculation, car elle permet de parier de façon répétée, à la hausse ou à la baisse dès lors que le cours frôle la limite garantie. L'"intervention" à des niveaux de cours non formulés est préférable car elle accroît l'incertitude sur leur évolution, donc le risque à parier sur elle.

**9** - La régulation de la stabilité interne (pouvoir d'achat) et la régulation de la stabilité externe (taux de change) sont rendues solidaires du fait soit de l'emploi pour ces deux régulations du même instrument, soit d'effets seconds pernicieux d'une régulation sur l'autre. Tel est le cas des taux d'intérêt qui freinent l'inflation, mais attirent les capitaux étrangers et poussent les taux de change à la hausse, et tel est le cas de l'émission d'une monnaie forte pour soutenir une monnaie faible, qui provoque l'inflation.
L'Eurostable, comme monnaie forte d'intervention n'a aucune incidence sur l'inflation interne, parce qu'exclusivement externe. Il aura donc pour effet de rompre cette néfaste solidarité entre les deux régulations et ainsi de contribuer aussi bien à la stabilité interne qu'à la stabilité externe.

Expérimentation de toute façon utile. Car avant de regarder loin, il convient de regarder ce qui est le plus proche. Ce qui est le plus proche est l'Euro, monnaie de plein droit, autonome, émis dès 99 par le Système de Banques centrales européennes, relié par des parités fixes aux monnaies nationales avec lesquelles il circule en parallèle.

Ce système en Euro marque déjà un grand progrès par rapport au système actuel basé sur l'Ecu, monnaie composite captive des monnaies nationales en fonction desquelles elle est définie, et incapable de remplir convenablement les fonctions dévolues à la monnaie - pivot d'un système(7).

C'est pourquoi, quelle que soit l'opinion que l'on a de la monnaie unique, et quel que soit le sort du "scénario", on doit souhaiter L'INSTAURATION D'UNE BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, LE REMPLACEMENT DE L'ECU PAR L'EURO, ET LA FIXATION DE PARITÉS sans marges de fluctuations(8) entre quelques monnaies fortes. Un tel programme est réalisable sans pour autant engager l'avenir.

L'objectif primant tous les autres, reconnu par tous, de la gestion monétaire est la stabilité du numéraire en valeur réelle. Un tel objectif implique des contraintes sévères et même rigoureuses.

Pour cette seule raison persistera bien au-delà de 2002, la division de la Communauté en deux groupes, les uns au-dedans, les autres au-dehors de la "Zone de monnaie européenne"(9).

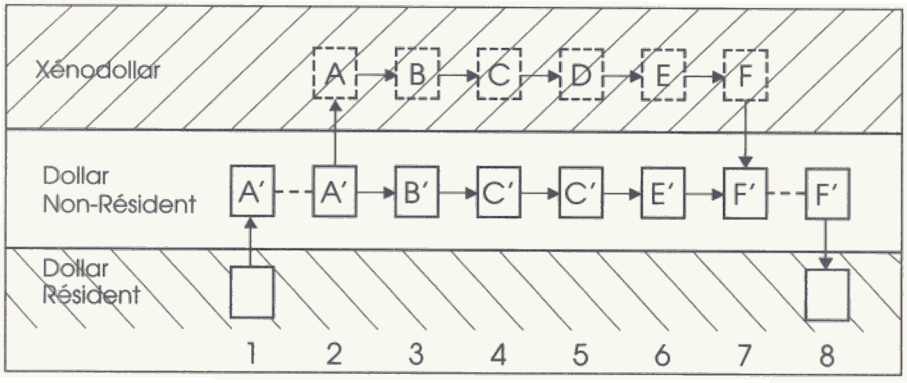
Alors le problème demeurera de décrochements des parités, de ce qu'on appelle la "dévaluation compétitive" rendue, à coup sûr, profitable par la disparition de droits aux frontières, même si la hausse des coûts finit par rétablir l'équilibre. De tels allers et retours ruineraient les espoirs mis dans la monnaie unique. L'Euro, monnaie nationale, comme le sont le dollar et le franc, comme l'ont été toutes les monnaies d'ancrage choisies pour les systèmes internationaux, ne résoudra pas le problème posé. Persistera le besoin d'un "stabilisateur" pour apaiser *"l'inquiétude quasi paranoïaque des marchés en quête névrotique de tranquillisants"* et décourager la spéculation.[1]

Ce stabilisateur est la monnaie d'ancrage recherchée depuis longtemps par le système monétaire international. Faute d'autre ressource, ce rôle de monnaie d'ancrage a été assuré en droit, ou simplement en fait, par une ou des monnaies nationales (le dollar, le DM...). Or, une monnaie nationale, nécessairement nominale parce que

---

Charles Delamare, France Forum, décembre 1975.

# UN XÉNODOLLAR DE SA CRÉATION A SA DESTRUCTION




En 1, une banque étrangère aux Etats-Unis A emprunte M dollars à une société américaine. Les dollars sont virés du compte résident de cette société au compte non résident que la banque A détient dans la banque A' aux Etats-Unis.

En 2, un client de la banque A lui achète M dollars. A crédite le compte de son client en xénodollar dont c'est la venue au monde.

En 3, le client règle un fournisseur étranger par virement des M xénodollars à la banque B de ce dernier. Parallèlement, les dollars non résidents en contrepartie sont transférés au compte non résident de B dans la banque américaine B'.

L'opération se répète, le xénodollar passe successivement aux comptes en xénodollar des opérateurs de diverses nationalités dans les banques de B à C.

En 5, le xénodollar est passé sur le compte d'un client de la banque étrangère D ; sa contrepartie est restée dans la banque américaine C', résultat de cession ou compensation.

E prête ou vend les dollars dont il vient d'être crédité à F qui, comme A, a une dette aux Etats-Unis.

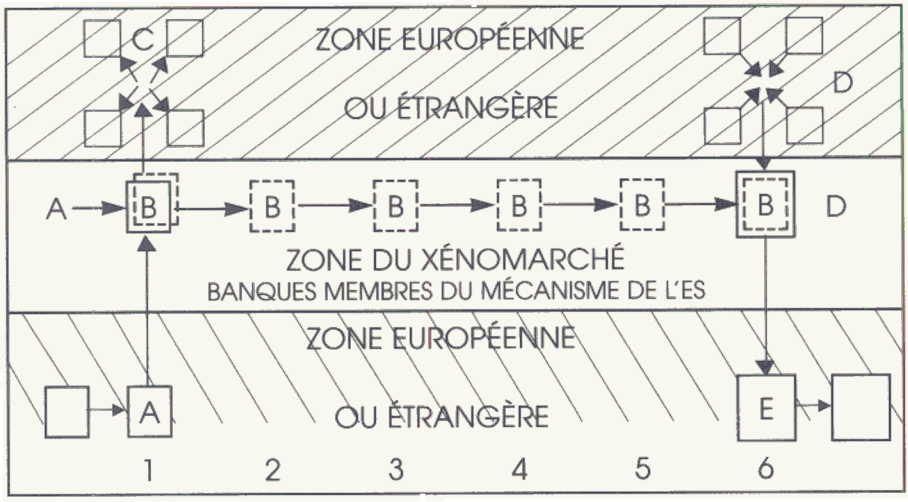
F rembourse sa dette à son prêteur américain. Les dollars non résidents sont transférés au compte résident du prêteur (7 et 8).

Ainsi s'achève la vie du xénodollar né de la conjonction entre A et A' (1).

Ce circuit est celui des xénodollars de transaction. S'y superposent les crédits, et dettes qu'ils engendrent, et d'autant plus vite qu'ils sont prêtés et virés dès leur prise en compte dans une banque, à une cadence supérieure à celle des dollars internes.

Ex : M dollars changent de compte chaque semaine, et, sont, après chaque mouvement, prêtés à trois mois. Le volume de crédit avant remboursement du premier prêt sera de 14 M. Ces 14 M ne doivent pas être confondus avec le 1 M de transaction qui les a engendrés (ce qu'on omet parfois de préciser quand on évoque la "masse des xénodollars").

# UN EUROSTABLE DE SA CRÉATION A SA DESTRUCTION




1 - Une banque membre du mécanisme forme des Eurostables B contre des Euros (ou devise) A et investit en C les Euros ou devises reçus.

2, 3, 4, 5 - Transaction de banque membre à banque membre par l'Eurostable B.

6 - Les Euros (ou devises) investis en C ont produit D qui intègre un revenu compensant l'inflation subie par l'Euro avant la mobilisation de l'ES en Euro (6). Une banque membre convertit B (ES) en Euro E ; B Eurostable disparaît.

Les ordres de paiement et les transferts d'Eurostable d'une banque membre du mécanisme de l'Eurostable à une autre banque membre passent par l'intermédiaire de son "Office de Compensation" (graphique pages 18, 48, 74, 92).

Le virement de contrepartie, consécutif à un ordre de paiement, est, théoriquement, motivé seulement par l'observation des limites de soldes de compensation fixés. A cette fin, les Eurostables nécessaires seront empruntés ou achetés contre Euros à une autre banque membre excédentaire.

Les opérations en Euro (nominal) sont sous-jacentes aux opérations en Eurostable et beaucoup plus importantes. De même que le dollar émis par le Système Fédéral américain est ultimement la monnaie centrale du xénodollar (par l'intermédiaire du dollar bancaire), l'Euro émis par la B.C.E. sera ultimement la monnaie centrale de l'Eurostable.

La garantie de "réalisation" de l'Eurostable en sa valeur réelle de définition sera ainsi finalement assurée par le pouvoir libératoire de l'Euro central (émis par la B.C.E.), imposée par les autorités dans les limites de leur juridiction.

Il appartiendra aux banques membres du mécanisme de l'Eurostable, sous l'égide de la B.C.E., de régler entre elles les conditions d'échange d'Eurostable contre Euro (nominal), en même temps que l'ajustement des actifs en collatéral (compensés à travers des organismes spécialisés) en fonction des limites de soldes fixés.

**10** - Dans un avenir qui n'est peut-être pas si lointain, on ne comprendra pas la persistance à s'accrocher pour servir d'étalon et de référence, à une monnaie perpétuellement en yoyo sur le marché des changes, alors qu'aucune unité de mesure n'a plus besoin de stabilité que celle qui est "la seule à comparer toutes choses en valeur" (Montesquieu, *De l'esprit des lois*).

**11** - La naissance spontanée au lendemain de la dernière guerre, de l'euro-marché (terme auquel depuis la conversion de l'Ecu en Euro devrait être préféré celui de xénomarché) est un des phénomènes les plus remarquables de l'histoire de la monnaie. Le xénomarché est un espace immense aux frontières réelles ou virtuelles réparties sur les cinq continents. Les monnaies qui circulent pour transaction dans cet espace, sont toutes des monnaies dont les contreparties sont des monnaies nationales employées pour paiement sur leur territoire national, donc soumises à toutes les contingences de cet emploi. L'Eurostable, exclusivement externe, ne circulera pour transaction que dans le xénomarché. Indépendant des facteurs qui gouvernent le pouvoir d'achat de la monnaie, il conservera sa valeur réelle.

**12** - Les mêmes facteurs, en facilitant dans des proportions croissantes (inimaginables il y a quelques années) la création et la circulation de monnaies de banques, risquent d'enlever aux autorités ce qui leur reste de moyens pour "contrôler" la monnaie. Ils compliqueront les problèmes de gestion et de discipline que pose la construction de la "Zone de monnaie européenne".

**13** - La dévaluation compétitive n'est pas seule en cause. L'est aussi, pour le mark, dans un sens contraire et plus général, une surévaluation à l'état chronique résultant de la recherche constante par les capitaux d'un havre de stabilité ; preuve du besoin pour un système monétaire international d'un numéraire d'ancrage non national et à la stabilité garantie.

**14** - Ne serait-ce que pour l'emploi et la bonne entente entre les membres de la Communauté, une telle stabilisation s'impose bien avant 2002 ou même 99. Il n'est pas contesté que la fusion en un seul numéraire de monnaies qui sont celles d'États et de populations aux institutions et mentalités très différentes, n'a de chance de réussite que si les institutions d'abord, en attendant les mentalités, aient été au préalable adaptées.
Les mesures pour cette adaptation, connues sous le terme d'"Union politique" devraient être prévues, sinon réalisées avant 2002, puisque c'est à cette date que les monnaies nationales disparaissent, que les promesses d'Union seront consommées.
Une Union politique englobe beaucoup de choses. Les Affaires Étrangères, la Défense sont en cause, mais sans rapport direct avec la monnaie. Le Budget, les Finances, les régimes fiscaux, sociaux... sont directement concernés. C'est à leur sujet que devraient être précisées les mesures d'adaptation.

circulant pour paiement sur son territoire, est incapable de remplir correctement les fonctions dévolues à une monnaie d'ancrage, D'ÉTALON DE RÉFÉRENCE[10], DE MÉDIUM D'ÉCHANGE ET DE RÉSERVE entre les États, DE MOYEN D'INTERVENTION efficace pour la régulation des changes.

Seule une unité non nationale, neutre, exclue de la circulation pour paiement sur un territoire, et réservée aux règlements internationaux, peut satisfaire aux conditions imposées.

Keynes s'en était rendu compte et, à Bretton Woods en 1944, il avait proposé le "bancor", monnaie de banque neutre, non nationale, définie par un poids en or ajustable pour le maintien de son pouvoir d'achat. Keynes ne fut pas écouté. Il est vrai que les moyens techniques de l'époque obligeaient à réserver le bancor aux échanges entre Banques centrales.

Mais des développements récents, financiers et technologiques (xénomarché[11], transferts électroniques, informatiques[12]) permettent de réaliser ce qui était l'ambition de Keynes.

C'est l'Eurostable. Grâce à ses propriétés de constance en valeur réelle et de neutralité à l'égard des monnaies nationales, il remplit les conditions imposées à une monnaie d'ancrage.

Son addition au scénario est compatible avec les clauses du traité de Maastricht. Il n'interfère en rien avec le choix, au début de l'année 1998, des participants à la "Zone de monnaies européennes" et avec la fixation des parités.

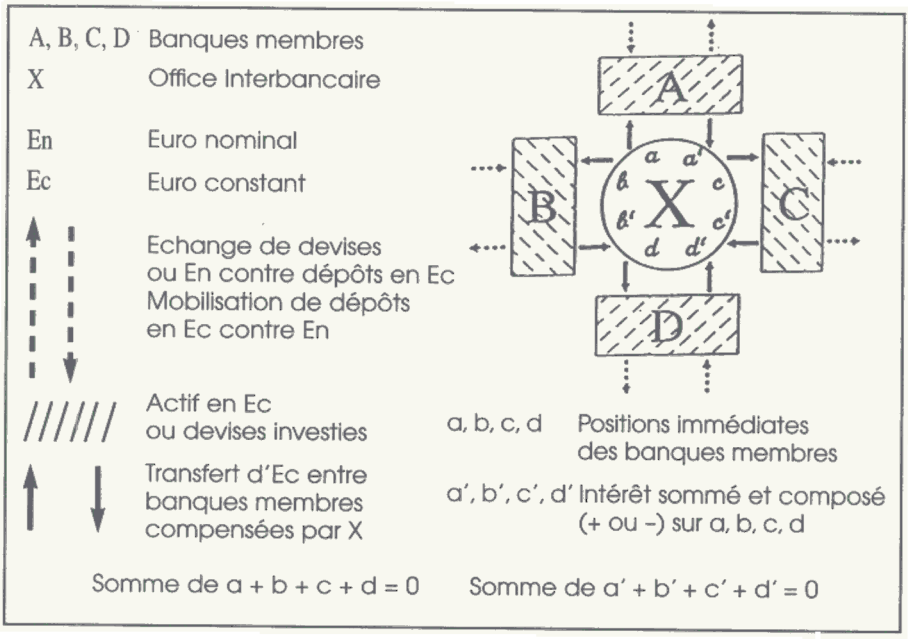
Il répond à une exigence impérative qui est le renforcement du Système Monétaire Européen ; et il serait l'instrument réclamé par la Commission européenne pour parer aux risques causés par les "dévaluations compétitives"[13].

Seule la phase ultime de passage à la monnaie unique pourrait éventuellement être retardée, la phase intermédiaire (1999-2002) de toutes façons maintenue, et l'Euro instauré à la date prévue[14]. Serait ainsi retenu et élargi l'essentiel du projet visé par l'U.M.E..

La propriété prestigieuse de parfaite stabilité en valeur réelle de l'Eurostable, qu'aucune monnaie n'a jamais eue, pas même l'or, rallierait à l'Europe une population déçue et sceptique.

Tandis que s'effaceraient les divergences sur la monnaie unique, chez les uns en raison du maintien du programme et du respect des "engagements pris", chez les autres par la perspective que les

# MÉCANISME DE L'EUROSTABLE CRÉATION ET CIRCULATION




## X CENTRE DE COMPENSATION EN EUROSTABLE

Chaque banque membre crée l'Euro externe constant par inscription au C.C. du déposant en contrepartie d'Euros cédés.

Les ordres de paiement en ES et transferts correspondants d'une banque membre du mécanisme à une autre banque membre passent obligatoirement par la Centrale de compensation (gérée par la B.C.E.) et lui sont adressés par réseaux spécialisés (SWIFT).

Les transferts ne sont exécutés que dans les limites des soldes convenus. Ils sont annulés en cas de refus préalable de l'ordre de paiement. C'est par l'intermédiaire des soldes que la B.C.E. contrôle la création et la circulation de l'Eurostable.

La centrale compense immédiatement 24 heures sur 24, toute l'année, et affiche en permanence les soldes des positions de chaque banque (a, b, c, d), ainsi que les soldes de comptes, d'intérêt (a', b', c', d') dus par ou à chaque banque. La B.C.E. crée et fait circuler l'Eurostable dans les mêmes conditions que les autres banques membres (Ex : Caisse en ES de la B.C.E. identifiée en A).

Il appartient aux banques membres de régler avec la B.C.E. et entre elles les questions de crédit interbancaire et d'actif en collatéral.

# DÉPÔTS EN ECU - TAUX D'INTÉRÊT MOYENNES ANNUELLES

| Années | Taux d'intérêt (1 mois) | Taux d'inflation | Intérêt réel |
|---|---|---|---|
| 1979 | 10,29* | 8 | 2,29 |
| 1980 | 12,39 | 10,9 | 1,49 |
| 1981 | 14,53 | 10,1 | 4,43 |
| 1982 | 12,81 | 8,8 | 4,01 |
| 1983 | 9,16 | 6,1 | 3,06 |
| 1984 | 9,23 | 5 | 4,23 |
| 1985 | 9,09 | 4,8 | 4,29 |
| 1986 | 8,04 | 2,1 | 5,94 |
| 1987 | 7,00 | 2,1 | 4,9 |
| 1988 | 6,67 | 2,5 | 4,17 |
| 1989 | 9,10 | 4,0 | 5,1 |
| 1990 | 10,07 | 4,6 | 5,47 |
| 1991 | 9,73 | 4,3 | 5,43 |
| 1992 | 10,43 | 3,8 | 6,63 |
| 1993 | 8,27 | 3,4 | 4,87 |
| 1994 | 5,95 | 2,8 | 3,15 |
| 1995 | 5,85 | 2,5 | 3,35 |
| | | Intérêt réel moyen : | 4,28 |

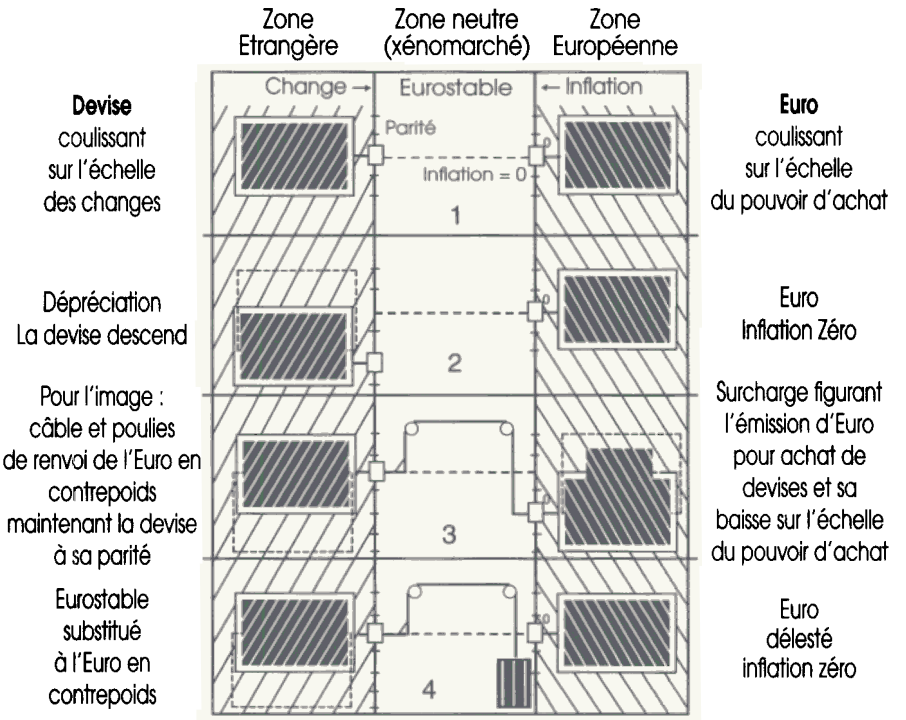
Source : EUROSTAT
* Moyenne sur 9 mois

L'indice de prix à la consommation de l'Euro sera la moyenne pondérée des indices des pays membres de la "Zone de monnaie unique", comme l'indice de l'Ecu est la moyenne des indices des pays membres du "mécanisme des changes".

La statistique communiquée par Eurostat montre que le taux d'intérêt réel sur l'Ecu a toujours été positif depuis sa création, même lors des périodes de forte inflation (10,9 % en 1980 ; 10,1 % en 81). La permanence d'un taux d'intérêt réel positif sur l'Euro symbolise ce qui est l'essence même de l'U.M.E. : la stabilité des prix, objectif suprême sans cesse répété, et contrepartie de l'austérité imposée. Et elle contribuera à corriger ce facteur permanent de désordre qu'est l'"anticipation de l'inflation".

De toutes façons, les engagements en Ecu constant ne seront qu'une fraction des engagements en Euro nominal, avec les mêmes contreparties en investissement productif. La recherche d'un rendement sur les actifs en contrepartie de l'Eurostable ne diffère en rien de celle à laquelle s'appliquent les établissements financiers sur leurs investissements et les Banques centrales sur leurs réserves en devises.

# EMPLOI DE L'EUROSTABLE POUR LA STABILISATION DES CHANGES




1 - Le taux de change de la devise est à sa parité fixée.
Le taux d'inflation sur l'Euro est nul.

2 - La devise a baissé au-dessous de sa parité.

3 - - Suivant le processus usuel d'intervention : Emission d'Euro (\\\\) pour achat de devise ainsi maintenue à sa parité.

- L'accroissement de la masse monétaire en Euro provoque l'inflation.

4 - En place d'Euro (nominal), émission d'Eurostable (|||) dans la zone neutre (externe) sans effet sur l'inflation. L'Euro revient au zéro de l'échelle.

L'exclusivité d'emploi pour transaction de l'Eurostable dans la zone externe neutre du xénomarché, comme l'absence de consommation et de production dans cette zone a pour effet le maintien de l'Eurostable dans sa valeur réelle de définition et l'absence d'effet de l'intervention sur l'inflation.

résultats obtenus par un S.M.E. "renforcé" et mis en mesure de stabiliser les changes, permettraient de retarder éventuellement la généralisation de la monnaie unique et de le voir comme l'aboutissement d'une évolution institutionnelle, plutôt que comme sa motivation(15).

**15** - Au temps des monarchies, princes et princesses étaient fiancés par traité avant même d'avoir fait connaissance. L'éventualité d'une rupture des fiançailles, ultérieurement d'un divorce, n'était pas envisagée. La raison d'être de cette curieuse pratique était de concrétiser une Union politique sans avoir à demander l'avis des intéressés et encore moins celui des peuples. En matière de monnaie unique, les "fiançailles" doivent être conclues par traité au début de 98, la cérémonie officielle prévue pour le 1er janvier 1999. La "consommation" du mariage (abolition des monnaies nationales), trois ans plus tard.
Sous cet angle, l'irrévocabilité des engagements pris ne peut manquer de poser question et d'autant plus que ces engagements ne portent pas seulement sur une vie, mais pour la "nuit des temps". A moins que cette irrévocabilité n'ait pour objet que de proclamer, à l'instar de tous les traités, (et comme l'a longtemps eue l'institution du mariage) le sérieux et la rigueur de l'engagement pris.