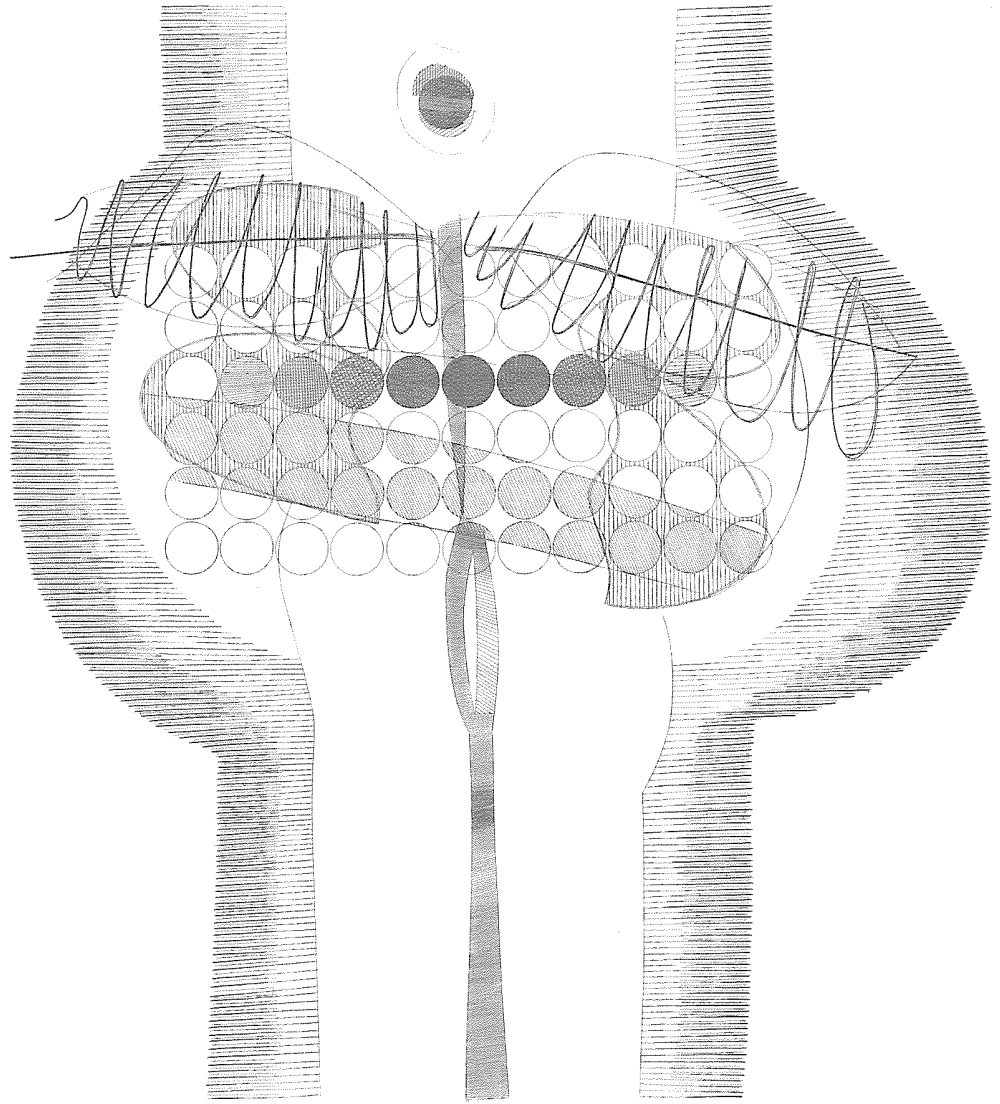


bernard schmitt

génération de la monnaie des monnaies européennes



castella

BERNARD SCHMITT

GÉNÉRATION DE LA MONNAIE DES MONNAIES EUROPÉENNES

*Ouvrage publié avec le concours
du Centre National de la Recherche Scientifique*

ÉDITIONS CASTELLA
ALBEUVE • SUISSE

Copyright 1975 by Les Editions Castella, Albeuve

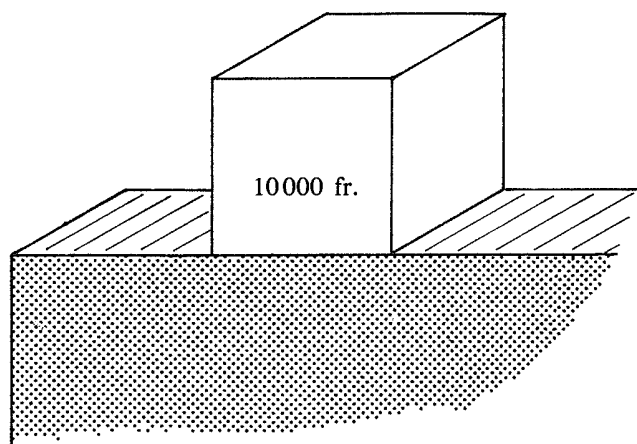
CHAPITRE PREMIER

LA NOUVELLE THÉORIE
DE LA MONNAIE NATIONALE

Nous examinerons successivement : l'intégration de la monnaie ; la redistribution de la monnaie intégrée aux titulaires finals de revenu ; le marché financier ; la désintégration de la monnaie dans les achats finals ; l'équilibre de la monnaie. Nous concluons ce chapitre en comparant la théorie pure de la monnaie à la réalité actuelle (1975).

1. *L'intégration de la monnaie*

Soit la représentation d'un actif monétaire.



Actif monétaire de X

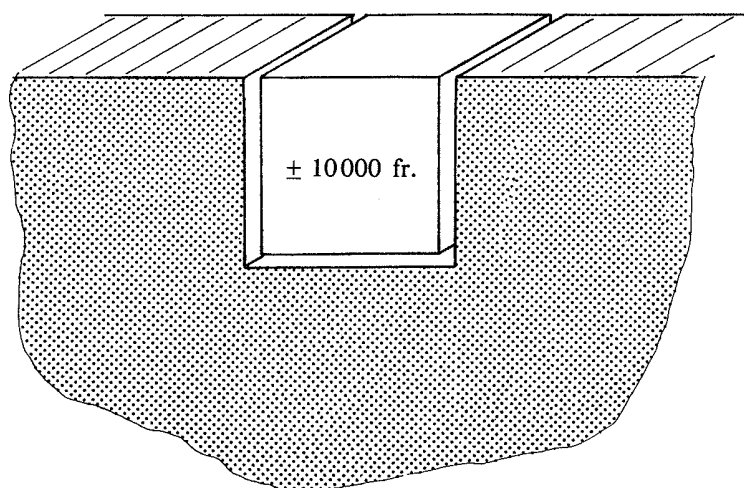
Le sujet X possède un actif monétaire, de 10000 fr. par exemple. Le problème central se pose dès ici. Les banques peuvent-elles créer des actifs ? La réponse est négative. *Aucun actif, ni réel ni monétaire, ne peut être créé par les banques.*

LA CRÉATION DE MONNAIE

L'ensemble B des banques crée de la monnaie par double écriture.

BANQUES			
Actif		Passif	
créances sur clients	10	dettes envers clients	10

Au passif, B inscrit qu'il doit 10 à ses clients ; à l'actif, que ses clients lui doivent 10. Les dettes réciproques naissent de la même opération. La créance de B n'est que l'autre face de sa dette. Il en résulte que la créance des clients — créance qui définit la monnaie fraîche dont ils disposent — est elle aussi une réalité à double face. En son état naissant, toute monnaie est une dette dans la mesure même où elle est une créance. En termes algébriques, la créance sur B est une monnaie positive et la dette envers B est une monnaie négative. Entre les mains de ses bénéficiaires, la création monétaire aboutit à la présence d'une monnaie positive et d'une monnaie négative égale.



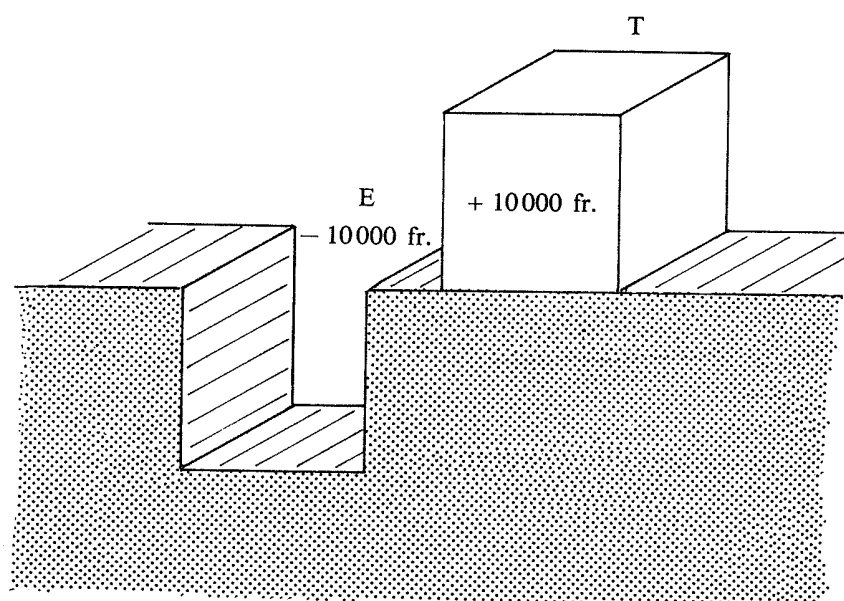
Effet de la création monétaire sur les entreprises

Les entreprises E obtiennent la même monnaie en créance et en dette. Les actifs de E ne sont pas accrus par la création monétaire. L'actif (+ 10) est absorbé par sa propre contrepartie, la dette (— 10) envers les banques émettrices.

Quand une monnaie est un actif à la fois positif et négatif, elle est purement *nominale*. Les banques créent uniquement la monnaie nominale. Mais la monnaie nominale se transforme en monnaie *réelle*, c'est-à-dire en un actif net. La transformation de la monnaie nominale en monnaie réelle est le fait des entreprises, et non des banques.

LA TRANSFORMATION DE LA MONNAIE NOMINALE EN MONNAIE RÉELLE

Supposons que les entreprises paient les salaires et les traitements en distribuant les unités de la monnaie nouvellement créée. Aussitôt s'opère la dissociation de l'actif et du passif : les entreprises conservent leur dette envers les banques, et les travailleurs T perçoivent un actif monétaire net.



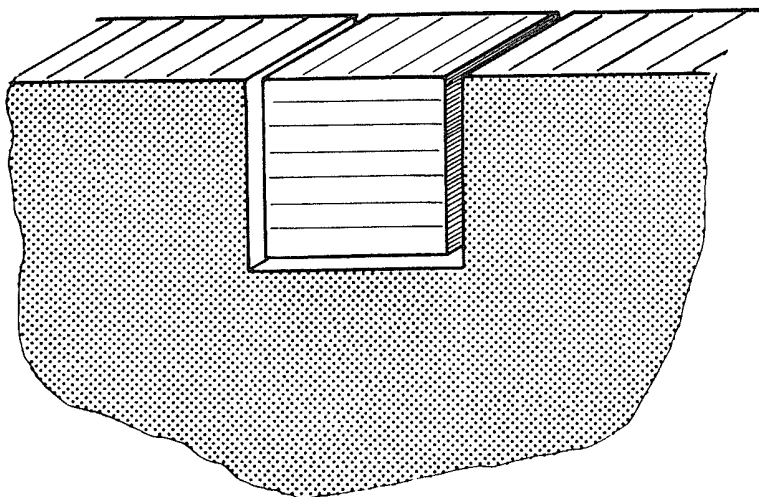
Dissociation de l'actif (+ 10000 fr. en T)
et du passif (- 10000 fr. en E)

La transformation de la monnaie nominale en monnaie réelle opère l'intégration de la monnaie et des biens produits. Intégrés, la monnaie et les biens produits forment une unité. Les produits prennent la place de la monnaie (intégration en E) et la monnaie prend la place des produits (intégration en T).

Intégration en E. Les entreprises acquièrent la production réelle apportée par les « facteurs » (travailleurs). Cependant, cette acquisition ne constitue pas un actif net, car elle est la contrepartie du passif monétaire. Les nouveaux biens réels

ne sont pas encore écoulés. Or les revenus propres des firmes, leurs profits, se réalisent dans la vente des produits. Avant tout écoulement du nouveau produit, les profits sont nuls. En d'autres termes, la production réelle (cube hachuré) est d'abord entièrement coulée dans le moule du passif monétaire.

E
Produit réel =
10000 fr.



Production réelle coulée dans le moule monétaire

Le nouveau produit est mesuré par le passif monétaire. Si les produits en biens et en services n'«épousaient» pas le passif nominal — s'ils n'étaient pas coulés dans le creux, la forme, le moule monétaire —, ils ne seraient pas mesurables en une unité économique : ils resteraient une masse incommensurable d'objets hétérogènes, un amalgame hétéroclite.

Intégration en T. Dans une économie monétaire, les travailleurs perçoivent leur produit en monnaie, et non en nature. La masse salariale qui rétribue la production de la période est la première configuration des biens nouvellement produits dans cette période. Les nouveaux actifs apparaissent en monnaie, car les actifs réels sont d'abord absorbés par le passif nominal créé en entreprise.

L'intégration définit un revenu macroéconomique. La production de la période n'est pas une simple reproduction. Elle est originale. Si les produits réels étaient directement appropriés par les travailleurs, la production de chaque période ne serait que le renouvellement des productions antérieures. Seule la plus-value pourrait être considérée comme une production nette. Mais dans une économie a-monétaire, la plus-value serait elle-même nulle. En revanche, dans

une économie monétaire, toute la production rétribuée en espèces est nette des productions antérieures. Les nouveaux actifs ne sont soustraits à personne. Dès lors qu'un actif est gagné par les uns sans être perdu par les autres, il est macro-économiquement net. C'est dire qu'il constitue un enrichissement nouveau à la fois dans le temps — il ne reproduit aucune richesse antérieure — et dans l'espace : acquis par les uns, il n'est perdu (cédé) par personne.

Si dans la période retenue la masse salariale formée se monte à 10 macro-unités de monnaie, ce revenu constitue un actif qui ne préexistait ni en banque ni en entreprise ; « importées de l'intérieur » par l'effet de la production, les 10 unités de monnaie définissent l'enrichissement net de toute la nation dans cette période.

RÉSUMÉ DE L'INTÉGRATION

1. En t_x la création monétaire apporte aux banques une dette-créance, autrement dit un actif net nul.

2. En t_x la création monétaire apporte aux entreprises un actif-passif, donc un actif net nul.

3. Après rémunération du travail en t_y , les entreprises ont un actif réel et un passif monétaire qui se compensent exactement.

4. En t_y la masse salariale constitue un actif que ni les banques ni les entreprises n'ont pu transférer puisqu'elles ne l'avaient pas : cet actif monétaire est donc nouveau dans le pays, comme s'il y avait été importé.

2. La redistribution de la monnaie intégrée aux titulaires finals de revenu

Le prix de vente du produit est égal, inférieur ou supérieur à son coût en salaires directs et indirects. Examinons les trois cas en E, l'ensemble des entreprises, produisant les biens a, b et c. Supposons que les trois productions injectent chacune 10 macro-unités de revenus salariaux dans la période.

Profit-surplus nul. Le produit a est écoulé à son coût salarial.

Profit-surplus négatif. Le produit b est vendu à 80 % de son coût.

Profit-surplus positif. Le bien c est offert à un prix trois fois supérieur à son coût salarial.

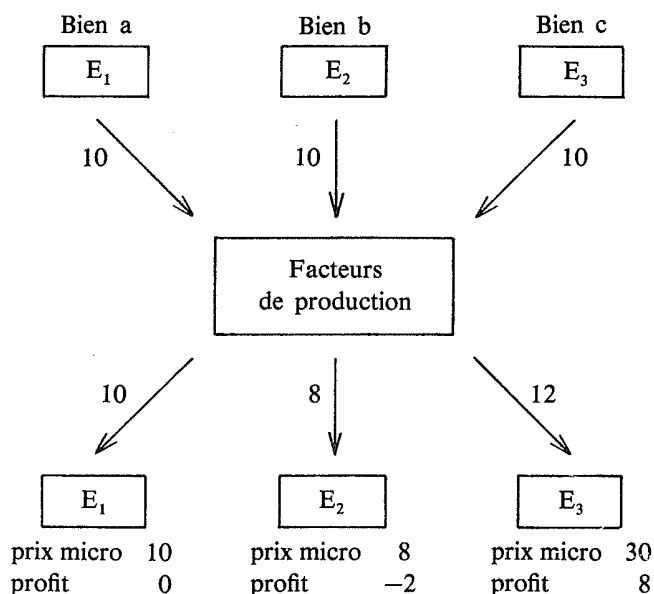
Le montant des surplus positifs et négatifs ne peut être calculé que si l'on connaît la somme des revenus salariaux dépensés pour acheter les biens b et c. Soit deux exemples chiffrés. *Cas I.* Les titulaires de revenus salariaux achètent le bien b et le bien a ; avec le reliquat, ils s'approprient une partie du bien c. *Cas II.* Les titulaires de revenus salariaux achètent le bien b, puis ils dépensent le reste de leurs revenus monétaires pour acquérir une partie du bien c.

Cas I. La vente du bien a ne suscite aucun revenu de transfert, car E1 donne l'exacte contrepartie réelle de la monnaie qu'il perçoit. La vente du bien b opère

un transfert au profit des acheteurs puisque l'entreprise E2 donne pour 8 ce qui lui coûte 10. Inversement, le transfert se fait au profit de la firme E3 lorsqu'elle vend c. Les revenus salariaux encore disponibles se montent à $30 - 18 = 12$ macro-unités de monnaie. En échange de ces revenus, E3 donne le tiers en produit c, réalisant ainsi un profit de 8 unités monétaires. Mais le profit net est obtenu après soustraction du profit négatif.

Surplus net = $\frac{2}{3} \times 12 - 2 = 6$ macro-unités de monnaie.

Un graphique résume ce résultat.

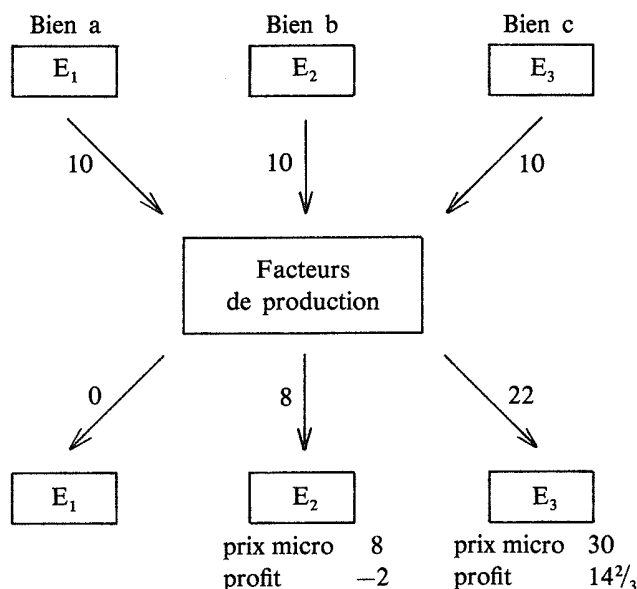


Le surplus brut des firmes leur permet de compenser la perte en E2 et d'acheter toutes les quantités de c encore disponibles. En définitive, le surplus net de 6 unités de monnaie est converti en produit de valeur égale.

Cas II. L'achat du bien b apporte un surplus de 2 unités de monnaie aux acquéreurs, car ils paient 8 ce qui a coûté 10. Après ce transfert, les acheteurs disposent de 22 unités de monnaie au lieu de 20. Ces 22 unités de revenu leur permettent de s'approprier $\frac{22}{30}$ c et de transférer à E3 un surplus de $\frac{2}{3} \times 22 = 14 \frac{2}{3}$ unités de monnaie. A présent, calculons séparément le surplus total des acheteurs et celui des firmes.

— *Surplus des acheteurs.* Pour le déterminer, il suffit de soustraire la valeur monétaire qu'ils dépensent de la valeur réelle qu'ils obtiennent dans leurs achats. Ils obtiennent 10 (en b) + $\frac{22}{30}$ (en c) = $17 \frac{1}{3}$ unités de valeur. Ils en dépensent 30. Leur surplus est donc égal à $-12 \frac{2}{3}$ unités de valeur.

— *Surplus des vendeurs.* Ici, il suffit de mesurer le produit réel finalement approprié par les entreprises. Elles acquièrent le bien a, de valeur 10. De plus, elles s'approprient $\frac{8}{30}$ c, de valeur $2\frac{2}{3}$. La somme des valeurs obtenues définit un surplus positif évidemment égal au surplus négatif des acheteurs : $12\frac{2}{3}$ unités de valeur.



Le profit-surplus réel des entreprises est égal à 10 (en a) + $2\frac{2}{3}$ (en c). Leur surplus monétaire est $14\frac{2}{3}$ (en c) - 2 (en a) = $12\frac{2}{3}$. Les deux surplus, monétaire et réel, ne sont évidemment pas additifs : le surplus monétaire disparaît dans la formation du surplus réel, par conversion du revenu en produits.

Nous arrivons ainsi à une loi générale. Dans une économie monétaire, les revenus sont d'abord formés entre les mains des producteurs, les facteurs de production. La catégorie des producteurs ne comprend que les travailleurs au sens le plus large. En effet, le capital ne produit pas de revenu macroéconomique. Le capital ne serait facteur de production que si l'amortissement se faisait directement, par métabolisme entre les machines et les produits courants. En fait, l'amortissement suppose un prix de vente supérieur au coût des facteurs. Le capital réel ne reproduit pas lui-même sa valeur. Il est à plus forte raison incapable d'apporter une valeur nette. La restriction des facteurs de production à la seule catégorie des travailleurs va de pair avec la nouvelle définition des revenus, qui sont macroéconomiques, car gagnés par les producteurs ils ne sont pas perdus par les firmes. La théorie de l'intégration ne confirme pas l'analyse classique de la

valeur-travail puisque, pour toute l'Ecole traditionnelle, le fonds des salaires est simplement transmis entre entreprises et travailleurs : il s'ensuit que les salaires ne forment pas des revenus nouveaux dans l'ensemble de l'économie. La théorie de l'intégration impose un enseignement tout autre. Les travailleurs — et eux seuls — perçoivent une monnaie réelle formée à partir d'une monnaie nominale ; en chaque période, la masse salariale constitue donc un enrichissement monétaire nouveau aux yeux de tous les membres de la nation. La totalité des revenus monétaires, c'est-à-dire la somme des monnaies réelles, est, en chaque période, comprise dans la nouvelle masse salariale engendrée par la production courante. Les revenus monétaires de toute autre catégorie, comme les profits, les intérêts et les revenus captés par l'Etat, sont obtenus par redistribution de la masse salariale. En définitive, la loi générale s'énonce en trois points : (1) chaque période de production apporte des revenus nouveaux entièrement compris dans la masse salariale, (2) la masse salariale est partiellement redistribuée à des non-salariés (les transferts s'effectuant par imposition directe et par augmentation des prix de vente), (3) conséquemment, si les salaires nominaux (directs et sociaux) comprennent tout le revenu national, les salaires réels n'en sont qu'une partie d'autant plus faible que les revenus de transfert sont nombreux et importants.

3. *Le marché financier*

Dans la période p_0 , un épargnant prête une partie de son revenu courant à un investisseur (ou à un consommateur). Dans la période p_n , l'emprunteur restitue le capital et paie un intérêt.

L'intérêt¹ est un revenu de transfert. Ses taux permettent d'égaliser l'offre et la demande de fonds prêtables sur les marchés financiers partiels. L'intérêt est une redistribution du revenu de la période.

Le capital prêté implique la redistribution du revenu d'au moins deux périodes différentes. Le prêt transfère un revenu de la période p_0 . Le remboursement transfère un revenu égal de la période p_n . Macroéconomiquement, les deux mouvements désignent des substitutions de titulaires face à un même revenu. L'emprunteur devient le nouveau titulaire du revenu primitivement acquis par le prêteur. Celui-ci devient réciproquement le titulaire d'un revenu futur de l'emprunteur. Dans la période p_0 , le prêteur achète le *titre* à une fraction du revenu que l'emprunteur doit acquérir dans la période p_n .

Les prêts sur les marchés financiers ne modifient pas la masse des revenus monétaires destinés en chaque période à l'écoulement des biens et des services. Les revenus sont inchangés ; seuls leurs titulaires changent par permutation dans le temps.

¹ Défini non par rapport au capital mais par rapport aux revenus courants qui le financent.

4. La désintégration de la monnaie dans les achats finals

Supposons que tous les biens et services produits dans la période de référence sont écoulés à leur prix et non à leur valeur en unités de salaires, les prix étant supérieurs aux valeurs. Appelons profits-surplus tous les revenus obtenus par l'augmentation du prix de vente relativement aux valeurs produites. Si toutes les entreprises connaissent à l'avance l'argent qu'elles gagneront dans l'écoulement de la production de la période de référence, elles peuvent obtenir la totalité de leurs profits-surplus par voie de création monétaire. Soit un exemple chiffré. La masse salariale distribuée par la production de la période p_0 se monte à 10 macro-unités de monnaie. Les profits attendus sont égaux à 20 macro-unités de monnaie. Dans ces conditions, les firmes peuvent emprunter aux banques 30 unités de monnaie nouvellement créée. La *valeur* de la production est de 10 unités de monnaie ; le *prix* de la même production est trois fois supérieur.

A présent, introduisons l'Etat. Les impositions ne sont pas toutes des transferts ; une grande partie des ressources fiscales est utilisée au paiement des facteurs de production employés par l'Etat, rémunérations qui sont comprises dans la masse salariale de 10 macro-unités de monnaie. Ne considérons que les revenus transférés. Les transferts par augmentation des prix de vente sont assimilables aux profits-surplus : ils sont compris dans les 20 macro-unités de monnaie. Il serait concevable que les transferts par imposition directe soient empruntés par l'Etat aux banques émettrices. Cependant, il est probable que l'Etat se sert directement auprès des redevables. Dans ce cas, la création monétaire reste au niveau de 30 macro-unités.

Quand les revenus sont comptés selon l'échelle des prix et non en valeur, salaires et profits apparaissent comme des revenus de production ajoutés les uns aux autres. En réalité, nous savons déjà que les profits sont de purs revenus de transfert, qui n'ajoutent rien à la valeur produite. Les seuls revenus de production sont les salaires. Les profits sont des revenus de seconde main, dérivés de la masse salariale. Dire que le prix de la production totale est de 30 unités de monnaie alors que la mesure de cette même production n'est que de 10 unités monétaires signifie clairement que les titulaires des revenus salariaux achètent les biens et les services à un prix trois fois supérieur à la valeur produite : ils donnent trois unités de valeur nominale pour une unité de valeur réelle.

La relation logique entre valeur et prix s'analyse en une multiplication de la valeur en prix. Le prix est un multiple de la valeur. C'est dire que le prix compte la valeur plusieurs fois : il comprend des *doubles emplois*. La valeur est comptée deux fois ; une première fois entre les mains des titulaires de revenus salariaux et une deuxième fois dans les profits-surplus. Si la conversion des salaires nominaux en salaires réels se fait à raison d'une unité réelle pour trois unités nominales, la valeur est comptée avec un coefficient de pondération égal à 1 dans la masse salariale et avec un coefficient de 2 dans les profits-surplus. Dans ce cas, le dou-

ble emploi pondéré donne une multiplication de la valeur égale à 3. Il n'est pas douteux que les banques sont libres de créer de la monnaie en proportion d'un multiple de la valeur produite, car toute monnaie nouvellement émise est nominale et dépourvue de pouvoir d'achat. Logiquement, la monnaie bancaire acquiert son pouvoir d'achat à l'instant où elle est transformée de créance-dette en pure créance. Cette métamorphose se produit chaque fois que la monnaie est versée par les entreprises aux titulaires de revenu. La masse salariale est une créance pure. Les profits-surplus le sont aussi, car les entreprises bénéficiaires sont substituées aux premiers titulaires des revenus salariaux. Comme les surplus sont des salaires captés, les entreprises ont deux qualités distinctes : en tant que source de tous les revenus, elles détiennent des créances-dettes, et en tant que titulaires de revenus par substitution de personnes, elles disposent de créances nettes, les créances mêmes qui leur sont transférées par leurs titulaires primitifs, qui paient biens et services à un prix excédant la valeur produite.

La désintégration de la monnaie est sans doute une notion nouvelle, mais on la constate sans difficulté dans les faits quotidiens. Toute monnaie de crédit nouvellement émise est une créance-dette. Il suffit que la créance soit dissociée de la dette pour que l'actif et le passif deviennent nets l'un de l'autre, chacun de son côté : les entreprises de production conservent la dette et les titulaires de revenu acquièrent la créance. Cette dissociation des signes opère l'intégration de la monnaie et des produits. La désintégration est tout naturellement l'opération inverse de la réunion de l'actif et du passif entre les mains de la même personne (l'entreprise) considérée dans l'exercice de la même fonction (source des revenus). Dans la mesure où tous les revenus, y compris les profits-surplus, sont versés à partir d'une monnaie fraîchement émise, tous les achats de biens et de services produits engendrent la réunification de la monnaie-créance avec la monnaie-dette : c'est dire que toute dépense de salaires et de profits transforme la monnaie dépensée de créance nette en créance-dette. A l'entrée et à la sortie de son circuit, la monnaie est un pouvoir d'achat à la fois positif (en tant que créance) et négatif (en tant que dette) : elle est donc un pouvoir d'achat annulé. L'intégration est la transformation de la monnaie nominale en pouvoir d'achat positif (créance nette), et la désintégration est la transformation inverse de la monnaie réelle en pouvoir d'achat annulé (créance-dette).

La théorie moderne de la monnaie, ou identiquement la théorie de la monnaie moderne — émise ex nihilo par la voie du crédit — aboutit ainsi à une double conclusion.

1. Les banques créent la monnaie.
2. Les entreprises créent le pouvoir d'achat monétaire.

1. La monnaie émise par la Banque centrale et les banques secondaires est une créance-dette : il s'agit donc d'une monnaie purement nominale, incapable d'exercer un pouvoir d'achat net.

2. La monnaie « émise » par les entreprises considérées comme source de

tous les revenus est une créance nette : cette fois la monnaie est réelle ; elle est le réceptacle de tous les pouvoirs d'achat créés par la production courante de l'économie nationale.

Cette double conclusion se prolonge en un double corollaire.

1. La monnaie est détruite en banque.
2. Le pouvoir d'achat de la monnaie est détruit en entreprise.
1. La restitution de la monnaie à sa source émettrice la détruit dans ses deux aspects de dette et de créance. L'actif et le passif sont effacés.
2. Les achats de biens et de services produits refluent le pouvoir d'achat à sa source émettrice et le détruisent par la jonction de l'actif et du passif.

5. *L'équilibre de la monnaie*

Les revenus monétaires se forment dans la production courante par fission de la monnaie nominale en actif et en passif nets. On trouve ainsi l'identité :

Offre globale $\equiv$ Demande globale.

En effet, la valeur de l'Offre est mesurée par le passif, et la valeur de la Demande l'est par l'actif. Comme l'actif et le passif ne sont que les deux faces de la même réalité, l'Offre et la Demande sont nécessairement égales entre elles.

Soit encore la preuve par l'absurde. Pour toute production particulière, la demande peut être supérieure à l'offre, ou l'offre à la demande. Dans le premier cas, une monnaie réelle est transférée du public aux entreprises ; dans le second, une monnaie réelle est transférée des entreprises au public. Les transferts sont exactement égaux à la demande excédentaire, positive ou négative. Toute différence entre offre et demande, positive ou négative, donne naissance à des transferts égaux. Mais les transferts désignent uniquement de nouveaux titulaires face à des revenus donnés. La macroéconomie ne s'occupe pas de l'identité des titulaires quand il s'agit de mesurer le revenu national en ses deux aspects d'Offre et de Demande. Macroéconomiquement, l'Offre ne saurait donc être ni inférieure ni supérieure à la Demande.

Ce résultat peut être affirmé pour toute production particulière. Il est *inconcevable* qu'une production quelconque apporte plus de pouvoir d'achat qu'elle n'en absorbe, ou qu'elle en absorbe plus qu'elle n'en crée. La création et la destruction de pouvoir d'achat forment une identité dès lors que les deux flux sont relatifs, non pas à la même période, mais à la production de la même période.

Il semblerait que l'identité

$$O_{\text{production } p_n} = D_{\text{production } p_n}$$

s'oppose à tout déséquilibre de la monnaie, puisque la production de toute période p_n détruit le pouvoir d'achat exact qu'elle crée. Telle est en effet la défini-

tion même de l'équilibre monétaire : l'égalité du flux et du reflux en création et en destruction de la monnaie réelle. Si cette égalité était conditionnelle, des déséquilibres pourraient se produire ; mais comme elle est logique et nécessaire, aucun déséquilibre ne saurait surgir. Cette conclusion est paralogique. L'égalité de l'offre globale et de la demande globale est nécessaire à condition que les deux grandeurs soient mesurées dans la même monnaie, c'est-à-dire en monnaie constante. Et quand il s'agit de définir les déséquilibres monétaires, c'est une véritable pétition de principe que de supposer la constance de la monnaie. L'inflation est précisément la diminution de la valeur de l'unité monétaire, et la déflation son augmentation.

La définition des déséquilibres est désormais claire.

$$D_{\text{production } p_n \text{ (en monnaie courante)}} \geq O_{\text{production } p_n \text{ (en monnaie constante)}}$$

Les déséquilibres de la monnaie sont définis face aux productions de la même période, exactement comme l'identité entre l'offre et la demande globales. Les cas se distinguent par l'introduction des deux monnaies, constante et courante. Dès que la même monnaie sert à mesurer les deux termes de la comparaison, leur équation est logiquement nécessaire. Pour passer de l'identité à la condition d'équilibre, il faut mesurer l'un des termes en monnaie constante (l'Offre) et l'autre en monnaie courante (la Demande) ; l'égalité dépend alors de la stabilité de la monnaie. L'équilibre ne s'établit pas et ne se reproduit pas nécessairement de période en période. On démontre que tout déséquilibre qui surgit se perpétue dans le temps. Ainsi, une inflation se produisant dans une période quelconque se répercute dans les périodes suivantes. Si la cause du déséquilibre se reproduit elle aussi, les effets seront cumulatifs dans l'espace, c'est-à-dire *simultanément* cumulatifs. L'écart entre la demande et l'offre globales ira en s'élargissant dans le temps.

L'étude détaillée des déséquilibres et des moyens de les éviter fera l'objet d'un travail ultérieur. Mais, pour annoncer la monnaie internationale, proposons l'esquisse d'un système monétaire conçu de telle sorte que la monnaie soit constamment en équilibre.

Les banques nationales sont toutes divisées en deux départements, le département de l'émission chargé de comptabiliser les créations et les destructions de la monnaie nominale, et le département financier ayant pour mission de recevoir et de transmettre les épargnes en monnaie réelle. Aucun déséquilibre monétaire ne peut se produire dans l'économie si chaque banque maintient hebdomadairement, ou quotidiennement, la stricte égalité entre les créations et les destructions des mêmes dépôts dans son département de l'émission. Les entreprises qui ne pourraient refluer dans l'immédiat toute la monnaie nouvellement dérivée de ban-

que deviendraient débitrices du département financier. Le droit de créance qui en découlerait, du département de l'émission sur le département financier, permettrait de compléter le reflux en le portant au niveau exact de la création de monnaie.

Créer de la monnaie, c'est permettre l'exercice d'une demande sans offre : les demandeurs de biens, de services produits ou producteurs, de titres, peuvent acheter sans qu'ils aient besoin de vendre puisque leurs paiements sont financés *ex nihilo*. Cependant, la destruction de monnaie impose une offre sans demande : utilisant le produit de leurs ventes pour éteindre leurs dettes auprès des banques émettrices, les offreurs ne peuvent financer de nouveaux achats. En définitive, l'offre sans demande (destruction de monnaie) compense la demande sans offre (création de monnaie). Il en résulte que seuls les pouvoirs d'achat produits par les entreprises sont dépensés en acquisitions de toutes sortes, et qu'ils le sont tous. Dans ces conditions, aucun écart ne peut se produire entre l'Offre en monnaie constante et la Demande en monnaie courante. L'équilibre de la monnaie est ainsi assuré.

6. De la théorie monétaire pure à la réalité actuelle

Un lecteur quelque peu ingénu pourrait penser que la réalité ne distingue pas entre la monnaie nominale et la monnaie réelle, ni entre la monnaie constante et la monnaie courante. La vérité est au contraire que ces distinctions sont présentes dans les faits quotidiens, même si elles sont imparfaitement perçues par les théoriciens. Sans esprit de paradoxe, on peut donc affirmer que la théorie pure est souvent plus étrangère aux théoriciens (qui se complaisent dans des analyses obsolètes) qu'au réel et à la pratique vécue.

La théorie moderne de la monnaie repose sur trois lois.

1^o Dans toute économie monétaire, la demande globale est nécessairement égale à l'offre globale,

$$D \equiv O.$$

Cette identité ne vérifie pas la loi de Say au sens traditionnel, car les deux termes sont mesurés en monnaie constante. On peut ainsi trouver $D \neq O$, la demande étant évaluée en monnaie courante.

La relation $D \equiv O$ pourrait être appelée « identité de KEYNES ». Elle n'est pas une approximation du réel, mais une nécessité de la logique, ce qui signifie qu'aucun fait réel ne saurait la contredire.

L'identité de KEYNES¹ implique la distinction de la monnaie nominale et de la monnaie réelle. Les banques créent la monnaie en tant que créance-dette, une réalité à double face. La production, les services et le commerce transforment la monnaie bancaire en actifs nets. La dissociation de la monnaie-dette (fixée en entreprise) et de la monnaie-crédance (entre les mains des titulaires

¹Ou loi de SAY en sa nouvelle acception.

de revenu) définit à la fois la demande globale (somme des revenus disponibles pour les achats de toutes sortes) et l'offre globale (valeur de la totalité du produit réel nouveau). La dépense des revenus par leurs titulaires finals opère la destruction de la monnaie réelle par sa transformation en monnaie nominale. Les actifs monétaires nets redeviennent des actifs-passifs. Il suffit alors que les entreprises refluent la monnaie nominale pour que créances et dettes disparaissent simultanément par extinction.

2° La deuxième loi de la théorie moderne est celle du circuit monétaire :

dettes-créances $\longrightarrow$ créances $\longrightarrow$ créances-dettes.

La théorie quantitative est ainsi infirmée. Il n'est pas vrai que la monnaie soit toujours identique à elle-même. Le circuit est la double mutation de la monnaie nominale en monnaie réelle, et de la monnaie réelle en monnaie nominale. Seule la monnaie réelle est dotée de pouvoir d'achat.

3° La troisième loi est celle de l'équilibre de la monnaie, dont la définition et l'étiologie sont dictées par l'identité de KEYNES.

Définition de l'équilibre de la monnaie. Tout écart entre les deux mesures de la demande globale — en monnaie courante et en monnaie constante — indique une inflation ou une déflation.

$$\begin{array}{lcl} \begin{array}{l} D_{\text{monnaie courante}} \\ \text{production } p_n \end{array} & \begin{array}{c} > \\ < \end{array} & \begin{array}{l} D_{\text{monnaie constante}} \\ \text{production } p_n \end{array} \begin{array}{l} : \text{inflation} \\ : \text{déflation} \end{array} \end{array}$$

Etiologie des déséquilibres. L'inflation a pour cause la dépense d'un pouvoir d'achat que personne n'a gagné. En d'autres termes, un écart inflationniste se déclare dès que la demande globale comprend une somme de pouvoirs d'achat qui viennent s'ajouter aux revenus régulièrement produits dans l'économie. Inversement, la déflation est due à la non-dépense d'un pouvoir d'achat régulièrement engendré par l'ensemble des activités de production du pays.

Les trois lois que nous venons de résumer : identité de KEYNES, distinction de la monnaie nominale et de la monnaie réelle, définition des déséquilibres généraux par l'écart entre les pouvoirs d'achat créés et dépensés, sont toutes strictement conformes à la réalité. En effet, ces trois lois résultent de la nature même de la monnaie moderne, simple droit de créance sur les banques émettrices. La théorie ne s'écarte des faits que sur un dernier point, *d'application*. On démontre que les deux déséquilibres pourraient être évités. Il suffirait de diviser toutes les banques nationales en deux départements et d'exiger que pour chaque client le département de l'émission équilibre en permanence ses créations et ses destructions de monnaie. En fait, on sait bien que toutes les banques ne sont pas divisées en deux départements et qu'elles n'obéissent pas rigoureusement à la

contrainte de l'égalité permanente entre la création et la destruction de monnaie dans les comptes de chaque client particulier. Mais il est bien connu, également, que nos économies souffrent continûment du déséquilibre de la monnaie. Ainsi, l'inflation ne prouve rien contre la théorie pure, puisque celle-ci n'est pas encore suivie dans ses recommandations pratiques. Les Institutions monétaires sont perfectibles. Aussi longtemps que les banques (centrales) pourront créer de la monnaie en « achetant » des devises, des Droits de Tirage Spéciaux sur le Fonds Monétaire International, ou de l'or, elles seront à même de créer directement des pouvoirs d'achat, c'est-à-dire des monnaies réelles, alors que la théorie établit que toute monnaie nouvellement émise est nécessairement nominale.

Pour clore ce chapitre, rejetons un dernier argument. La théorie démontre que toute émission engendre une monnaie purement nominale. Toutefois, on rencontre des émissions de monnaie réelle dès que les banques créent de la monnaie par une voie distincte de celle du crédit. Il faudrait en conclure, semble-t-il, que la théorie ne serait pleinement confirmée qu'après perfectionnement du monde dans lequel nous vivons. L'analyse proposée serait ainsi normative, et non positive. La monnaie moderne étant une dette du système bancaire, il serait souhaitable qu'elle ne soit émise que par la voie du crédit : proposition normative. Il se trouve cependant que dans une certaine proportion, non négligeable, la monnaie est émise en contrepartie d'« achats » d'or et de devises. Les faits s'écartent donc de l'économie normative. *Mais ils ne s'écartent nullement des trois lois que nous avons énoncées.* C'est bien la preuve que l'identité de KEYNES et ses implications constituent une théorie positive. Il est exact que le système bancaire, tel qu'il est organisé aujourd'hui, peut s'écarter de la norme pour créer directement de la monnaie réelle. Ce fait indéniable n'entame pas la théorie positive. Car il est démontré que *les banques sont incapables de créer de la monnaie réelle, même lorsqu'elles s'écartent de la norme.* La *totalité* des pouvoirs d'achat disponibles dans le pays est produite par les industries du pays. Tout pouvoir d'achat additionnel suscite un écart entre la monnaie courante et la monnaie constante.

En langage simple et clair, cela signifie que, si les banques émettent des monnaies réelles, la somme des monnaies réelles disponibles dans l'ensemble de l'économie est néanmoins *inchangée*. Toute création de pouvoir d'achat par les banques s'analyse en un simple *transfert* (inflationniste) de revenus. Il reste vrai en définitive que le système bancaire n'émet aucun pouvoir d'achat macroéconomique. Il s'agit là d'une loi au sens des sciences exactes, n'admettant aucune exception. C'est donc dans la même direction qu'il convient de rechercher la solution de la monnaie européenne.

Le Fonds Monétaire Européen doit être constitué de telle sorte qu'il émette non des pouvoirs d'achat mais une monnaie purement nominale à l'échelle de la Communauté. La distinction entre les euros nominaux et les euros réels est cruciale. Aucune solution n'est théoriquement bonne ni pratiquement applicable si elle ne s'appuie sur cette distinction.

CHAPITRE II

LA MONNAIE EUROPÉENNE
DANS LA COMMUNAUTÉ FERMÉE

Nous examinerons le fonctionnement de la monnaie européenne sans nous attarder aux difficultés des premières semaines, aisément solubles. Sept points principaux retiendront notre attention : — les euros nominaux dans l'équilibre des balances de paiement, — les euros réels, — les euros nominaux dans le déséquilibre des balances de paiement, — la signification des balances financières, — les réserves en euro-titres, — les taux de change entre l'euro et les monnaies européennes, — les équilibres monétaires intérieurs en présence de la monnaie européenne.

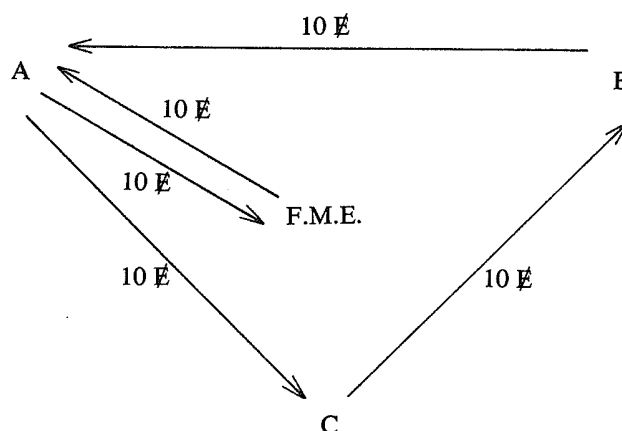
1. *Les euros nominaux dans l'équilibre des balances de paiement*

Le Fonds Monétaire Européen (F.M.E.), Banque des banques centrales, émet une monnaie que nous avons appelée *l'euro*. Toute autre dénomination est recevable, comme l'euro-pa, l'euro-mark, l'euro-franc, l'écu (« European Currency Unit »). Le nom de baptême est d'une importance minime. L'essentiel est de comprendre que le F.M.E. a pour mission principale de s'endetter face aux économies de la Communauté : les dettes émises par le Fonds définissent la nouvelle monnaie européenne. Ces dettes sont comptées en unités homogènes, les euros.

En économie nationale, il est assez malaisé de saisir la nature purement nominale de la monnaie à l'instant où elle est émise par les banques. Dans l'économie communautaire, il est immédiatement perceptible que l'euro fraîchement émis est une monnaie nominale, *privée de tout pouvoir d'achat*. Les dettes du F.M.E. ont la valeur négligeable des écritures comptables. Ajoutons que ces dettes ne seront jamais payées ou « honorées », mais qu'elles circuleront jusqu'à disparaître à leur source.

A quoi serviront les créances sur le F.M.E. si, par leur définition même, il est certain qu'elles ne permettront de financer aucun achat net ? Après lecture du premier chapitre, cette question perd sa signification. La monnaie nominale n'a pas pour finalité de financer des achats ; son objet est de payer les achats réciproques. La fonction des euros est de financer des achats compensés et non des achats nets : à cette fin, aucun pouvoir d'achat monétaire n'est nécessaire.

Proposons l'exemple de trois pays dont aucun n'achète au pays qui lui vend. La nature de la monnaie nominale internationale apparaît dans les deux graphes suivants.



Le pays A emprunte 10 (millions) d'euros et les dépense en achats de toutes sortes auprès du pays C. Celui-ci, dont la balance est équilibrée par hypothèse, dépense 10 £ en paiements quelconques au profit du pays B. Enfin, le pays B, ayant lui aussi une balance équilibrée, achète pour 10 £ au pays A. Ce dernier reflue les 10 £ au F.M.E. où ils sont éteints. Il est clair que l'euro nominal permet les paiements multilatéraux. Ainsi, le pays A exerce un droit de prélèvement sur les richesses du pays C bien qu'il ne lui ait rien donné en échange.

En tant qu'instrument du clearing des paiements internationaux, l'euro nominal est à la fois une monnaie de compte et une monnaie de paiement.

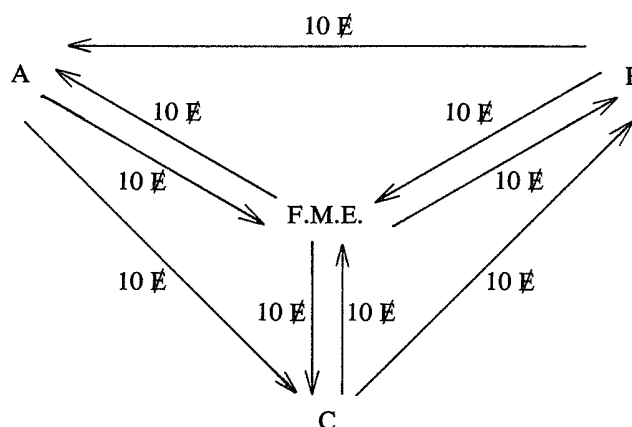
— *L'euro nominal est une monnaie de compte.* En effet, les obligations du pays A face au pays C doivent être chiffrées pour chaque opération particulière. Cette évaluation est connue par le taux de change fixé entre les prix monétaires du pays C et l'euro. La condition d'existence, nécessaire et suffisante, de l'euro en tant que monnaie de compte est précisément la fixation des taux de change entre chaque monnaie européenne et l'euro.

— *L'euro nominal est une monnaie de paiement.* Il ne suffit pas que le pays A connaisse le montant de ses obligations ; il faut qu'il puisse s'en libérer. A cette fin, l'euro nominal doit effectivement servir dans les achats. Il est vrai que cette conséquence peut paraître contestable. Dès que le clearing est achevé, aucun paiement n'est plus requis. Il suffirait donc, semble-t-il, de compter les opérations et de les compenser les unes par les autres sans qu'aucun paiement intervienne (en euros). L'analogie avec la monnaie nationale fait ressortir l'inexactitude de ce raisonnement. Un titulaire de revenus ne connaît le solde de ses opérations que

par le rapprochement de ses dépenses et de ses recettes. Même si ses comptes sont finalement équilibrés, il serait faux d'en conclure que la monnaie ne lui est d'aucune utilité. En réalité, le solde n'apparaît qu'après utilisation de la monnaie dans tous les paiements, créanciers et débiteurs. La monnaie nominale n'a pas pour fonction de payer les soldes des opérations, mais de « monétiser » ces opérations elles-mêmes.

Si un doute devait subsister dans l'esprit du lecteur sur la nécessité de définir l'euro nominal non seulement comme une unité de compte mais comme une unité *de paiement*, une réflexion un peu plus fondamentale devrait emporter son adhésion. Les soldes définitifs sont payables, non en monnaie nominale, mais en monnaie réelle. Or, il est certain que l'euro réel ne peut exister que sur la base de l'euro nominal. Faute d'une monnaie de paiement nominale, la monnaie de paiement réelle ferait elle-même défaut. Cet argument est décisif. Les soldes négatifs des balances nominales doivent être payés en euros réels. Il est donc nécessaire que *tous les paiements* se fassent en euros nominaux.

Le second graphique apporte une information supplémentaire.



Selon cette nouvelle représentation, le F.M.E. émet 30 (millions) d'euros au lieu de 10 (millions). La fonction *véhiculaire* de la monnaie nominale est ainsi mise en lumière. N'ayant aucun pouvoir d'achat, les euros peuvent être émis en n'importe quelle quantité, sans que la valeur de leur masse globale soit modifiée, car elle est toujours nulle. Les 30 ₣ ont exactement le même pouvoir d'achat que les 10 ₣ du graphe précédent. En fait, *tous les achats sont financés par les ventes*, dans un système généralisé d'échanges *multilatéraux*. Les euros nominaux brisent les échanges bilatéraux, mais ils laissent subsister la loi des échanges économiques : bien réel pour bien réel.

Les 30 € font exactement le même travail que les 10 € ; dans les deux cas, chaque pays vend et achète des biens, des services et des titres pour une somme de 10 € . La différence est simplement que l'euro véhiculaire sert à un seul transport dans la seconde illustration, alors que dans la première il opère trois transports distincts avant d'être rebroussé et annulé dans les livres du Fonds Monétaire Européen.

*
* *

La parenté entre l'euro nominal et la monnaie émise par les banques nationales est d'autant plus étroite qu'elle est triple.

1° Comme les banques centrales et les banques ordinaires, le F.M.E. émet des actifs-passifs, ou des dettes-créances, c'est-à-dire des monnaies au pouvoir d'achat à la fois positif et négatif.

F.M.E.			
Actif		Passif	
euros nominaux	30	euros nominaux	30

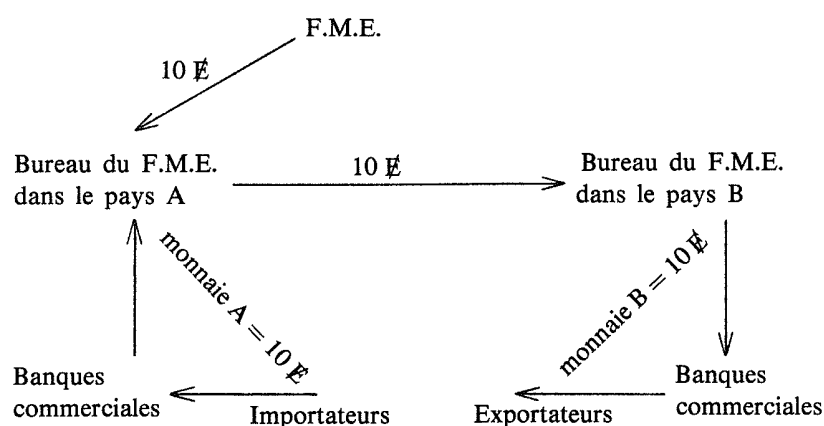
Les mêmes euros figurent des deux côtés de la comptabilité. Au passif, les euros représentent les droits de créance sur le F.M.E. des importateurs qui virent cette monnaie à leurs fournisseurs. Les mêmes euros figurent à l'actif, car la dette du F.M.E. est seulement prêtée. Comme l'émission de toute monnaie nominale, celle des euros nominaux signifie le prêt d'une dette spontanée. Les euros nominaux sont des dettes feintes et fictives, qui ne disparaissent pas dans le paiement promis, mais par simple annulation de la promesse.

En tant que banque émettrice, le F.M.E. ne doit rien à personne ; s'il s'endette néanmoins, il entend ne pas tenir sa promesse : il la reprendra impayée. Il n'empêche que la circulation de ces créances éphémères, sans cesse renouvelées, monétise l'économie communautaire.

L'euro nominal est son propre « collatéral ». Il serait vain de déposer au Fonds émetteur des monnaies nationales, des devises, des Droits de Tirage Spéciaux sur le F.M.I., ou de l'or. La fonction créatrice trouve son équilibre en elle-même, sans apport extérieur ; les euros nominaux ne sont pas la transformation d'une monnaie ou de titres préexistants : le Fonds Monétaire Européen en est la source originelle. Toute hésitation à ce sujet reposerait sur la confusion entre la monnaie nominale et la monnaie réelle. L'émission des euros nominaux n'ajoute rien aux richesses, même nominales, des bénéficiaires. A l'état naissant, le « véhicule » est vide de tout contenu. Il est donc naïf de songer à « payer » le droit d'usage de la monnaie véhiculaire par la cession réciproque de quelque capital réel. La seule obligation des pays utilisateurs est de restituer le véhicule après qu'ils s'en seront servis.

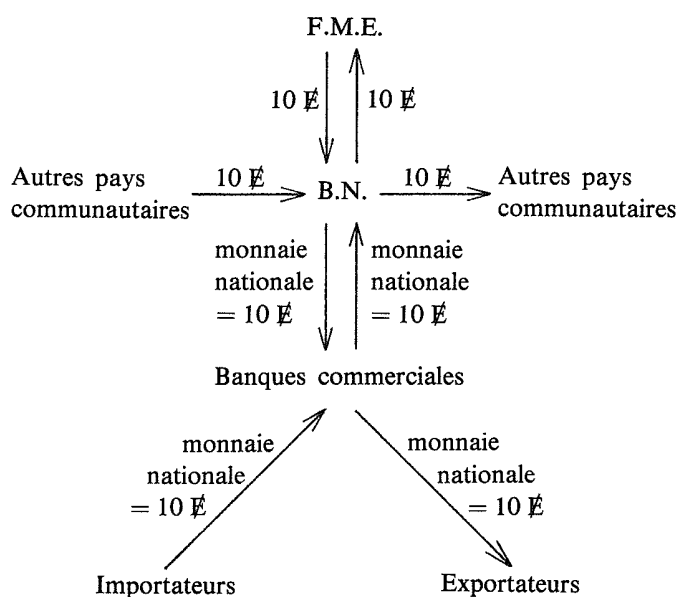
2° Comme les monnaies nominales nationales, l'euro nominal suscite des demandes sans offres et des offres sans demandes. Les pays importateurs trouvent le financement de leurs achats dans les euros nouvellement créés, alors que les pays exportateurs restituent au Fonds les euros gagnés dans leurs ventes. Ainsi, demandes et offres excédentaires se levant mutuellement, aucun achat net n'est financé par création monétaire. Tous les achats sont finalement payés par des ventes égales. L'euro nominal n'accroît pas les ressources des nations bénéficiaires ; il leur permet seulement de dépenser leurs revenus en tout pays communautaire de leur choix.

3° Le lien de l'euro nominal avec les monnaies circulant à l'intérieur des pays de la Communauté n'est pas uniquement analogique ; il est également organique. Tout titulaire d'un revenu national a la faculté de le convertir en euros nominaux pour payer ses fournisseurs dans les autres pays de la Communauté. La conversion des monnaies nationales obéit au schéma suivant, le pays A étant importateur et le pays B exportateur.



- Les importateurs sont débités dans leur propre monnaie nationale.
- La monnaie dépensée remonte des banques commerciales jusqu'au Bureau National du F.M.E.
- Le Bureau du pays importateur crédite *en euros nominaux* le Bureau du pays exportateur.
- Les euros transmis de Bureau National à Bureau National sont créés ex nihilo par le Fonds Monétaire Européen.
- Les exportateurs sont crédités dans leur propre monnaie nationale.
- La monnaie versée aux exportateurs provient des banques commerciales et, plus haut, du Bureau F.M.E. du pays exportateur.

Le circuit complet pour chaque pays implique l'égalité du flux et du reflux des euros nominaux et, conséquemment, l'équivalence des versements et des retraits de monnaie nationale auprès du Bureau du F.M.E.



Les exportateurs perçoivent un pouvoir d'achat que les euros nominaux ont apporté de l'étranger. Inversement, les importateurs exercent à l'extérieur un pouvoir d'achat national. Tel est le rôle des euros nominaux : permettre l'échange sans restriction des pouvoirs d'achat nationaux entre eux au sein de la Communauté.

2. Les euros réels

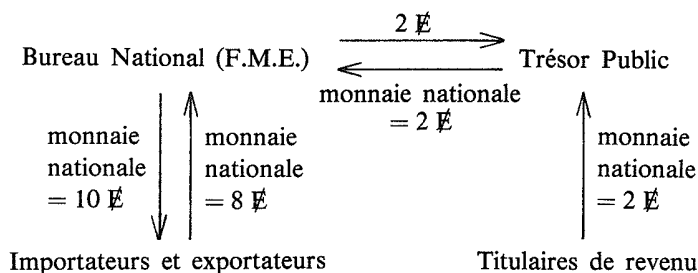
L'analogie entre la monnaie internationale et la monnaie nationale se poursuit. L'euro nominal n'apporte aucun surcroît de pouvoir d'achat aux pays emprunteurs, car, comme toute monnaie nominale, il est un actif-passif et non un actif net. Cependant, l'euro nominal peut se transformer en euro réel, dont la définition est celle de toute monnaie réelle, un actif net, une pure créance.

Examinons brièvement la formation des euros réels, leur rapport aux monnaies réelles nationales et leur définition de revenu international épargné.

1° *La formation des euros réels.* Un pays acquiert des euros réels par simple différence entre les euros nominaux qu'il perçoit et ceux qu'il dépense. Si, dans la période retenue, le pays A bénéficie d'un flux total de 10 £ et qu'il déverse 8 £

dans ses paiements extérieurs, il s'approprie 2 € réels. En effet, la définition de l'euro réel est univoque ; il s'agit de l'euro perçu en tant qu'actif net, pure créance sur le F.M.E. Les exportations excédentaires de biens, de services et de titres — et d'une façon encore plus compréhensive, les recettes nettes d'euros nominaux, quelles que soient leur origine et leur justification — constituent des euros réels. En économie internationale, la monnaie nominale se transforme en monnaie réelle dans les transactions effectuées sur le marché des produits, alors qu'en économie nationale cette transformation s'opère sur le marché des services producteurs. La distinction des cas tient au fait évident que l'économie internationale est d'échange, et non de production. Malgré l'existence des sociétés multinationales, il est tautologique que toute production est nationale. Les productions de chaque pays ajoutées les unes aux autres ne laissent aucune place à une production additionnelle, qui serait proprement internationale. C'est la raison pour laquelle l'euro réel résulte de l'écart entre les ventes et les achats extérieurs, ou plus exactement de la différence entre les paiements créanciers et les paiements débiteurs effectués en euros nominaux.

2° Les euros réels remplacent des monnaies réelles nationales de valeur égale. Les euros réels sont acquis pour l'Etat par le Trésor Public, qui prélève à cette fin une somme équivalente dans les revenus nationaux.



Le Bureau National du F.M.E. reçoit de la monnaie nationale pour une valeur totale de 10 € , 8 € de la part des importateurs et 2 € du Trésor Public. De l'autre côté, le B.N. sert aux exportateurs une somme de monnaie nationale égale à 10 € . L'égalité entre les dépenses et les recettes du Bureau National signifie l'achat par les revenus nationaux de l'excédent en euros de la balance des paiements : les titulaires de revenu perdent une somme équivalente à 2 € en corrélation avec l'accroissement net de 2 € des réserves officielles du pays. La conclusion en est que les 2 unités d'euros réels font disparaître de la monnaie réelle nationale pour une somme équivalente. En un mot, l'euro réel est un pouvoir d'achat international *par substitution à un pouvoir d'achat national*.

3° L'euro réel est une épargne constituée en monnaie internationale. Tout

pays titulaire d'euros réels peut s'en servir pour accroître son pouvoir d'achat extérieur. Dans la période ultérieure où les réserves seraient utilisées, le pays qui avait amassé des euros réels paierait aux autres membres de la Communauté des sommes d'euros en dépassement de ses recettes, nourrissant ainsi des importations excédentaires de biens, de services ou de titres.

L'euro réel se forme simultanément en revenu et en épargne, aucune frontière ne séparant le revenu en euros du revenu épargné en euros, alors que les monnaies réelles nationales n'appartiennent à l'épargne que par l'effet d'une seconde opération, intervenant après la formation des revenus. Cette différence s'explique encore par la nature spécifique de l'économie internationale, économie d'échange et non de production. Il serait contradictoire de supposer la formation de 2 euros réels sans se donner en même temps un accroissement net de 2 unités d'épargne réelle en euros. Les euros réels définissent à la fois le revenu international net et l'épargne de ce revenu, car, si le revenu international était dépensé au lieu d'être épargné, il ne serait plus net.

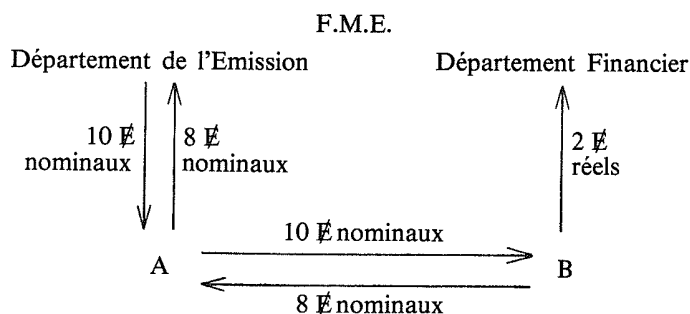
3. *Les euros nominaux dans le déséquilibre des balances de paiement : la distinction des balances nominales et des balances financières*

Si nous arrêtons la démonstration au point où nous venons d'arriver, il faudrait poser en principe que les balances de paiement peuvent être durablement déséquilibrées, puisque les euros réels sont par définition retirés du circuit des euros nominaux.

Avant d'examiner ce résultat, pour le critiquer et le renverser, précisons la définition des balances de paiement. En l'absence de l'euro, la science et les statistiques ne disposent d'aucun critère rigoureux de l'équilibre des balances. La raison en est que les paiements sont difficiles à mesurer, faute d'une unité de mesure commune et également parce que de nombreuses transactions transnationales échappent à l'observation. L'euro nominal apporte la mesure et la trace de tous les paiements. En effet, toutes les transactions intra-communautaires sont mesurées dans la même unité et, qui plus est, tous les euros de paiement sont nécessairement comptabilisés dans les Bureaux Nationaux, car ils naissent tous spontanément dans les livres du Fonds Monétaire Européen. Dans ces conditions, la définition des balances de paiement et de leur équilibre devient parfaitement claire. La balance d'un pays est équilibrée si et seulement s'il a tiré sur le F.M.E. exactement autant d'euros qu'il en a reflué dans la même semaine ou dans la même journée. S'il demeure vrai que des paiements internationaux sont « invisibles » parmi les opérations particulières, la somme des crédits et des débits en euros de chaque membre de la Communauté est toujours connue avec une exactitude mathématique.

La définition des balances étant connue, il est facile d'établir que les euros réels ne manquent pas au circuit des euros nominaux. Reprenons l'exemple de deux pays mais divisons le Fonds Monétaire Européen en deux départements.

PREMIÈRE OPÉRATION : DÉPÔT DES EUROS RÉELS



Le pays excédentaire dépose au Département Financier les euros réels qu'il vient de gagner. Et s'il ne les déposait pas ? On se représente le Trésor public préférant thésauriser les euros réels au lieu de les confier au F.M.E. Il s'ensuivrait que les euros réels seraient effectivement soustraits au circuit des euros nominaux, si bien que la balance des paiements de A resterait déficitaire. Mais dans le système d'une monnaie purement scripturale, la notion de thésaurisation est obsolète. Il est inconcevable que les euros réels soient tenus oisifs : l'épargne ne peut pas dégénérer en thésaurisation. Le pays B est créancier du F.M.E. et il ne dépend pas du créancier que son droit soit déposé au Département de l'Emission ou au Département Financier. Si le pays excédentaire omet de déposer de son plein gré les euros réservés, le F.M.E. les déposera lui-même par simple jeu d'écritures entre les deux départements.

Après dépôt des euros réels, la balance des paiements du pays B est soumise à deux critères distincts et même divergents. La clarté exige que la balance soit elle-même scindée, l'une étant déterminée en euros nominaux, et l'autre en euros réels. Cette dichotomie des balances globales était inconnue jusque-là, car l'analyse ne connaissait pas la séparation des deux monnaies, nominale et réelle.

La balance nominale est définie par la comparaison entre les entrées et les sorties d'euros nominaux. La balance des paiements nominaux — que l'on peut appeler aussi la balance des paiements monétaires ou la balance monétaire (ou nominale) des paiements — est équilibrée en B. Le dépôt des euros réels est une sortie, une dépense d'euros nominaux. Déjà vecteur des monnaies réelles nationales, l'euro nominal transporte également la monnaie réelle internationale. La règle à suivre est d'une simplicité désarmante ; il suffit de comptabiliser toutes les recettes et toutes les dépenses en euros : le pays B a une recette de 10 £ et dans le même temps sa dépense globale est de 10 £, dont 2 £ constitués en dépôt réel auprès du second département du Fonds Monétaire Européen.

La balance réelle — que l'on peut appeler encore la balance financière des paiements — est équilibrée quand l'accroissement net des euros réels est nul dans la période considérée. Le pays B a une balance financière excédentaire puisqu'il acquiert 2 £ réels dans la période. Il est certain que le dépôt du surplus n'annule pas le déséquilibre. Au contraire, le dépôt vaut prêt. L'excédent de la balance financière est prêté au Département Financier. Après dépôt de 2 £, la balance financière est toujours excédentaire pour un montant de 2 £.

*

* *

S'agissant de la formation des dépôts bancaires, la théorie de la monnaie a longtemps hésité entre l'application des deux adages bien connus : (1) les dépôts engendrent les prêts et (2) les prêts engendrent les dépôts. Devant un tel dilemme la logique doit trancher, car les propositions contraires s'excluent mutuellement, *dès lors qu'elles se rapportent au même objet*.

Le progrès de la science monétaire autorise une plus grande liberté d'esprit : les deux propositions sont conciliables, chacune ayant son objet spécifique. La monnaie étant successivement nominale et réelle, les dépôts sont soumis à deux lois contraires, selon qu'ils sont constitués en monnaie nominale ou en monnaie réelle. Or, les dépôts en monnaie nominale répondent exclusivement à l'adage « les prêts engendrent les dépôts ». Quant aux dépôts en monnaie réelle, ils appartiennent à la logique exactement inverse, car cette fois « les dépôts engendrent les prêts ».

1° *Les prêts engendrent les dépôts*. Le Département de l'Emission inscrit des dépôts à son passif, car il *doit* aux tireurs les euros émis. Dans ce département, il est inconcevable que des dépôts se trouvent du côté de l'actif, où ne figurent que les « titres au remboursement » des euros nominaux créés. Résumons encore toute la démarche suivie par le Fonds en sa fonction créatrice. Les dettes nouvellement émises sont inscrites ou « déposées » au passif du Département de l'Emission. Ces dettes sont des créances entre les mains de leurs bénéficiaires, qui s'en servent dans leurs paiements internationaux. Face aux dépôts, le Département inscrit un actif égal, qui signifie son propre droit sur les euros émis : les ayant prêtés, il les reprendra. Les dépôts du Département émetteur ont leur première origine dans le Fonds lui-même, qui les crée par « un trait de plume ». Bref, c'est le crédit accordé qui suscite les dépôts.

2° *Les dépôts engendrent les prêts*. Le Département Financier inscrit les dépôts à son *actif*. Comment en douter, puisqu'il reçoit les euros réels accumulés par les pays excédentaires ? Il faut raisonner comme pour une consigne : les objets déposés constituent un actif confié au dépositaire. Il serait absurde dans ce cas de parler de dépôts engendrés par les prêts. La vérité est diamétralement

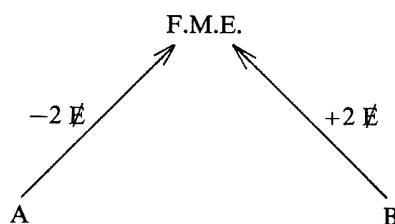
opposée, car le Département Financier ne peut prêter que les euros réels préalablement reçus. Une consigne ne peut pas davantage restituer un parapluie non déposé. Les dépôts à l'actif du Département Financier engendrent les prêts réels du Fonds, dont ils sont le seul aliment concevable. Au passif du Département figure simplement la provenance des dépôts, qui sont et restent dus aux pays excédentaires.

La balance des paiements nominaux a pour objet les dépôts inscrits au passif du Département de l'Emission, tandis que les dépôts à l'actif du second département concernent la seule balance financière des paiements. La connaissance des deux balances permet de poursuivre la démonstration de l'équilibre général des balances nominales face au déséquilibre de l'une au moins des balances financières.

*
* *

Dès l'instant où les euros réels sont déposés au Département Financier — et nous savons qu'ils le sont nécessairement —, le circuit des euros nominaux est ininterrompu. Il n'est plus concevable que le pays excédentaire ni ses partenaires demeurent en euros nominaux dans une situation créditrice ou débitrice nette face au F.M.E.

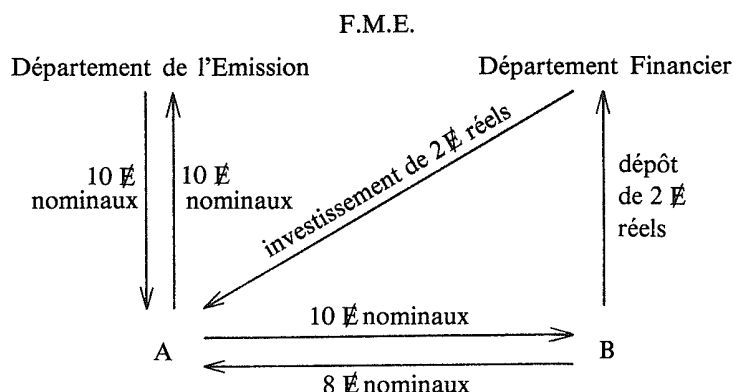
Une première solution consisterait à maintenir des déséquilibres partiels mais à les annuler entre eux.



Cette solution est illogique, car elle fait fi de deux exigences : — il n'est pas suffisant que l'équilibre se retrouve pour la somme des pays ; chaque pays doit équilibrer ses propres comptes ; — le F.M.E. n'est pas un tout indifférencié ; il se compose de deux départements autonomes.

La solution exacte accorde au second département la place exacte qui lui revient, celle d'un intermédiaire financier qui prête ce qu'il reçoit, ni plus ni moins.

DEUXIÈME OPÉRATION : PRÊT DES DÉPÔTS EN EUROS RÉELS



Le Département Financier prête les dépôts reçus. La règle est absolue. Si l'on suppose que le Département ne peut pas prêter tous les dépôts reçus parce qu'il doit en restituer une partie aux déposants, les dépôts réels sont diminués d'autant, et aucun hiatus ne surgit entre les dépôts et leurs prêts. Réciproquement, il serait miraculeux que le Département Financier prête plus que les dépôts reçus. L'équivalence des dépôts et des prêts de dépôt rétablit le circuit des euros nominaux. Le pays A trouve la monnaie nominale qui lui manquait. C'est que les euros réels investis sur les marchés financiers du pays A deviennent aussitôt des euros nominaux, exactement comme toute monnaie nationale réelle devient nominale par l'effet des achats qu'elle finance.

Ainsi se trouve établie la loi centrale de la monnaie internationale comme de toute monnaie : l'égalité nécessaire entre les flux et les reflux des espèces nominales. Cette égalité se vérifie dans la très courte période — la semaine ou même le jour si l'on veut¹ — et pour chaque pays en particulier. Si à un moment donné un pays quelconque n'était pas équilibré dans ses comptes avec le Département de l'Emission, il le serait néanmoins en conséquence d'un jeu d'écriture immédiat entre les deux départements ; d'abord débiteur du premier département, le pays ne le serait plus que du second, volens nolens.

4. La signification des balances de paiement financières

La signification des balances *nominales* est immédiate : leur équilibre donne l'assurance que toutes les dépenses transnationales sont financées par des monnaies nationales réelles. L'égalité permanente du flux et du reflux des euros nominaux vérifiée en chaque Bureau National du F.M.E. maintient le pouvoir d'achat extérieur de tout pays européen dans les limites exactes de ses propres gains

¹ Cf. mon livre *Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale*, Castella, 1975.

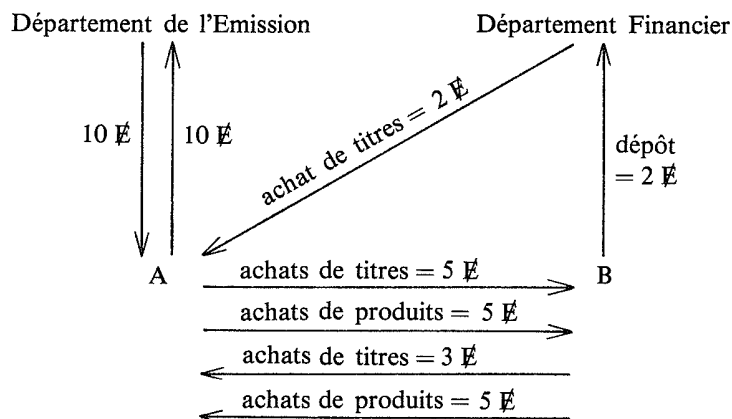
internationaux, interdisant ainsi l'exercice de toute demande inflationniste dans les relations intra-communautaires.

Les balances financières ont un sens à la fois moins apparent et plus équivoque. On peut les analyser autour de deux thèmes, (1) l'équilibre des balances financières ne correspond à aucune solution optimale, (2) il n'existe aucune corrélation logique entre les balances financières des différents pays, car la somme des positions débitrices n'est pas nécessairement égale à la somme des positions créditrices.

1° L'égalité du flux et du reflux des euros nominaux est le critère d'un équilibre économique très important, car elle évite toute déflation et toute inflation d'origine internationale. L'accroissement net des dépôts en euros réels n'est au contraire le signe d'aucune anomalie ni d'aucun désordre. La raison en est double.

— Le pays B ajoute 2 ₣ réels à ses réserves. Ce déséquilibre de la balance financière se résout en une épargne de monnaie internationale. Les mercantilistes préconisent les excédents financiers. Mais tout économiste est favorable à l'épargne, pourvu qu'elle ne se perde pas dans les thésaurisations. Précisément, les euros réels ne brisent pas le circuit des euros nominaux. L'épargne du pays B se transforme en investissements. Dans ces conditions, ni les créanciers ni les débiteurs ne sont lésés. Les prêteurs acquièrent un capital portant intérêt et assorti de la garantie-euro, et les emprunteurs jouissent dès à présent d'une fraction de leurs revenus futurs. Pas plus que dans les économies internes l'épargne n'est nuisible dans l'espace communautaire.

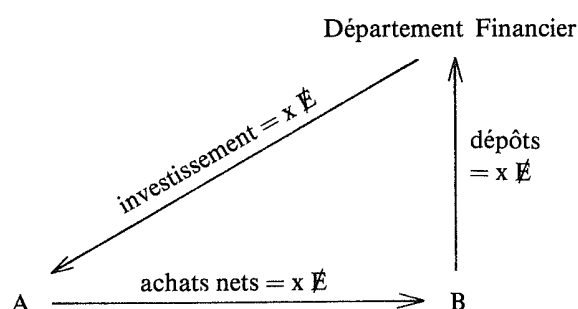
— Mais si quelque argument pouvait être opposé aux transferts internationaux de capitaux financiers, il n'atteindrait pas les accumulations nettes d'euros réels. En effet, un pays dont la balance financière est excédentaire peut néanmoins être un *emprunteur* net de capitaux financiers. A fortiori, un pays excédentaire peut fort bien équilibrer ses exportations et ses importations de capitaux financiers.



Le pays B accroissant ses réserves de 2 £, sa balance financière enregistre un surplus de ce montant. Il n'empêche que ce pays exporte et importe des capitaux financiers pour une valeur égale. Il exporte 2 £ (accroissement des réserves officielles) + 3 £ (achats de titres étrangers par ses résidents); il importe 5 £ (vente de titres à des résidents étrangers). En définitive, le déséquilibre de la balance financière s'inscrit dans l'équilibre général des mouvements de capitaux.

La conclusion en est que la position de la balance financière ne donne pas une information univoque sur la direction du mouvement net des capitaux.

2° Supposons que la Communauté comprenne deux pays seulement, A et B. L'excédent de la balance financière du pays A détermine-t-il nécessairement un déficit simultané de la balance financière du pays B ? La réponse affirmative est généralement désignée dans la littérature par la « redondance ». Dire que B est excédentaire signifierait tautologiquement que A est déficitaire. L'institution de l'euro infirme la tautologie, qui n'est valide que dans un monde privé de monnaie internationale au sens rigoureux.



Les investissements du Département Financier appartiennent à trois classes possibles :

- achats de titres non étatiques ;
- achats de titres étatiques libellés en monnaie nationale A ;
- achats de titres étatiques libellés en euros.

Dans le premier cas, l'Etat n'est pas endetté, car ce n'est pas lui qui a vendu les titres au Département Financier. Le second cas est plus difficile. Il est exact, cette fois, que l'Etat est endetté. Mais sa dette est intérieure. Tout se passe comme si l'Etat avait vendu ses propres titres sur les marchés financiers du pays A, rachetant ainsi la contrepartie en monnaie nationale des euros investis par le Département Financier dans l'économie du pays. Seul le troisième cas vérifie la redondance, qui n'est donc pas logiquement nécessaire. Les investissements du Fonds Monétaire Européen réussissent parfaitement la conciliation de l'excédent du pays B et de l'équilibre simultané de la balance financière de A.

Le rejet décisif de la fausse redondance est pleinement acquis dans la résolution du problème suivant. *Démontrer l'accroissement net des réserves officielles de tous les pays simultanément.* La solution semble impossible. En réalité, elle est aisée. Il suffit de permuter A et B. Dans une première semaine, l'excédent de B est positif. Comme ce surplus est investi dans des titres libellés en monnaie A, la balance financière du pays A est équilibrée. La seconde semaine, l'excédent de A est positif face à l'équilibre de la balance financière de B. Dans la même période de deux semaines, tous les pays ont ainsi accru leurs réserves officielles déposées au Département Financier du F.M.E.

Il se confirme donc, sur un nouveau terrain, que la considération de la balance financière des paiements n'apporte que peu de renseignements fondamentaux. Seule la balance de tous les mouvements de capitaux, étatiques *et* privés, est réellement significative. Nous retrouverons cette conclusion.

5. Les réserves en euro-titres

Certaines théories monétaires donnent encore aujourd'hui un étrange enseignement : les épargnes nominales déposées à vue dans le système bancaire dédoublent la monnaie, car le déposant conserve entre ses mains les espèces qu'il a déposées. Cette duplication est apparemment logique, car la monnaie est par définition même un dépôt en banque. Quand ce dépôt est à vue, il semblerait totalement injustifié de l'exclure de la classe des monnaies.

La théorie moderne renonce au miracle de l'ubiquité de la monnaie. Le déposant d'un parapluie n'a plus qu'un titre au parapluie déposé, celui-ci étant en consignation. La monnaie n'échappe pas à la règle. Le déposant d'une épargne monétaire ne détient plus la monnaie déposée, mais seulement un titre à son dépôt. Si le dépôt est à vue, le titre pourra être échangé à tout moment contre l'épargne. Mais la présence de l'épargne nominale simultanément en banque et entre les mains de l'épargnant n'est jamais vérifiée. La définition de la monnaie de crédit ne peut être donnée avec une exactitude scientifique qu'après division des banques en deux départements autonomes.

La monnaie européenne est un droit de créance sur le Département de l'Emission du F.M.E. La classe des euros comprend deux « sous-classes », l'euro nominal et l'euro réel. Un pays quelconque peut ne disposer dans une période donnée que du même montant en euros créditeurs et en euros débiteurs. Dans ce cas, tous ses euros sont nominaux. Un autre pays détient plus d'euros nominaux qu'il n'en doit ; il possède donc un droit de créance net sur le Département de l'Emission : comme les euros nominaux, les euros réels sont d'abord inscrits au passif du premier département du Fonds Monétaire Européen.

Les dépôts au Département Financier du F.M.E. retirent la monnaie européenne du patrimoine des déposants. Il importe peu que le dépôt des euros réels soit à terme ou à vue ; dans tous les cas, il est logiquement nécessaire de

conclure que les euros réels déposés ont disparu d'entre les mains des déposants, qui disposent, non d'une monnaie, mais du droit ou du *titre* à la monnaie déposée.

Les deux questions principales qui se posent au sujet des réserves officielles concernent (1°) leur utilité et (2°) leur rémunération.

1° *L'utilité des réserves officielles*. Elle est double, car les réserves constituent un volant pour amortir les à-coups qui se produisent dans le commerce extérieur de chaque pays. En outre, les réserves officielles sont l'une des deux formes possibles de l'exportation nette de capitaux financiers.

— *Les réserves fluctuantes*. Elles remplacent avantageusement les *fluctuations du change*. Suivons l'exemple de la division du monde en deux pays, A et B. Supposons que le change entre les deux monnaies A et B soit fixe. Il serait indispensable de prévoir des marges de fluctuation si le Fonds Monétaire ne comprenait pas deux départements, car l'égalité du flux et du reflux des euros nominaux est une nécessité irréfragable pour chaque Bureau National du F.M.E. A chaque variation brusque de la demande relativement à l'offre d'euros nominaux, il faudrait ajuster le taux de change absolu de chacune des monnaies, à la baisse ou à la hausse selon le cas. Cette méthode « au jour le jour » est grossière et préjudiciable au déroulement linéaire des mouvements commerciaux. L'interaction entre les deux départements du F.M.E. offre une solution plus intelligente. Il suffit d'appliquer aux réserves fluctuantes — et à elles seules, par opposition aux réserves permanentes — le principe théorique bien connu de la *redondance*. Si A connaît des difficultés purement momentanées dans ses paiements internationaux, c'est que B enregistre simultanément des surplus de même valeur et ayant le même caractère éphémère. Pour que l'équilibre soit général, il suffit alors de prêter au pays déficitaire le surplus de ses partenaires : dans l'exemple, les pays A et B disposent tour à tour des surplus de leur partenaire. Montrons les jeux d'écriture entre les deux départements.

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

1.	t_0	emprunt de A	10	dépôt de A	10
2.	t_1	emprunt de A	10	dépôt de B	10
3.	t_2	emprunt de A	10	dépôt de A	9
				dépôt de B	1
4.	t_2	emprunt de A	1	dépôt de B	1

En t_0 le pays A tire 10 £ sur le Département de l'Emission du F.M.E. ; en t_1 il paie 10 £ à ses fournisseurs en B. Les postes 1 et 2 devraient être confondus. Si nous séparons les temps t_0 et t_1 , c'est pour distinguer en chronologie ce qui est distinct en logique. En toute rigueur, il faut alors considérer l'opération en t_0

comme une simple « ligne de crédit », car les euros nouvellement émis ne sont détenus ni par le pays A ni par ses résidents.

Le pays B ne dépense pas toute sa recette en euros ; ainsi, en t_2 , A ne retrouve que 9 € ; il reste donc redevable d'un euro au Département de l'Emission, tandis que le pays B détient la créance correspondante. Au poste 4, la monnaie émise a disparu à concurrence de 9 unités sur 10 ; or, selon la règle, elle doit disparaître totalement et sans délai. C'est ici qu'intervient le Département Financier du F.M.E., qui prend en charge le dépôt de B.

DÉPARTEMENT FINANCIER

5.	t_2	encaisse	1	dépôt de B	1
6.	t_2	encaisse	-1		
		emprunt de A	+1	dépôt de B	1

Au poste 6, l'encaisse du Département Financier est annulée. L'explication en est simple : le second département prend la relève du premier. Ainsi toute la monnaie nouvellement créée en t_0 disparaît en t_2 . Les seules écritures non compensées figurent au Département Financier, où le dépôt du pays B fait face à l'emprunt du pays A, le prêt étant l'emploi du dépôt. On notera que la dette du pays A passe *automatiquement* du premier au second département, en vertu de la définition des euros nominaux, qui sont des flux-reflux. Dès que le reflux est insuffisant, il est complété, car la différence nette cesse d'être une créance du Département de l'Emission pour devenir une créance du Département Financier.

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

7.	t_2	emprunt de A	1	dépôt de B	-1
				dépôt de A	+1
8.	t_2	emprunt de A	0	dépôt de A	0

Grâce aux jeux d'écritures entre les deux départements, les surplus et les déficits temporaires sont corrigés sans aucune fluctuation des taux de change. Cette solution s'impose avec d'autant plus de force qu'elle est appliquée dans toutes les économies nationales, où les « taux de change » entre les monnaies émises par les différentes banques sont nécessairement fixes. Le marché financier amortit les irrégularités du marché monétaire.

— *Les réserves permanentes.* Dans le nouveau régime de l'émission d'une monnaie nominale de rang international, la condition nécessaire et suffisante de l'exportation nette de capitaux financiers est l'exportation nette de biens et de ser-

vices produits. Les déséquilibres financiers sont rigoureusement égaux aux déséquilibres commerciaux. Cette équivalence est imposée par l'égalité du flux et du reflux des euros nominaux. Sous le « régime » précédent, c'est-à-dire en l'absence d'une vraie monnaie internationale, l'égalité des deux positions nettes n'est pas logiquement nécessaire. Elle n'était vérifiée que dans le cas fortuit où les excédents commerciaux étaient exactement compensés par des importations privées de titres d'emprunt étrangers. Dès lors que l'excédent commercial coexistait avec un excédent de la balance des paiements globale, les mouvements nets de capitaux financiers restaient inférieurs aux excédents de la balance commerciale. Cette conclusion mérite d'être développée, d'autant plus qu'elle décrit la situation actuelle où les Etats-Unis ne paient pas la totalité de leurs achats extérieurs de biens, de services et de titres. Donnons aux lettres la signification suivante, A pour l'Amérique et B pour le reste du monde. Supposons que A soit dans la situation d'un acheteur net *permanent*.

$$A \xrightarrow{\text{achats : } + 90 \times 10^9 \$} B$$

Le chiffre de 90 milliards¹ de dollars représente le déficit accumulé de la balance des paiements américaine. Il est analytiquement impossible de ventiler ce déficit entre les achats de titres, de services et de produits. Toute explication partielle est sans fondement, et la seule formulation acceptable est de dire que *l'ensemble* des achats américains est excédentaire. La question essentielle est de savoir si ces 90 milliards sont assimilables au paiement de B. La réponse absolument certaine est que cette assimilation serait logiquement fautive ; les 90 milliards de dollars ne représentent pas un paiement, mais un endettement : à concurrence de son déficit, A ne paie pas, mais s'endette. Aucun débiteur ne reste endetté après paiement de son créancier. Si les Etats-Unis conservent et accroissent leur dette extérieure, c'est qu'ils n'ont pas (encore) payé. Les 90 milliards de dollars émis dans le reste du monde par le déficit américain sont un paiement promis, et non un paiement effectué. Il en résulte que l'analyse habituelle est gravement erronée lorsqu'elle prétend que les pays B ont prêté aux Etats-Unis du capital financier à court terme d'un montant de 90 milliards de dollars. La première inexactitude est manifeste, car le court terme est largement dépassé. Si l'on parle de court terme, c'est en raison de la définition même des 90 milliards de dollars qui sont émis comme une monnaie : or, toute monnaie est un droit de créance à court terme et même, en théorie rigoureuse, immédiatement exigible. C'est ainsi que l'on arrive à l'erreur principale.

Décomposons-la en deux propositions ; (a) B reçoit les 90 milliards de dollars

¹ Ce chiffre est une simple illustration.

comme un paiement ; (b) B dépose ces 90 milliards de dollars dans le système bancaire américain. Comme les dépôts de revenus monétaires sont des prêts accordés aux banques et, par leur intermédiaire, à l'industrie et au commerce, le reste du monde a bien prêté aux Etats-Unis la somme cumulative de 90 milliards de dollars.

Les deux propositions sont totalement fausses

(a) L'infirmer la plus directe de la première proposition s'appuie sur une règle très claire : aucun sujet ne peut payer ses créanciers en leur envoyant son propre endettement. Dans une économie nationale, les entreprises paient leurs achats de toutes sortes en versant à leurs fournisseurs les dettes créées par le système bancaire. L'endettement des banques constitue le paiement définitif des créanciers. Il serait donc contraire aux faits de prétendre que le versement des dettes bancaires ne libère pas les débiteurs. Les fournisseurs sont parfaitement payés dès lors qu'ils acquièrent sur le système bancaire des créances égales à leurs droits. Or, ne suffit-il pas de prolonger le raisonnement pour établir que les 90 milliards de dollars constituent bien le paiement de B ? En effet, les créanciers résidant dans les pays B perçoivent le montant des déficits américains sous la forme d'une créance sur le système bancaire des Etats-Unis. A l'intérieur des frontières américaines, les créanciers sont tous payés en dollars, autrement dit en droits de créance sur les banques commerciales et sur la « Federal Reserve ». Ce qui est bon pour les résidents ne l'est-il pas également pour les fournisseurs étrangers ? Les résidents américains paient toutes leurs dettes en dollars, que ces dettes soient intérieures ou extérieures. Et, si ces paiements satisfont les créanciers américains, les créanciers étrangers seraient mal venus d'exiger paiement sous une autre forme, car les dollars sont partout des dollars. Cette argumentation est sérieusement biaisée. A l'intérieur des Etats-Unis, les débiteurs ne se libèrent jamais en versant leurs propres dettes. La dualité des sujets est une règle absolue : le débiteur est quitte précisément parce qu'il envoie des dettes *bancaires*, car, s'il expédiait sa propre dette, il est évident qu'elle serait confirmée, et non pas éteinte. A présent, une seule réflexion, d'ailleurs immédiate, nous sépare de la solution juste. Aux mains des non-résidents, les dollars américains définissent une dette des Etats-Unis. Pour qu'un ensemble soit endetté, il n'est pas nécessaire qu'il le soit en chacune de ses parties, il suffit que la dette soit émise par une partie quelconque de cet ensemble au profit d'une partie quelconque d'un autre ensemble. La dette extérieure du système bancaire américain est un endettement de la « Maison Amérique » à l'égard du reste du monde. Les 90 milliards de dollars représentent donc l'endettement du débiteur, et non celui d'un autre sujet. Comme personne ne peut payer à l'aide de sa propre dette, les 90 milliards de dollars n'éteignent pas, mais au contraire définissent l'endettement extérieur des Etats-Unis. Aucun pays de la Communauté fermée, dans laquelle nous incluons

fictivement les Etats-Unis afin de conférer plus de force didactique à la démonstration, ne peut payer ses importations (nettes) en sa propre monnaie.

(b) La deuxième proposition tombe en même temps que la première. S'il est logiquement possible d'épargner et de déposer en banque une somme de monnaie reçue en paiement, il serait absurde de parler de l'épargne et du dépôt d'une simple promesse de paiement, c'est-à-dire d'un paiement attendu, non encore effectué. Les dettes de la « Maison Amérique » ne sont pas déposées dans les banques américaines comme on dépose un parapluie en consigne. En réalité, ces dettes sont simplement inscrites dans les banques américaines, où il serait totalement illogique de les considérer comme une épargne de B. Le reste du monde ne prête pas les 90 milliards de dollars aux Etats-Unis, car il ne les a pas reçus sous la forme d'un paiement, mais sous la forme d'un droit de recouvrement : il n'a donc pas pu les épargner ni les prêter. La créance de B sur A signifie, non le dépôt d'une épargne, mais le paiement sans cesse différé des droits de B.

*
* *

La petite découverte que nous venons de faire — qui s'énonce ainsi : les excédents des balances financières ne sont pas payés — doit être inscrite dans la totalité de son domaine d'application. Essayons d'établir qu'elle est valide dans toute Communauté privée de monnaie supra-nationale.

Le non-paiement des excédents découle de la règle selon laquelle la promesse de payer ne vaut pas paiement. S'il est exact que les paiements sont réalisés en monnaie et que la monnaie est une dette bancaire, les débiteurs sont libérés parce qu'ils envoient la dette des banques et non leur propre dette.

En l'absence d'une monnaie internationale, les excédents d'un pays B peuvent être « payés » en or, en devises, ou en Droits de Tirage Spéciaux. Dans tous les cas, la règle du non-paiement des excédents est confirmée.

a) Paiement des excédents en or. Dans ce cas, l'excédent disparaît après importation de l'or¹.

b) Paiement des excédents en devises. Si le pays déficitaire paie en sa propre monnaie, la règle du non-paiement des excédents s'applique directement. Mais supposons qu'il envoie la monnaie d'un autre pays. Il faut alors de deux choses l'une : — ou la monnaie étrangère est obtenue par des ventes d'objets économiques équivalents, et l'excédent est reporté sur un autre pays ; — ou bien la monnaie étrangère est le produit d'une opération de « swap » ; il en résulte alors que le pays qui prête sa monnaie prend temporairement en charge le déficit du pays emprunteur ; la règle du non-paiement intervient aussitôt, car la « générosité » du pays prêteur est purement fictive, étant donné qu'il paie avec sa propre dette.

¹ On suppose ici que ce sont les particuliers qui achètent de l'or.

c) Paiement des excédents en D.T.S. En réalité, les D.T.S. ne sont que des moyens d'obtenir des devises nationales. On revient ainsi au cas précédent (b).

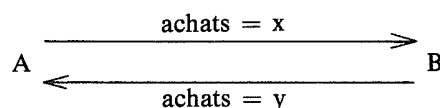
*
* *

Quand un pays paie (ses excédents) en sa propre monnaie, peut-on affirmer que tel acheteur soit avantagé ou tel vendeur lésé? La réponse est bien sûr négative, car aucun acheteur particulier n'est à la marge de l'équilibre, seule la somme de tous les achats indifférenciés étant excédentaire. Pareillement, aucun vendeur ne peut être désigné comme étant la « victime » du non-paiement des excédents : même l'ensemble des vendeurs échappe à tout dommage, le $n^{\text{ième}}$ étant payé à l'instar du premier, puisqu'il est impossible de tracer une ligne de démarcation entre les ventes selon qu'elles se situent à l'intérieur ou à l'extérieur de l'équilibre.

Certains économistes ont tiré argument du double fait que tout acheteur paie et que tout vendeur est payé pour contester la règle du non-paiement des excédents dans un régime privé de monnaie internationale. L'objection est caduque en ce qu'elle utilise des observations microéconomiques en vue d'infirmer un résultat d'ordre macroéconomique. Il n'empêche que, même en macroéconomie, le déséquilibre est soumis à preuve. Si les excédents des balances financières ne créaient aucun écart entre l'Offre et la Demande, on ne pourrait pas maintenir qu'ils doivent rester impayés. Or, le pays déficitaire n'émet que ses propres dettes : il ne perd donc aucun pouvoir d'achat corrélativement à ses acquisitions excédentaires. Si les importateurs de biens, de services et de titres dépensent une monnaie réelle égale à la totalité de leurs achats, la fraction de cette somme correspondant au déficit de la balance des paiements du pays *reste déposée dans son système bancaire*, qui en dispose pour ses prêts. Il s'ensuit que le pays déficitaire conserve l'intégralité de son pouvoir d'achat en sa propre monnaie. Aucun écart déflationniste ne peut ainsi être constaté dans l'économie du pays en déficit. Nous tenons la preuve voulue. N'étant pas financés par une monnaie réelle, les achats excédentaires créent nécessairement un écart inflationniste dans le pays créditeur. L'analyse rigoureuse conclut ainsi que les exportateurs de biens, de services et de titres du pays dont la balance financière est positive trouvent leur paiement dans deux sources distinctes : à l'intérieur de l'équilibre, les exportateurs sont payés par l'équivalent des importations ; mais à l'extérieur de l'équilibre, les exportations ne sont payées que par l'inflation, c'est-à-dire par un prélèvement sournois sur l'ensemble des monnaies réelles du pays¹.

Soit x et y les achats de tout objet économique quelconque, du pays A et du pays B respectivement, $A + B$ étant la définition de la Communauté fermée, qui est par hypothèse privée de toute monnaie supra-nationale.

¹ Cette conséquence est générale, que l'Etat déficitaire paie en or, en devises ou en D.T.S.



Toute différence positive ou négative entre y et x (mesurés en l'une des deux monnaies nationales) définit des achats impayés.

A présent, décontractons les achats en deux catégories, $x = x' + x''$ et $y = y' + y''$.

	Achats de biens et de services	Achats de titres
Pays A	x'	x''
Pays B	y'	y''

Problème. Quel est le montant des mouvements de capitaux financiers entre A et B ?

La solution est immédiate : les mouvements de capitaux sont mesurés par x'' et y'' . Le pays A exporte des capitaux financiers nets pour une valeur de $x'' - y''$. D'un autre côté, ses exportations nettes de biens et de services se montent à $y' - x'$. Dès lors, trois possibilités sont offertes.

$$y' - x' \leq x'' - y''$$

La différence $(y' - x') - (x'' - y'')$ mesure l'excédent positif, nul, ou négatif, de la balance des paiements financière du pays A. Le système dans lequel nous raisonnons — privé de monnaie à statut international — implique la « redondance », tout excédent de la balance financière de l'un des deux pays étant un déficit de la balance financière de l'autre. *Il apparaît clairement que seul l'équilibre $y' - x' = x'' - y''$ est une solution saine, car tout déséquilibre signifie que le pays excédentaire recueille des titres d'emprunt étrangers d'une valeur inférieure à ses exportations nettes de biens et de services produits.*

Dès que nous introduisons l'euro, la solution change radicalement, car désormais il faut ajouter des mouvements de capitaux financiers « ex post », intervenant après la détermination de la balance financière.

Soit le nouveau calcul des mouvements de capitaux financiers. Pour A, on trouve.

$$\begin{array}{ll}
 \text{ex ante :} & x'' - y'' \\
 \text{ex post :} & (y' - x') - (x'' - y'') \\
 \text{somme :} & y' - x'
 \end{array}$$

Comme sous l'ancien régime, la différence $(y' - x') - (x'' - y'')$ mesure l'excédent positif, nul ou négatif de la balance financière du pays A. *Mais dans le système des paiements en euros, le pays (Etat + résidents) dont la balance financière est excédentaire gagne en titres d'emprunt étrangers la valeur exacte de ses exportations nettes de biens et de services produits.*

Dès lors, il n'y a plus aucune raison d'imposer l'équilibre des balances de paiement globales, car les déséquilibres commerciaux se traduisent en un déséquilibre égal des mouvements de capitaux financiers, en particulier pour $(y' - x') > (x'' - y'')$, c'est-à-dire même lorsque les résidents du pays achètent des titres étrangers pour une valeur inférieure à l'excédent de leur balance commerciale : *l'accroissement des réserves officielles répare le déficit.*

Pour clore cette comparaison entre les deux régimes, on dira simplement qu'en l'absence de l'euro les surplus des balances financières demeurent impayés, ce qui met ces surplus au rang des anomalies graves, responsables de l'inflation généralisée, tandis que l'euro impose la loi du paiement intégral de tous les excédents des balances de paiement financières ; ainsi l'anomalie disparaît et le jugement se renverse : *il est souhaitable que la balance financière des pays relativement plus riches enregistre des surplus permanents.*

Nous venons de mettre au jour l'intérêt des réserves officielles permanentes. Elles permettent au pays qui les accumule d'accroître ses exportations nettes de capitaux financiers. Comme nous l'avons remarqué déjà, ces exportations ne se produisent que sous deux formes possibles : — les résidents achètent plus de titres d'emprunt étrangers qu'ils ne vendent de titres domestiques à l'extérieur ; — la balance financière des paiements globaux est positive. Le second cas est très proche du premier, l'Etat n'étant qu'un écran, car les bailleurs de fonds s'identifient toujours aux résidents, titulaires de toute la monnaie réelle. Le lecteur ne devrait avoir aucune difficulté à admettre l'utilité, pour le pays créancier, de l'exportation nette de capitaux financiers. L'avantage en est comparable à celui qui est retiré, dans une économie nationale, par tout épargnant. L'acquisition d'un capital en titres est un placement d'autant plus judicieux que le principal et l'intérêt sont assurés. Précisément, les placements en euro-titres, qui constituent la forme définitive de toutes les réserves officielles, bénéficient de la garantie de change propre à l'euro. D'un autre côté, ces placements produisent un intérêt.

2° *La rémunération des réserves officielles.* Les principes sont ici d'une extrême simplicité. Les dépôts au Département Financier sont rémunérés. Il n'est pas logiquement nécessaire pour autant que le Département Financier exige de son côté un intérêt positif sur ses propres placements. S'il ne le fait pas, ses ressources investissables seront diminuées d'autant. Enfin, le Département de l'Emission devrait émettre à un taux d'intérêt nul, bien que des taux positifs soient parfaitement concevables malgré l'égalité nécessaire du flux et du reflux des euros nominaux.

6. Les taux de change entre l'euro et les monnaies européennes

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat bénéficie d'un regain d'intérêt, car il semble judicieux de fixer les taux de change entre l'euro et les monnaies européennes de telle sorte que chaque pays-membre importe des biens et des services pour une valeur égale à celle de ses exportations : le pouvoir d'achat exercé à l'extérieur est alors exactement compensé par le pouvoir d'achat d'origine étrangère. Pour mesurer la parité des pouvoirs d'achat il faut évidemment exclure l'acquisition des titres, ces acquisitions étant en fait des prêts, c'est-à-dire des achats différés et non des achats actuels.

Fondée sur l'égalité du flux et du reflux des euros nominaux sur les marchés de biens et de services, la nouvelle théorie de la parité des pouvoirs d'achat s'oppose à la théorie classique, qui renversait la causalité. On pensait — et parfois on pense encore — que deux sommes de monnaie x_A et y_B ont des pouvoirs d'achat égaux en cela qu'elles permettent d'acquérir dans leur pays respectif des biens identiques : x_A et y_B donnent accès à des produits de quantité et de qualité égales.

Ce critère est très décevant. La première raison en est que les monnaies A et B ont des champs d'action excédant de beaucoup le domaine des échanges internationaux. Pourquoi exiger que les deux monnaies soient partout égales puisqu'elles ne doivent l'être que dans un domaine délimité ? Mais la théorie classique des parités de pouvoir d'achat souffre d'un vice vraiment fondamental, dont on trouve des manifestations dans toutes les parties de la science macroéconomique : elle mesure la valeur à l'aide des produits physiques, alors que la méthode exige que l'on mesure au contraire les produits à l'aide de la valeur, seul principe de l'homogénéité des biens économiques.

Soit un petit exercice de logique formelle. Examinons la proposition suivante. La somme x_A est équivalente à la somme y_B . Quelles sont les raisons exactes permettant de confirmer ou d'infirmer cette proposition ?

1. Le premier essai de réponse est naïf. On cherche à démontrer que la somme x_A dépensée en A procure la même collection de biens que la somme y_B dépensée en B. Cette démonstration est rigoureusement impossible, car les sommes x_A et y_B offrent un pouvoir d'option illimité sur toute la production de chaque pays.

2. On songe alors à recourir au « niveau général des prix ». Mais, précisément, ce niveau n'est pas définissable en termes de biens physiques. A moins de disposer d'un étalon précis, donc d'une définition de la valeur, il est impossible d'établir autre chose qu'un indice fondé sur une population de prix monétaires, choisis avec plus ou moins d'arbitraire, sans que l'« erreur » soit mesurable et sans aucune certitude sur le caractère commensurable de ces prix.

3. Supposons que la difficulté du point précédent soit surmontée et que l'on connaisse le pouvoir d'achat exact de la monnaie A en A et de la monnaie B en

B. Un nouvel obstacle surgit : tous les biens de l'économie A sont étalonnés en monnaie A, tous les biens de l'économie B le sont en monnaie B. Dès lors il est possible de comparer les pouvoirs d'achat dont disposent deux titulaires de revenu, T_1 et T_2 , pourvu que l'on connaisse encore (a) les sommes de monnaie A dépensées par T_1 et par T_2 pour chaque espèce de biens achetés ; (b) les prix monétaires de tous ces biens ; (c) la valeur macroéconomique de ces biens. Les pouvoirs d'achat de deux revenus y_B et y'_B sont pareillement comparables. Il est donc sensé de parler de parité éventuelle $x_A = x'_A$ ou $y_B = y'_B$. *Mais le rapprochement de x_A et de y_B est totalement sans signification.* Si la monnaie A « homogénéise » les produits physiques de l'économie A, et s'il est vrai parallèlement que les biens de l'économie B sont rendus homogènes entre eux par la loi de l'intégration de la monnaie B, aucune règle ne rend les deux monnaies commensurables entre elles.

4. Pour varier un peu les erreurs possibles, on peut commettre ici une pétition de principe. Dès que sur le marché des changes x unités de monnaie A sont données pour y unités de monnaie B, on tient une preuve inductive de l'équivalence $x_A \equiv y_B$. La théorie de la valeur est riche en pièges de toutes sortes. Parfois on cherche dans l'équivalence de deux termes la valeur en chacun des termes, alors qu'elle se trouve seulement dans leur rapport. Mais ici l'erreur est inverse : on conclut trop rapidement à l'équivalence, alors qu'on ne dispose d'aucun moyen de mesurer x_A et y_B dans une unité commune.

5. La solution n'est-elle pas dans la définition d'une unité de compte que l'on conviendrait de prendre pour référence de toutes les monnaies nationales ? Pourquoi ne pas choisir l'or à cet effet ? Pour être plus subtile, l'erreur n'en est pas moins totale. On cède encore à la tentation de mesurer des monnaies par les biens physiques (l'or ou des collections de marchandises), oubliant ainsi qu'on ne peut mesurer les biens physiques que par la monnaie.

6. L'unité de mesure commune aux monnaies nationales ne peut être qu'une monnaie internationale comme l'euro. Il est vrai que l'euro existe en tant qu'unité de compte avant même qu'il soit une monnaie de paiement. Mais il ne s'ensuit pas qu'une unité de compte soit suffisante pour mesurer les monnaies nationales ; encore faut-il que cette unité de compte *soit une monnaie*.

7. La solution exacte est dans la comparaison des taux de change « absolus » des monnaies A et B. L'équivalence $x_A = y_B$ est vérifiée si et seulement si x unités de monnaie A et y unités de monnaie B s'échangent simultanément pour le même nombre d'euros.

8. Une dernière erreur pourrait s'ajouter en appendice. Supposons que les pays A et B s'étendent au monde entier. L'égalité entre x_A et y_B ne signifie pas que les achats extérieurs des deux pays soient égaux. Si les résidents de A achètent plus de biens et de services qu'ils n'en vendent en B, le taux de change n'est pas conforme à la parité des pouvoirs d'achat. N'en découle-t-il pas que x_A n'est pas *vraiment* équivalent à y_B ? On se rappelle les taux de change « naturels ». En

réalité, que les taux de change soient constants ou flexibles, déterminés sur les marchés libres ou par décision autoritaire, les taux instantanés, quels qu'ils soient, définissent l'équivalence instantanée des monnaies, sans qu'il soit pertinent de se demander si ces taux assurent bien l'équilibre des balances commerciales.

9. Le redressement de l'erreur du paragraphe précédent aboutit à la conception claire de la parité des pouvoirs d'achat.

Conception classique. L'équivalence des pouvoirs d'achat définit le taux de change scientifiquement exact. Tout écart par rapport à cette norme est déséquilibrant.

Conception moderne. Il n'est pas sensé de parler de l'équivalence des pouvoirs d'achat avant de connaître le taux de change. Ainsi, il n'existe pas de taux de change scientifiquement exact. Mais il reste vrai que le taux de change peut être fixé à un niveau tel que les balances commerciales soient équilibrées. Même à cet égard, l'enseignement classique est rejeté sur trois points décisifs. — L'équivalence des monnaies est indépendante de la parité des pouvoirs d'achat. — Les taux de change n'assurant pas l'équilibre des balances commerciales sont tout aussi « naturels » que les autres ; ils ne sont pas déséquilibrants puisqu'ils sont compatibles avec l'équilibre des balances de paiement nominales. — L'équivalence de deux monnaies nationales suppose leur définition commune en une troisième monnaie, d'un degré supérieur. Il est en effet impossible que l'étalon soit pris dans la famille des biens étalonnés. Seul l'euro mesure les monnaies nationales.

L'analyse positive rejette toute idée de taux de change naturels, en particulier entre les monnaies européennes et l'euro. Quelques notions simples et importantes doivent néanmoins guider le politique.

1. Au jour de l'institution de l'euro, les taux de change pourraient être établis au niveau dicté par l'expérience antérieure, qui conduirait à l'équilibre approximatif des balances commerciales de tous les pays-membres.

2. Il est hautement souhaitable, qu'après une période de tâtonnements, ces taux de change soient maintenus absolument fixes.

3. A l'intérieur d'un pays, les taux de change sont absolument fixes entre les monnaies émises dans les différentes provinces. La Communauté européenne ne disposera de sa monnaie unique que si les taux de change de l'euro en monnaies européennes sont parfaitement constants.

4. La nullité des marges de fluctuation garantit la fixité des parités dans l'espace, car aucune monnaie ne peut s'écarter du pair ; en plus, il faut garantir la fixité des parités dans le temps : les taux de change « absolus » sont irrévocables. L'euro, monnaie de compte et de paiement, serait ainsi une excellente unité de compte même dans les transactions où il n'intervient pas en tant qu'unité de paiement.

5. Le seul problème véritable, reconnu de tous, tient à l'évolution prévisible

des économies nationales, qui ne connaîtront certainement pas des taux d'inflation et des taux de croissance égaux dans le temps. Remarquons toutefois que l'institution d'une monnaie supra-nationale se substituant aux fausses monnaies internationales actuelles supprimerait toute inflation d'origine extérieure. Seuls les rythmes de croissance inégaux pourraient peser sur les taux de change et pousser à leur modification.

6. C'est ici que la nouvelle théorie apporte un fait nouveau qui, bien compris, apaise les principales inquiétudes. L'euro introduit la distinction des deux balances de paiement, nécessairement soudées en tout autre système. L'équilibre de la balance des paiements financière, et d'une façon plus générale, l'équilibre des mouvements de capitaux financiers, ne constitue nullement une norme. Seule la balance des paiements *nominale* doit être maintenue en équilibre permanent. Or, les croissances disparates des économies nationales, s'il est vrai qu'elles peuvent créer des déséquilibres dans les balances de paiement financières, *n'en créent aucun dans les balances de paiement nominales.*

7. Sans qu'il s'agisse d'une loi rigoureuse, une économie qui croît plus vite que les autres devrait enregistrer des excédents commerciaux nets. Pour rétablir l'équilibre sur ce plan, il faudrait donc revaloriser sa monnaie en euros. *Mais pourquoi rétablir l'équilibre des balances commerciales ?*

8. Une brève transposition du raisonnement dans le domaine de l'économie nationale lève le doute ; le déséquilibre des balances commerciales ne porte préjudice à personne, ni aux économies relativement plus dynamiques, ni aux autres. Le titulaire d'un revenu national n'est pas répréhensible s'il décide d'épargner une partie de ses ressources. L'épargnant vend plus qu'il n'achète ; sa balance des paiements commerciale est excédentaire ; cependant, s'il prête ses excédents et qu'il équilibre ainsi sa balance des paiements nominale, son épargne finance les dépenses d'autrui. Dans ces conditions, le prêteur n'est pas lésé, car il acquiert un capital financier, à savoir les titres de son prêt ; de son côté, l'emprunteur n'est pas désavantagé, car il entre immédiatement en possession d'une fraction de ses revenus futurs ; bien plus, la capacité d'épargner de l'emprunteur peut être accrue par l'opération, s'il investit les sommes prêtées dans des équipements ou d'autres moyens de production. Exiger que la balance commerciale de tout individu soit équilibrée serait une mesure barbare, digne de l'« état rude de la société » évoqué par Adam SMITH. La fonction essentielle de la monnaie est double : — transporter tous les biens réels, y compris les titres ; — former un pont entre le présent et l'avenir. Seuls les déséquilibres des balances commerciales permettent aux sujets économiques de répartir leurs achats dans le temps, comme ils l'entendent, et de prêter aux uns les ressources que d'autres préfèrent ne dépenser que plus tard. Loin d'être néfastes, les déséquilibres de la balance des transactions courantes, achats et ventes de biens et de services à l'exclusion des titres, sont un puissant facteur de progrès et de croissance, et également un instrument indispensable de redistribution des revenus, par exemple entre les couches d'âge de la population.

Exiger que tout titulaire de revenu équilibre en permanence ses achats et ses ventes, c'est supprimer l'une des deux fonctions essentielles de la monnaie, pour revenir à une économie de « troc dans le temps », seul le « troc dans l'espace » étant brisé par la première fonction de la monnaie.

9. Jusqu'à l'institution de l'euro, la théorie n'autorisait pas les déséquilibres commerciaux, pour la raison qu'ils ne sont pas nécessairement rachetés par les mouvements nets de capitaux financiers : il est donc possible que surgissent des déséquilibres globaux des balances de paiement, qui seraient des déséquilibres au sens fort, péjoratif, définissant des gains sans cause et des écarts inflationnistes. Mais exiger que tout pays équilibre en permanence la balance de ses paiements courants, c'est exclure du champ international la monnaie en l'une de ses deux fonctions principales. Etant une monnaie complète, l'euro ne s'oppose pas aux déséquilibres commerciaux, même s'ils devaient créer des excédents nets des balances financières globales. L'équilibre des balances nominales — égalité des flux d'entrée et de sortie d'euros nominaux en paiement de toutes les transactions transnationales sans exclure les achats et les ventes de titres — donne la parfaite assurance que tous les vendeurs nets sont intégralement payés en titres, soit nationaux (avec la garantie éventuelle de l'euro), soit internationaux (les euro-titres) dans la mesure de l'excédent des balances financières.

10. L'euro est un facteur d'harmonisation des économies nationales. Stylisons un peu la réalité future.

— Les pays qui s'enrichiront en produits réels plus rapidement que leurs partenaires auront des excédents commerciaux.

— Ces déséquilibres sont forcément rachetés par l'établissement de l'équilibre nominal, nécessité absolue de l'euro.

— Les ressources excédentaires iront tout naturellement aux pays et aux régions relativement moins favorisés par la croissance.

— L'euro répartit ainsi, non seulement le fruit de l'expansion, mais l'expansion elle-même.

11. Certains économistes préconisent l'institution d'une monnaie européenne à seule fin d'aider les régions moins développées. Sous sa forme primitive le projet est dangereux, car il est logiquement interdit de créer une monnaie pour financer des achats nets. Mais sous sa forme plus élaborée, l'idée est excellente. L'euro nominal ouvrira le champ aux transferts nets de monnaies réelles nationales vers les régions dont l'industrie, le commerce, le tourisme, l'agriculture et les richesses naturelles attendent d'être développés.

7. Les équilibres monétaires intérieurs en présence de la monnaie européenne

La difficulté analytique que l'on rencontre ici est celle de la distinction de deux équations, dont l'une est une identité et l'autre une condition d'équilibre.

(1) Identité : $D_{Op_n} = O_{Op_n}$

(2) Condition d'équilibre : $D_{Op_n}^{\text{monnaie courante}} = O_{Op_n}^{\text{monnaie constante}}$

L'équation (1) — ou identité de KEYNES — est la loi centrale de la science macroéconomique moderne.

Rappelons la signification des symboles :

Op_n : production réelle (output) de la période p_n

O_{Op_n} : revenus monétaires apportés par cette production

D_{Op_n} : écoulement (demande) de cette production

Enoncé de la loi de Keynes. La production d'une période quelconque donne naissance à une somme de pouvoirs d'achat nécessairement égale à la somme de pouvoirs d'achat qu'elle absorbe dans son écoulement final.

L'identité de KEYNES est proche de l'identité de SAY. La distinction des deux identités est pourtant la grande conquête de la révolution keynésienne, car D_{Op_n} est porté au niveau de O_{Op_n} par l'effet d'un revenu spécifique, découvert par John Maynard KEYNES dès son *Treatise on Money*, le « profit de l'écoulement », positif, négatif ou nul. Pour Jean-Baptiste SAY, le profit de l'écoulement est au contraire nécessairement nul — autant dire qu'il n'existe pas — puisque l'Offre engendre d'elle-même une Demande égale, sans que les entreprises trouvent dans cette adéquation naturelle le moindre « sur-profit », positif ou négatif. Pour KEYNES, lorsque le profit de l'écoulement est positif, l'économie est déséquilibrée par l'inflation ; et elle souffre de la déflation quand le profit de l'écoulement est négatif.

Le profit de l'écoulement est totalement distinct du profit-surplus. Dans son *Treatise on Money*, KEYNES confondait encore les deux profits. Mais dans sa *Théorie Générale*, il n'est plus question d'annuler tout profit-surplus dans une économie équilibrée. Seul le profit de l'écoulement est nul quand l'économie ne souffre ni d'inflation ni de déflation. La somme des profits-surplus est positive dans l'économie, qu'elle soit équilibrée ou non. On peut résumer ainsi l'opposition des deux profits :

— Le profit-surplus est un pur revenu de redistribution ou de transfert.

— Le profit de l'écoulement est un revenu de production, dû à l'écart positif entre le revenu monétaire et le revenu réel définis pour la production d'une même période.

L'analyse des deux profits suppose une théorie macroéconomique entièrement renouvelée, distincte à la fois de la haute tradition classique (de RICARDO à

MARX) et de l'école néo-classique (fondée par WALRAS). Le concept fondamental de la macroéconomie moderne est celui de la monnaie réelle par opposition à la monnaie nominale. Les profits-surplus, revenus de transfert, ne pourraient exister dans une économie d'échange, c'est-à-dire dans une économie construite sur le principe de l'équivalence dans les échanges. Pareillement, les profits de l'écoulement seraient nécessairement nuls — et on reviendrait à l'impossibilité analytique de l'inflation et de la déflation, tellement contraire aux faits observables — si la production réelle de chaque période n'apportait pas un pouvoir d'achat monétaire entièrement neuf et si, corrélativement, les achats finals ne faisaient pas disparaître le pouvoir d'achat utilisé, l'effaçant à tout jamais, par la dégradation de la monnaie réelle en monnaie nominale.

Bien que l'inflation et la déflation soient des déséquilibres de l'économie globale, ils ne se produisent pas partout à la fois ni dans la même proportion à tous les endroits où ils sont constatés. Il faudrait donc appliquer l'équation (2) séparément à toutes les branches de l'activité économique du pays. Ce faisant, on rencontre des difficultés dont nous n'avons pas à connaître ici puisque notre but n'est pas de mesurer l'effet déséquilibrant de l'euro, mais au contraire d'établir qu'il ne saurait en avoir aucun. En première approximation, nous prendrons donc l'équation (2) comme une définition globale.

Si la demande globale de la production de la période p_n excède la somme des pouvoirs d'achat créés par cette production, l'équation (1) reste vraie, car elle est une définition ; en revanche, l'équation (2) est infirmée, car elle est conditionnelle et l'équilibre n'est pas atteint. On trouve :

$$D_{Op_n}^{\text{monnaie courante}} > O_{Op_n}^{\text{monnaie constante.}}$$

Les indications « monnaie constante » et « monnaie courante » sont dictées par la logique de l'équation (1), qui impose l'identité, donc l'égalité constante de l'offre globale et de la demande globale. Il est clair, cependant, que l'identité ne s'oppose pas à l'inégalité des deux termes, dès lors qu'ils sont mesurés l'un en monnaie constante et l'autre en monnaie courante.

On trouve pareillement, cette fois dans le cas de la déflation :

$$D_{Op_n}^{\text{monnaie courante}} < O_{Op_n}^{\text{monnaie constante.}}$$

Les écarts des deux types se produisent (a) pour l'inflation, quand des pouvoirs d'achat non gagnés dans la production réelle sont lancés dans les achats de biens et de services produits et (b) pour la déflation, quand les pouvoirs d'achat gagnés dans la production réelle ne sont pas dépensés en achats de biens et de services produits.

Nous reportons à un autre travail l'étude de ces phénomènes. Ici, il s'agit seu-

lement de prouver que l'euro est une monnaie parfaitement neutre, à laquelle on ne peut attribuer aucun caractère déséquilibrant.

Proposons-en d'abord une preuve synthétique, puis une preuve analytique en trois mouvements.

Preuve synthétique de la neutralité de l'euro. Soit un pays-membre quelconque. Il n'y a pas lieu ici de distinguer entre le pays lui-même et ses résidents. On considère le pays comme un ensemble « tourné vers l'extérieur ».

— Toute création d'euros dont le pays est bénéficiaire définit une demande excédentaire de ce pays, $D > 0$.

— Toute destruction d'euros dans le pays définit une offre excédentaire de ce pays, $O > D$.

— La règle absolue régissant les euros est l'égalité permanente *pour chaque pays* de leur flux et de leur reflux. Il s'ensuit que dans la même période, d'un jour par exemple, la demande excédentaire du pays est à la fois positive et négative pour le même montant. Elle est donc identiquement nulle, $D \equiv 0$.

— Conséquemment, tout pouvoir d'achat dépensé en euros est gagné en euros, et tout pouvoir d'achat gagné en euros est dépensé en euros. La nouvelle monnaie ne peut donc introduire aucun déséquilibre, ni inflationniste ni déflationniste, dans l'économie du pays. C.Q.F.D.

— Tout déséquilibre constaté dans le pays sera, sous le régime de l'euro, d'origine nécessairement interne. Mais ne pourrait-on songer à corriger les déséquilibres internes par des déséquilibres externes compensatoires ? Au mieux, le pays exporterait ainsi son problème. L'euro est neutre, et il est bon qu'il le soit : le normatif rejoint le positif. Et s'il est vrai que dans le désordre actuel des paiements internationaux l'origine des déséquilibres est surtout extérieure, la neutralité de l'euro sera le facteur principal du « rééquilibrage » interne des économies.

Preuve analytique de la neutralité de l'euro. Trois cas semblent appeler des conclusions divergentes ; (a) Le pays équilibre sa balance commerciale ; (b) sa balance commerciale est déséquilibrée, mais non sa balance des paiements financière ; (c) sa balance financière des paiements est déséquilibrée. Malgré ces hypothèses diverses, la conclusion est en fait partout la même, car l'euro est neutre dans tous les cas.

(a) Puisque le pays vend et achète à l'étranger des biens et des services produits pour une même valeur en euros, on peut analyser la double opération comme la permutation de deux productions réelles égales face aux revenus nominaux inchangés. En effet, le Bureau F.M.E. du pays vend exactement la monnaie nationale qu'il reçoit, si bien que les revenus monétaires disponibles pour acheter la production sur les marchés intérieurs ne sont ni augmentés ni diminués.

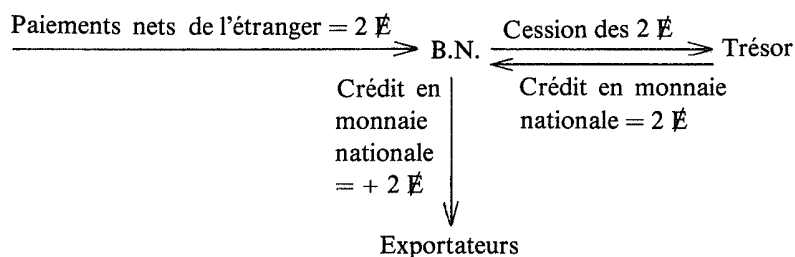
En théorie pure, on aboutit à l'explication suivante. Les euros nominaux transportent une monnaie réelle du pays vers l'étranger ; inversement, une monnaie réelle étrangère est transportée par les euros nominaux dans le pays considéré ; comme les transports réciproques sont égaux, toute la monnaie réelle pro-

duite dans le pays y reste disponible pour acheter la production. Pour faire apparaître la neutralité de l'euro, il suffit d'ajouter que dans le pays la production réelle est elle-même identique en valeur à ce qu'elle était avant les échanges croisés. Car les biens importés remplacent exactement les biens exportés.

(b) Les résidents du pays sont des acheteurs ou des vendeurs nets de titres à l'étranger. A première vue, les prêts nets transportent un pouvoir d'achat national à l'étranger sans aucune contrepartie monétaire *actuelle*, tandis que les emprunts nets apportent un surcroît de pouvoir d'achat. Il semblerait donc que les mouvements nets de capitaux financiers entre les pays-membres créent obligatoirement des déséquilibres monétaires. Examinons plus attentivement le cas du prêt, celui de l'emprunt étant évidemment identique, au signe près. Comment l'étranger utilise-t-il la monnaie réelle prêtée ? A priori, deux possibilités et deux seulement sont offertes : l'étranger prête à son tour la somme empruntée ; il la dépense en achats de biens et de services produits. La première possibilité est écartée par l'hypothèse des prêts nets. La seconde possibilité correspond à la conversion du prêt monétaire en biens réels. En définitive, le prêt signifie une vente à crédit, les fonds étant avancés par les titulaires de revenu. On arriverait au même résultat par une autre voie ; les titulaires des revenus nationaux achètent toute la production sur les marchés intérieurs, sans évidemment que l'équilibre de la monnaie en soit affecté ; dans un deuxième temps, une partie des revenus réels est vendue à crédit à des résidents de pays étrangers.

En théorie pure, l'explication n'est plus celle du cas précédent. Dans la mesure des prêts nets, les euros nominaux transportent la monnaie réelle du pays prêteur vers l'étranger et de l'étranger vers le pays prêteur. La *même* monnaie réelle effectue le double parcours. En revenant dans son pays d'origine, la monnaie réelle écoule des produits équivalents aux prêts réels. A l'intérieur du pays, les biens réels et les revenus monétaires sont ainsi amputés parallèlement d'un montant égal. La neutralité de l'euro est ainsi confirmée.

(c) Le pays accroît ou diminue ses réserves officielles ; il achète ou il vend des euro-titres. Comment éviter cette fois le déséquilibre de la monnaie à l'intérieur du pays ? Dans la mesure où le Trésor acquiert des euro-titres, il faut qu'il les paie ; or ce paiement correspond à des achats étrangers puisqu'il suppose des ventes excédentaires de biens, de services ou de titres.



On constate immédiatement que la même somme de monnaie, équivalente à 2 ₣, est dépensée *deux fois*, d'abord par les acheteurs étrangers, puis par le Trésor. Cet emploi double ne répond pas à un double objet, mais correspond aux seules ventes excédentaires. L'écart inflationniste semble caractérisé. Or, le raisonnement que nous venons de faire est inachevé. L'écart inflationniste ne se confirme que si le Trésor paie son acquisition d'euros réels (et indirectement d'euro-titres) en monnaie nominale, créée à cette fin par le système bancaire. *Mais les hypothèses n'imposent en rien cette procédure oblique.* Et si le déséquilibre se produit néanmoins, il est imputable, non aux exportations excédentaires, mais au comportement de l'Etat qui paie une partie de ses achats nets en monnaie nominale. Ajoutons que la logique n'établit aucun lien entre les achats d'euro-titres et les paiements étatiques en monnaie nominale, car ces « faux paiements » financeraient aussi bien les achats purement internes de l'Etat. En conclusion, comme tout achat, les acquisitions d'euro-titres doivent être payées en monnaie réelle ; et il suffit qu'elles le soient pour qu'aucun déséquilibre ne résulte de la balance financière excédentaire. L'Etat trouve par l'impôt et par l'emprunt les sommes de monnaie réelle dont il a besoin.

En théorie pure, l'explication revêt ici un intérêt particulier, car l'euro réel se substitue à une monnaie réelle nationale. C'est là le seul exemple de la monnaie internationale sous forme réelle. L'analyse exacte s'appuie sur l'opération initiale du prélèvement d'une monnaie réelle nationale, équivalente à l'excédent de la balance financière (2 ₣) ; la monnaie prélevée est envoyée en paiement aux industries productrices de biens d'exportation, ce qui la dénature en monnaie nominale. A présent, on trouve face à face 2 ₣ qui sont la propriété de l'Etat, et l'obligation des industries exportatrices de livrer des biens pour une valeur de 2 ₣. On en déduit que les 2 ₣ appropriés par l'Etat ont le pouvoir de payer les exportations nettes. Que ces euros réels, après avoir été déposés au Département Financier du F.M.E., soient prêtés à des particuliers ou à des Etats, ils exercent sur les marchés du pays excédentaire un pouvoir acquisitif qui est soustrait aux espèces nationales. Dans le cas inverse d'une vente d'euro-titres par l'Etat, les importations excédentaires ne seraient pas payées en monnaie réelle nationale, mais en euros réels.

Nous sommes ainsi arrivés à la confirmation générale du théorème selon lequel l'euro est une monnaie parfaitement équilibrée.

CHAPITRE III

**LA MONNAIE EUROPÉENNE
DANS LA COMMUNAUTÉ OUVERTE**

Les grandes lignes des principes développés au chapitre précédent demeurent applicables quand on ouvre les frontières de l'Europe sur le reste du monde. Cependant, dans ce nouveau chapitre il s'agira de confronter l'euro à deux autres monnaies internationales, non pas simultanément, mais alternativement. En effet, le Fonds Monétaire International de Washington pourrait être transformé en une véritable Banque, émettrice d'une monnaie mondiale, que nous appellerons le dollar international, \$i. Si cette monnaie voit le jour, le dollar américain sera évincé de son rôle de monnaie planétaire. Bien que les derniers projets des dix ou des vingt pays se fassent pressants, il serait évidemment trop optimiste de se promettre l'institution du \$i dans le très court terme. Aussi peut-il paraître prématuré de confronter l'euro au dollar international.

Trois raisons nous autorisent sans doute à passer outre. Nous ne cherchons pas à suivre l'événement mais, comme tous les auteurs de plans de réforme monétaire, à l'annoncer et, si peu que ce soit, à le préparer. D'un autre côté, si la date de l'inauguration du dollar international ne peut être prévue, la date de naissance de l'euro est tout aussi incertaine. A l'heure actuelle (début 1975) il semble même difficile de prédire laquelle des deux monnaies apparaîtra la première. Enfin, même si l'euro et le dollar international devaient être institués à des dates sensiblement différentes, il est quand même bon d'étudier dès maintenant leurs principales interactions prévisibles.

Malgré tout, il serait imprudent de confronter l'euro au seul dollar international, car il n'est pas impossible que la monnaie européenne soit créée dans un monde où le dollar américain continuera pour un temps son règne. Nous constaterons que les règles du nouveau système monétaire de la Communauté, fondé sur l'euro, peuvent varier de façon significative selon que la monnaie internationale du monde extérieur est le dollar américain (\$) ou le dollar international (\$i).

Le présent chapitre traite d'abord de trois questions : — les balances de paiement en \$ ou en \$i sont agrégées pour l'ensemble des pays de la Communauté, — le taux de change entre l'euro et le dollar international est fixe et révisable ; le taux de change entre l'euro et le dollar américain est fluctuant, — les euro-dollars

sont drainés par le Nouveau Fonds Monétaire International (N.F.M.I.), soit directement, soit par l'intermédiaire du F.M.E. Après l'examen de ces premiers points, nous proposerons successivement deux modèles de fonctionnement très succincts de l'euro, face au \$i et au \$. Dans une sixième section, nous proposerons enfin une appréciation générale de la nouvelle monnaie européenne.

*1. Les balances de paiement en \$ ou en \$i
sont agrégées pour l'ensemble des pays de la Communauté*

Le dollar international (\$i) est émis par le N.F.M.I. selon les mêmes règles que l'euro (€) par le Fonds Monétaire Européen. Mais jusqu'au jour de l'introduction du dollar international, c'est le dollar américain qui continuera son rôle de (fausse) monnaie internationale. Dans l'attente, quand nous parlerons du dollar sans autre précision, nous entendrons la monnaie du monde extérieur, qu'elle soit définie par le dollar américain ou par la nouvelle monnaie mondiale.

Les pays de la Communauté établissent leurs balances de paiement en euros et non en dollars. La détermination des taux de change se fait sur deux plans, (1^o) entre les monnaies européennes et l'euro, (2^o) entre l'euro et le dollar. Il est évident qu'il y a transitivité. Cependant, aucun pays-membre ne détermine directement le taux de change de sa monnaie en dollar. Cela signifie que les monnaies nationales sont placées face à l'euro au même rang que les monnaies provinciales face à la monnaie nationale.

Les paiements transnationaux des résidents de la Communauté s'opèrent d'une manière légèrement différente selon qu'ils sont destinés à la Communauté ou au monde extérieur. *Mais ils sont toujours effectués au moyen de la monnaie européenne.*

Répetons-nous, car la chose est de première importance.

Tous les paiements des résidents européens, dès que ces paiements franchissent les frontières nationales ou communautaires, se font en euros.

En bref, *l'euro est la monnaie véhiculaire de tous les paiements transnationaux ayant leur source dans l'ensemble communautaire.*

Remarquons immédiatement, afin d'éviter les fausses interprétations, que l'euro est une monnaie de paiement purement européenne. Aucun créateur résidant hors de la Communauté ne peut être payé en euros (bien entendu) ni même en une monnaie nationale — la sienne ou le dollar américain — qui lui serait envoyée au moyen de l'euro, monnaie véhiculaire. La compétence de l'euro s'arrête aux frontières de la Communauté.

Tous les paiements transnationaux intra-communautaires se font en euros par virement entre les Bureaux Nationaux du Fonds Monétaire Européen. L'analyse distingue deux étapes à l'intérieur de ces paiements. D'abord les monnaies nationales des débiteurs sont converties en euros. Puis les euros sont convertis dans les monnaies nationales européennes des créateurs.

Tous les paiements extra-communautaires se font en dollars. Toutefois, l'analyse distingue ici trois étapes au lieu de deux précédemment : les monnaies nationales européennes des débiteurs sont converties en euros ; les euros sont convertis en dollars ; les dollars sont envoyés aux créiteurs étrangers. Dans le cas du \$i, la troisième opération est implicite dans la seconde, mais une autre opération prend sa place : les dollars internationaux sont convertis dans les monnaies nationales non européennes des créiteurs étrangers.

Il n'est pas surprenant que l'euro s'interpose dans les *échanges* entre les monnaies nationales communautaires et la monnaie mondiale, car il s'interpose une première fois dans la détermination du *change* entre ces monnaies. La règle de la détermination indirecte du change impose logiquement la règle des conversions par l'euro interposé.

Soit un exemple chiffré. Les résidents du pays A doivent payer à l'extérieur de la Communauté une somme de 100 millions de \$. A cet effet, il faut et il suffit qu'ils disposent de la somme équivalente en leur propre monnaie nationale.

(a) Les banques commerciales du pays A transmettent une somme de monnaie A équivalente à 100 millions de \$ au Bureau National du F.M.E. dans le pays A.

(b) Face à sa créance sur les banques commerciales, le Bureau National contracte une dette en euros, équivalente à 100 millions de \$, auprès du Département de l'Emission du F.M.E.

(c) Le Fonds Monétaire Européen vient de créer au profit de son Bureau National dans le pays A une somme d'euros équivalente à 100 millions de \$.

Résumons ces opérations.

F.M.E.

création d'une somme d'euros = 100 millions de \$

BUREAU NATIONAL (PAYS A)

dette en euros = 100 millions de \$

créance en monnaie A = 100 millions de \$

BANQUES COMMERCIALES (PAYS A)

virements en monnaie A = 100 millions de \$

Il est essentiel de comprendre que le rôle de l'euro est de transporter les monnaies réelles nationales des pays-membres à travers les frontières nationales jusqu'aux limites de la Communauté elle-même. En clair, tous les paiements transnationaux des résidents d'un pays-membre quelconque, même destinés au monde extra-communautaire, ont pour conséquence d'endetter d'autant le pays *en euros*, auprès du Département de l'Emission du Fonds Monétaire Européen.

Au sein de la Communauté, nous ne trouvons aucune balance des paiements nationale qui soit exprimée en dollars, car toutes les balances le sont en euros.

Seule la balance des paiements de la Communauté elle-même est exprimée en dollars.

A ce stade du raisonnement, il est nécessaire de diviser le Fonds Monétaire Européen.

La première division, ou Division Intérieure, représente le Fonds tourné vers l'intérieur de la Communauté. Il comprend le Département de l'Emission et le Département Financier.

La seconde division, ou Division extérieure, représente le Fonds tourné vers l'extérieur de la Communauté. C'est la Division Extérieure du Fonds qui est chargée d'établir la balance des paiements de la Communauté face au monde extérieur.

La division Extérieure du F.M.E. cède tous les dollars demandés par les résidents de la Communauté pour régler leurs paiements extra-communautaires. Réciproquement, elle acquiert tous les dollars virés par le reste du monde au bénéfice des résidents de la Communauté.

Reprenons l'exemple chiffré, pour montrer les opérations inverses : les effets des crédits en dollars des résidents de la Communauté.

F.M.E.

destruction d'une somme d'euros = 100 millions de \$

BUREAU NATIONAL (PAYS A)

dette en euros = - 100 millions de \$

créance en monnaie A = - 100 millions de \$

BANQUES COMMERCIALES (PAYS A)

crédits en monnaie A = 100 millions de \$

Les résidents du pays A bénéficiaires de paiements d'origine extra-communautaire sont payés en leur propre monnaie nationale pour une valeur de 100 millions de dollars. Le Bureau National représentant le F.M.E. dans le pays A transmet cette somme aux banques commerciales pour le compte des résidents créditeurs. Simultanément, le Bureau National diminue d'autant sa dette auprès du Département de l'Emission du F.M.E. De son côté, le Fonds détruit des euros pour une valeur de 100 millions de \$.

Le rôle véhiculaire de l'euro dans la Communauté ouverte est ainsi achevé, car il apporte aux résidents de la Communauté les monnaies réelles de toute origine virées à leur profit. En d'autres termes, tous les paiements transnationaux, même d'origine extra-communautaire, au bénéfice des résidents d'un pays-membre, ont pour effet de diminuer d'autant les dettes de ce pays *en euros*, auprès du Département de l'Emission du F.M.E.

*

* *

La « preuve par neuf » du système est fournie par l'examen d'un problème très clair. Supposons que le pays A ait une balance des paiements excédentaire. Dans quelle mesure les excédents sont-ils dus au commerce intra-communautaire ? Si le problème est soluble, on pourra répartir les excédents en deux catégories, les gains sur l'Europe étant réalisés en euros et les gains sur le reste du monde en dollars. Mais si le problème est insoluble, c'est que les gains nets devront être réalisés soit en euros soit en dollars. Dans ce cas, la décision finale est imposée par l'existence même de la Communauté : c'est l'euro qui l'emporte.

Or, précisément, le problème ne comporte pas de solution. Afin de s'en persuader, il n'est que d'imaginer une situation extrême, dans laquelle le pays A adresse toutes ses exportations de biens, de services et de titres au monde extra-communautaire. Il n'est pas douteux, en l'occurrence, que les recettes *brutes* du pays proviennent, non de la Communauté, mais du monde extérieur. Cependant, l'objet du calcul est la somme des recettes *nettes*, ou des excédents des recettes sur les dépenses. Ces excédents sont obtenus après déduction de la valeur de toutes les importations, y compris les titres d'emprunt, du pays A. Si l'on veut créer les conditions les plus favorables à la résolution du problème, il faut supposer que toutes les importations du pays A proviennent des pays membres de la Communauté ; sinon, les gains dérivés du reste du monde seraient diminués d'autant. Admettons donc que le pays A achète l'ensemble de ses produits d'importation — biens, services et titres — auprès de ses partenaires européens. Cette fois, on croit tenir la réponse : les gains nets de A ne peuvent être que d'origine extra-communautaire. En fait, la conclusion est manifestement fausse, car la « cause » des excédents est par définition la cause de la différence entre les exportations et les importations. Si cette différence est positive, on peut dire *indifféremment* que les exportations sont plus fortes ou que les importations sont plus faibles, aucune ligne absolue ne pouvant être fixée. Or, si les exportations désignent le monde extérieur, les importations désignent la Communauté. Il est donc logiquement impossible d'attribuer les excédents pour partie à la Communauté et au reste du monde pour le complément.

Il en résulte que l'agrégation des balances de paiement en \$ ou en \$i est la seule solution compatible avec l'existence de la Communauté monétaire. Les excédents de toutes les balances nationales des pays-membres sont mesurés, comptabilisés et réalisés uniquement en euros, pour être déposés au Département Financier du Fonds Monétaire Européen.

2. *Le taux de change entre l'euro et le dollar international est fixe et révisable*

Nous évoquerons dans la sixième section de ce chapitre les disparités internationales de la croissance des revenus nominaux et l'incidence de ces « change-

ments d'échelle » disparates sur l'évolution comparative des valeurs extérieures des différentes monnaies nationales.

Pour l'instant, il semble préférable de s'en tenir aux grands principes, afin d'essayer de les mettre en lumière.

L'institution d'une véritable monnaie internationale implique la fixité des taux de change. S'il convient de s'arrêter quelque peu à cette affirmation, c'est que certains économistes universitaires considèrent la fixité des taux de change comme une solution de rechange, qui éviterait la création d'une monnaie internationale. Deux erreurs importantes se cachent dans cette doctrine : (a) une inconséquence et (b) une confusion.

Les logiciens distingueraient deux propositions.

1. Les taux de change sont fixes.
2. Le commerce mondial est doté d'une monnaie supra-nationale.

On démontre que « si 1, alors 2 », et que « si 2, alors 1 ».

Adopter la proposition 1 et rejeter simultanément la proposition 2 est une *inconséquence*.

L'adoption de la proposition 2 et le rejet simultané de la proposition 1 dénoncent une *confusion* fautive.

(a) *L'inconséquence.*

1. Les taux de change sont fixes.
2. Le commerce mondial n'est pas doté d'une monnaie supra-nationale.

Soit le pays A et le reste du monde B. La monnaie A est demandée par des titulaires de monnaies B ; inversement, les monnaies B sont demandées par des titulaires de monnaie A. Les demandes de monnaie étrangère résultent du besoin de financer les importations de biens, de services et de titres, et, d'une façon encore plus générale, tous les paiements internationaux quelconques, qu'ils comportent ou non une contrepartie. Comparons dans une période donnée l'offre extérieure de monnaie A à la demande extérieure de cette monnaie. Si les taux de change entre la monnaie A et les monnaies B étaient librement flexibles, il serait concevable — encore que ce ne soit nullement démontré — que les demandes excédentaires positives ou négatives de la monnaie A en termes des monnaies B s'amenuisent progressivement jusqu'à l'équilibre, par l'effet d'une variation continue des taux. Cependant, nous sommes dans un régime de taux fixes. Il en résulte que les demandes excédentaires ne sont soumises à aucune force de réduction qui les empêcherait de subsister ou de s'aggraver.

Dans ces conditions, la demande excédentaire de la monnaie A n'est pas forcément nulle ; elle peut aussi bien être positive ou négative.

— La demande excédentaire de la monnaie A est positive. Par définition, l'offre des monnaies B est nette. A l'extérieur de l'équilibre, les titulaires de revenus en

monnaies B achètent des sommes de monnaie A, pour les convertir en biens de toutes sortes sur les marchés du pays A, tandis que les titulaires de revenus en monnaie A se désintéressent des monnaies B et, conséquemment, des biens qu'elles permettent d'acheter. Il s'ensuit que le pays A acquiert des réserves privées ou étatiques constituées en monnaies B et égales à la demande excédentaire de la monnaie A.

— La demande excédentaire de la monnaie A est négative. Après permutation, on conclut immédiatement que les pays B acquièrent des réserves officielles ou privées en monnaie A, égales à la demande excédentaire des monnaies B.

L'analyse des réserves en espèces nationales — monnaies B ou monnaie A selon le signe de la demande excédentaire — démontre rigoureusement la totale inconséquence du système. La démonstration étant connue, bornons-nous ici à la résumer.

Les sommes de monnaie A détenues dans les réserves des pays B définissent la dette de l'ensemble A envers l'ensemble B. La règle absolue selon laquelle aucun sujet ne peut s'acquitter en envoyant à ses créanciers des engagements sur sa propre personne vaut pour les ensembles (ainsi les pays ou les groupes de pays) comme pour les sociétés et pour les particuliers. La monnaie A dans les réserves des pays B est donc une simple promesse. Or, cette promesse ne se réaliserait que si la demande excédentaire des monnaies B par les titulaires de la monnaie A était soumise à quelque force de réduction efficace. Cette force fait défaut sous le régime des taux de change fixes. On en conclut nécessairement que les réserves en monnaie A dans les patrimoines privés et officiels des pays B représentent, non des paiements différés, mais des paiements avortés. *Afin de rétablir l'équilibre des paiements internationaux, il est indispensable que le pays A soit mis en mesure de s'acquitter de ses dettes nettes.*

Une seule condition est à la fois nécessaire et suffisante pour atteindre cet objectif : *le pays A doit envoyer aux pays créanciers un engagement qui ne soit la dette ni de l'ensemble A ni de l'ensemble B.* Si le pays A paie à l'aide d'une dette émise par son propre système bancaire, il reste endetté puisqu'il envoie une dette née dans l'ensemble A. Pareillement, si le pays A paie à l'aide d'une dette émise par les systèmes bancaires des pays B, sa dette subsiste, car l'ensemble B, ne pouvant payer au moyen de ses propres dettes, ne saurait davantage — par les « swaps », les « General Arrangements to Borrow », ou l'une des multiples autres voies inventées par l'ingéniosité des praticiens, y compris les droits de tirage ordinaires et spéciaux sur le F.M.I. — transmettre au pays A un pouvoir ou une faculté dont il est lui-même privé.

« Un engagement qui ne soit la dette ni de l'ensemble A ni de l'ensemble B » : *on reconnaît la définition même de la monnaie internationale, endettement du F.M.I. ou du F.M.E.*

Si les taux de change sont fixes, il est donc inconséquent de priver le commerce mondial de l'utilisation d'une monnaie supra-nationale.

(b) *La confusion.*

1. Les taux de change sont flexibles.
2. Le commerce mondial est doté d'une monnaie supra-nationale.

Les taux de change ne sont pas des prix ordinaires, car leurs variations ne régissent pas l'ensemble des achats et des ventes de biens internationaux : les mouvements de capitaux, qui sont des achats et des ventes de titres, sont affectés positivement et négativement dans la même proportion, étant donné que les variations du change multiplient la valeur capitale et le rendement des titres par un même coefficient. Admettons pourtant que l'on puisse assimiler le taux de change à un prix ordinaire. Alors, la libre fluctuation des taux de change doit assurer l'équilibre de la balance des paiements.

Dans la période considérée, le pays A envoie en paiement aux pays B la somme même qu'il en reçoit, tous ces paiements étant effectués en monnaie internationale. C'est déjà un important point positif que d'introduire la monnaie internationale pour payer les achats réciproques, au lieu de songer à la réserver au paiement des soldes.

Cependant, il faut de deux choses l'une : — ou bien, contrairement à ce que nous avons admis pour les besoins de la cause adverse, les variations du taux de change affectent uniquement les achats et les ventes de produits et de services, auquel cas l'égalité des transactions réciproques demeure inexpliquée, puisqu'elles s'étendent aux titres ; — ou bien les paiements réciproques sont effectivement égaux, et il s'ensuit que les variations du taux de change équilibrent les exportations et les importations sans discriminer entre les achats de produits et de services d'une part et les achats de titres d'autre part : mais il en résulte alors qu'aucune règle n'impose l'égalité entre les achats de titres effectués par A auprès de B et les achats de titres effectués par B auprès de A.

En bref, la libre variation des taux de change assure l'équilibre des balances globales et non pas l'équilibre de chacune des deux balances partielles, la balance des mouvements de capitaux et la balance commerciale.

La preuve recherchée ne dépend plus que de la connaissance exacte des balances de paiement *financières* dans le régime fondé sur la monnaie internationale. L'excédent de la balance financière des pays B, par exemple, signifie un mouvement de capital, *en tout point semblable aux mouvements privés*, en provenance de B et au profit des emprunteurs du pays A, parmi lesquels peut se trouver l'Etat. Il serait incohérent de combattre ce mouvement, pour chercher à l'annuler par la variation du taux de change, puisque le taux équilibré ne donne aucune information sur l'importance relative des importations et des exportations de capitaux financiers par A ou par B.

Exiger la flexibilité des taux de change dans le régime fondé sur la monnaie internationale, c'est confondre la balance financière des paiements avec la balance des paiements nominale.

Par sa définition même, la monnaie internationale impose l'équilibre des

balances *nominales*. Vouloir imposer de surcroît l'équilibre des balances *financières* est une préoccupation anachronique, qui avait sa raison d'être avant l'institution de la monnaie internationale, dans un temps où les deux balances globales, nominale et financière, étaient encore indiscernables l'une de l'autre.

*
* *

L'euro (€) et le nouveau dollar (\$) sont des monnaies supra-nationales. Il est donc logiquement obligatoire de *fixer* les taux de change entre les monnaies européennes et l'euro et, séparément, entre l'euro et le dollar international.

Dans la sixième section du présent chapitre, nous verrons cependant pourquoi le taux de change du dollar international en euro doit être révisable.

3. Le taux de change entre l'euro et le dollar américain est fluctuant

Comme la distinction des deux balances de paiement fournit ici encore la solution, présentons-la une nouvelle fois dans ses traits essentiels.

Dans la période, le pays A paie 10 à B qui paie 8 à A, ces nombres étant commensurables, parce qu'ils sont exprimés en une unité commune, une même monnaie nationale ou la monnaie supra-nationale. Les paiements pris en compte sont quelconques au point d'inclure les dons, les droits d'auteur, les « royalties », les dividendes, les intérêts, les aides liées ou non, les exportations de salaires, les réparations, etc., en plus du règlement des achats de titres, de capitaux fixes, de produits de consommation et de biens immatériels.

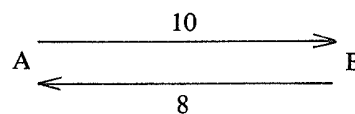
Problème. Les deux balances de paiement globales pour chacun des pays A et B dans la période considérée sont-elles distinctes ou confondues ?

Solutions.

1° Si la monnaie utilisée dans les paiements internationaux est nationale, les deux balances globales de chaque pays sont confondues : elles sont également déséquilibrées.

2° Dès lors que la monnaie utilisée dans les paiements internationaux est supra-nationale, les deux balances globales sont distinctes : la balance financière des pays B est excédentaire, alors que la balance nominale de ces mêmes pays est simultanément équilibrée.

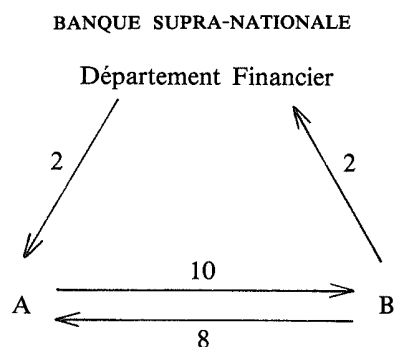
Schéma de la solution 1.



Toutes les données sont représentées par les deux flèches réciproques. Les pays B ne peuvent en effet se servir de leurs excédents en monnaie nationale A. Si les résidents ou les Etats des pays B dépensaient les surplus extérieurs en paiements quelconques auprès de A, on sortirait de l'hypothèse, car les surplus seraient diminués d'autant. Le respect des données n'est conciliable qu'avec une dépense très rigoureusement définie des excédents des pays B ; il faut que ces surplus soient *placés*. Mais placer ces excédents dans l'ensemble B, c'est simplement les déplacer ; et les placer dans l'ensemble A, c'est reconduire la difficulté précédente, car ils sont diminués d'autant. Il faudrait les placer dans un ensemble distinct de A, de B et de $A + B$. En clair, il s'agit d'inventer la Banque supra-nationale. Cet argument confirme la conclusion à laquelle nous étions arrivés par une autre voie : il est analytiquement impossible de placer (de prêter) les fausses monnaies, représentatives des dettes émises par les débiteurs eux-mêmes.

On comprend ainsi qu'aucune flèche de sortie ne puisse prendre en charge les excédents des pays B. Deux faits en découlent aussitôt : — les excédents de B ne sont pas (seulement) financiers, ils sont nominaux ; — les excédents de B définissent un déficit identique du pays A. La deuxième conséquence est la « redondance » tant redoutée des théoriciens et des politiques, responsable de l'attitude égoïstement agressive des nations engagées dans le commerce mondial. La première conséquence dénonce la confusion des deux balances globales. La balance nominale assimile et « digère » la balance financière. Effectivement, l'excédent financier dégénère en un excédent purement nominal, puisqu'il est constitué de promesses et non de paiements positifs.

Schéma de la solution 2.



En nous fondant sur le premier et, par anticipation, sur le dernier chapitre de ce travail, nous pouvons énumérer les propositions suivantes, suffisamment démontrées.

— Tous les paiements entre A et B se font en *monnaie* : ni A ni B ne paient au moyen de leur propre dette.

— Tous les paiements internationaux sont libératoires, puisque les débiteurs expédient la dette d'« autrui », créée ex nihilo par la Banque supra-nationale.

— Les paiements entre A et B se font en une monnaie internationale *nomi-nale*.

— Cette monnaie est nominale selon un premier critère, car elle se forme par la voie du crédit en création de monnaie ; les détenteurs de la monnaie nouvellement créée ont entre leurs mains un actif-passif, et non un actif net.

— Cette monnaie est nominale selon un second critère, car elle est « déposée » au passif du Département de l'Emission de la Banque supra-nationale.

— La différence positive entre les paiements créditeurs et les paiements débiteurs de B est une monnaie internationale *réelle*.

— Elle est réelle selon un premier critère, car elle est le gain net de B.

— Elle est réelle selon un second critère, car elle est déposée à l'actif du Département Financier de la Banque supra-nationale.

— L'excédent des pays B subsiste après le dépôt intégral de la monnaie réelle : égal à 2 (macro-)unités de monnaie internationale, il est réservé en *titres*.

— L'excédent financier des balances globales des paiements extérieurs des pays B va de pair avec l'équilibre général de leurs balances de paiement nominales.

— La balance financière de B n'est nullement l'image inversée de la balance financière de A. La redondance est brisée. L'excédent financier de B est parfaitement compatible avec l'équilibre financier de A.

Le titre de cette troisième section est ainsi justifié : le taux de change entre l'euro et le dollar américain doit être fluctuant.

La double règle à suivre est en effet très claire.

— Autant que les deux balances de paiement globales de chaque pays peuvent être distinguées, les taux de change doivent être fixes.

— Si la distinction tombe, parce que la balance nominale absorbe la balance financière, les taux de change doivent être fluctuants.

Les situations disparates dictent logiquement des choix opposés.

— Si les taux de change étaient fluctuants dans le cas où les deux balances globales sont distinctes, les excédents des balances financières seraient combattus au même titre que les excédents des balances nominales, ce qui est absurde puisque les surplus financiers — dont l'utilité est certaine — sont pleinement compatibles avec les équilibres nominaux.

— Si les taux de change sont fixes dans le cas où les deux balances sont confondues, les excédents financiers se réduisent à des excédents nominaux, c'est-à-dire au déséquilibre de la monnaie.

En amont de la nouvelle monnaie européenne, la règle est la fixité des taux de change, car les balances financières des pays membres de la Communauté sont radicalement distinctes de leurs balances nominales, toutes deux exprimées en euros.

Mais en aval de la nouvelle monnaie européenne, la règle est la fluctuation des taux de change, car la balance financière de la Communauté tournée vers l'extérieur se confond avec sa balance nominale exprimée en dollars américains.

Le grand économiste Robert A. MUNDELL exhorte l'Europe à se réveiller enfin, comme Kundry dans le *Parsifal* de Richard WAGNER : « It is time for Europeans to wake up ». Qu'il serait triste en effet de voir l'Europe assujettie dans la passivité au règne usurpé du dollar, qui n'est même pas la monnaie telle que la connaissent les Américains sur leurs marchés intérieurs, mais une copie dégradée, apatride et vagabonde.

Créons l'euro, et le dollar international suivra peu après. Destinée à éviter tout déséquilibre de la balance globale des paiements de la Communauté face au monde extérieur, la libre fluctuation du taux de change entre le dollar ordinaire et l'euro favorisera tellement le commerce intra-communautaire que les Etats-Unis y trouveront un argument supplémentaire pour se décider à abandonner le privilège exorbitant du « seigneur », qui paie ses acquisitions au moyen de ses propres dettes.

4. *Les euro-dollars sont drainés* *par le Nouveau Fonds Monétaire International*

Au stade final de l'organisation des paiements mondiaux, toutes les monnaies en circulation internationale seront créées par les Banques supranationales, le N.F.M.I., le F.M.E. et toute autre Banque des banques centrales d'une zone monétaire. Aucune monnaie nationale ne pourra plus déborder les frontières de son pays d'émission.

Il est évident que les fausses monnaies internationales circulant dans le monde actuel (1975) devront toutes être neutralisées. Comme la livre sterling est de moins en moins une monnaie internationale, d'autant que les « balances sterling » détenues sous la forme de titres et de quasi-monnaie, par opposition aux droits de créance immédiatement exigibles sur le système bancaire britannique, ne sont pas à proprement parler de la monnaie, les « euro-dollars » sont presque seuls à représenter les monnaies nationales, utilisées en tant que véhicules du commerce mondial ainsi que dans les réserves privées et officielles. Mais il est vrai que la masse des euro-dollars globalement accumulés est aujourd'hui considérable, supérieure à 100 milliards de dollars. *Comment les résorber ?*

Le théoricien ne peut faire plus que de proposer des solutions qui soient justes, au sens intellectuel et aussi, par conséquent, au sens moral du terme. C'est aux praticiens que revient l'ingrate tâche de fixer les modalités d'application, les délais, les exceptions temporaires et surtout le partage des risques et des charges.

Raisonnons en deux étapes.

1° Le Nouveau Fonds Monétaire International de Washington est institué avant le Fonds Monétaire Européen ou au plus tard en même temps que lui.

Dans ce cas, les euro-dollars sont absorbés par le Département financier du

N.F.M.I. qui émet en contrepartie des titres aux dollars déposés, des « dollars-titres ».

2° Le Fonds Monétaire Européen est institué avant le Nouveau Fonds Monétaire International.

Fondamentalement, rien n'est changé par rapport au cas précédent. Il est vrai que les euro-dollars devront être achetés par le Fonds Monétaire Européen, mais pour le compte du Nouveau Fonds Monétaire International, dont la naissance est seulement différée.

Cependant, trois difficultés pratiques surgissent ici.

— Après création de la monnaie européenne, deux monnaies se partagent le commerce mondial, l'euro et le dollar américain. Dans ces conditions, comment définir la proportion des euro-dollars qu'il serait souhaitable de convertir en titres ?

— La difficulté précédente est partiellement résolue par l'application du critère de l'équilibre permanent de la balance des paiements globale de la Communauté tournée vers l'extérieur. La Communauté convertit en dollars-titres l'excédent des dollars qu'on lui apporte sur les dollars qu'on lui retire pour les paiements extra-communautaires. Cette règle n'implique pas que les placements de dollars auprès du Fonds soient tous d'origine européenne. Il n'est pas gênant que des multinationales établies à l'extérieur de la Communauté ou même les gouvernements de pays étrangers à la C.E.E. achètent des dollars-titres au Fonds Monétaire Européen puisqu'il agit pour le compte du futur Nouveau Fonds Monétaire International.

Ainsi, aucune difficulté ne subsisterait à ce niveau, si tous les paiements en dollars américains adressés à des résidents de la Communauté étaient connus de celle-ci. Etant donné que les virements en dollars — même en euro-dollars — se font dans les comptes des banques américaines, c'est-à-dire dans les livres d'établissements fixés sur le territoire des Etats-Unis ou jouissant d'une sorte de privilège d'extra-territorialité, il n'est pas évident que tout paiement en dollars au crédit d'un résident de la Communauté soit connu des Autorités monétaires des pays-membres, car ils ne sont pas toujours relayés par les banques secondaires nationales. C'est là un embarras qui ne sera parfaitement levé que du jour où le dollar américain disparaîtra en tant que monnaie internationale au profit de la nouvelle monnaie planétaire, le \$i.

— La dernière difficulté que nous nous proposons d'examiner ici concerne le taux de change entre le dollar américain et l'euro. Nous expliquerons dans la sixième section qu'il est probable que le taux de change entre l'£ et le \$i sera moins stable que le taux de change entre les monnaies européennes et l'euro. L'instabilité relative de la monnaie mondiale est cependant bien plus grande lorsqu'il s'agit du dollar ordinaire, le dollar américain. Dès lors, l'attrait des placements en dollars-titres serait bien plus grand s'ils étaient assortis d'une garantie de change en euros.

F.M.E.

DÉPARTEMENT FINANCIER

dollars américains reçus en contrepartie des dollars-titres	dépôts en dollars garantis en euros et remboursables en monnaies nationales
---	---

On voit immédiatement que le Département Financier court un risque de change. *Analytiquement*, ce risque peut subsister, car il n'est pas logiquement nécessaire de prévoir sa couverture, le Département Financier pouvant enregistrer des profits et des pertes. Le déficit du Département Financier définit des réserves permanentes investies à fonds perdus. Il n'empêche que le Fonds Européen n'agissant pas pour son propre compte ni pour le compte des pays-membres devrait pouvoir reporter les pertes éventuelles sur les Etats-Unis qui en sont la « cause première ». Mais il convient d'abandonner ces questions pratiques et politiques à la compétence de quelque conférence internationale. Les Etats-Unis consentiront d'autant plus volontiers à promettre réparation des préjudices subis par le Fonds Européen en conséquence de ses émissions de dollars-titres garantis en euros, que les dollars amassés en contrepartie déséquilibreraient considérablement le marché financier américain — et indirectement le marché des biens et des services — si le F.M.E. les plaçait sur les marchés financiers américains, au lieu de les consolider pour le compte du Département Financier du futur N.F.M.I. Si le Fonds Européen consent à épargner à l'Amérique cette nouvelle source d'inflation, il est juste qu'il fasse porter par les Etats-Unis l'éventuelle garantie de change accordée aux déposants d'euro-dollars, parmi lesquels figurent les Etats des pays-membres, qui auront ainsi intérêt à céder toutes leurs réserves en dollars américains contre des dollars-titres qui leur apporteront finalement une somme constante en leur propre monnaie nationale.

*5. Modèles succincts du fonctionnement de l'euro,
face au dollar ordinaire et face au dollar international*

L'EURO ET LE DOLLAR ORDINAIRE

Sous réserve des difficultés d'ordre pratique que nous avons rencontrées, le Département Extérieur du Fonds Monétaire Européen achète tous les dollars américains qui sont offerts dans la Communauté, sans discriminer entre l'offre de dollars par les résidents ou les Etats membres de la Communauté, qui font des placements en dollars-titres, et l'offre de dollars en provenance du monde extérieur, qui paie ainsi l'ensemble de ses achats dans la Communauté, y compris les achats éventuels de dollars-titres. D'un autre côté, le Département Extérieur

est la source unique des dollars américains demandés par des sujets quelconques de la Communauté pour effectuer les paiements extérieurs de toutes sortes.

C'est ici qu'intervient la ligne de partage essentielle entre deux ajustements.

— L'équilibre permanent de la balance extérieure de la Communauté est obtenu par la libre fluctuation du taux de change entre le dollar américain et l'euro.

— Ce premier ajustement étant fait, tous les dollars excédentaires sont convertis par le Département Extérieur en dollars-titres émis par le Département Financier du F.M.E.

Si nous parlons d'une ligne de partage *essentielle*, c'est que la Communauté devra, dès l'introduction de l'euro, cesser d'accumuler des dollars représentatifs du déficit persistant de la balance des paiements américaine. Si les Etats-Unis devaient effectivement continuer à « payer » au moyen de leurs propres dettes, la Communauté refusera catégoriquement d'en faire encore les frais. Puisque la monnaie américaine est une fausse monnaie internationale, la Communauté n'acceptera des dollars *en paiement de ses biens économiques* que dans la mesure où elle pourra s'en servir dans la même période pour acheter à son tour des biens économiques équivalents, soit en Amérique, soit aux autres pays du « reste du monde ». Il suffirait que le dollar rencontrât partout dans le monde des taux de change fluctuants pour que les nouveaux déficits américains fussent forcément réduits à néant.

En résumé, le Département Extérieur tient sa comptabilité en deux lignes distinctes.

DÉPARTEMENT EXTÉRIEUR	
Actif	Passif
I ^{re} ligne dollars gagnés dans les exportations de biens, de services et de titres internes, plus les dollars transférés en dividendes, intérêts, redevances de brevets, etc., au profit de créanciers dans la Communauté	dollars dépensés dans les importations de biens, de services et de titres extérieurs, plus les dollars transférés en dividendes, intérêts, redevances de brevets, etc., au profit de créanciers étrangers à la Communauté
II ^e ligne excédents des recettes sur les dépenses en dollars	dollars déposés au Département Financier

A l'actif de la première ligne, on trouve les titres « internes » : il s'agit de tous les titres, privés ou officiels, à l'exception des titres émis par le Département Financier du Fonds Monétaire Européen.

L'équilibre de l'actif et du passif de la première ligne est obtenu par l'ajustement du taux de change entre le dollar et l'euro.

L'équilibre entre l'actif et le passif de la deuxième ligne est obtenu par un ajustement automatique, car tout dollar excédentaire est placé en dollars-titres auprès du Département Financier du F.M.E. Les dollars ainsi placés sont aussi bien d'origine interne qu'externe à la Communauté, et ils sont tous représentatifs des déficits de la balance des paiements américaine, accumulés dans les périodes précédant l'institution de l'euro.

En définitive, le Département Extérieur équilibre ses comptes nominaux à travers des excédents financiers rigoureusement nuls. C'est dire qu'il est un pur intermédiaire (a) entre les importateurs et les exportateurs de la Communauté face au reste du monde, et (b) entre les prêteurs d'euro-dollars, européens ou non, et leur emprunteur, le Département Financier du Fonds Monétaire Européen, agissant pour le compte du N.F.M.I. à venir.

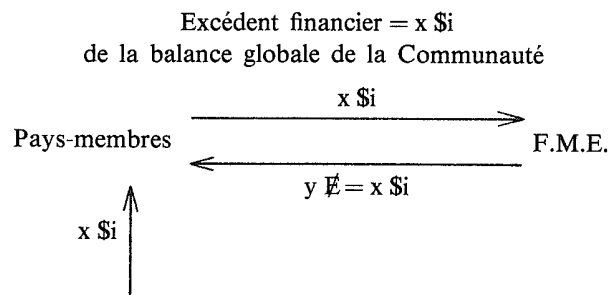
L'EURO ET LE DOLLAR INTERNATIONAL

Supposons les dollars américains déjà retirés de la circulation mondiale et confiés au Département Financier du N.F.M.I. pour être amortis en annuités.

A la différence du cas précédent, le Département Extérieur du Fonds Monétaire Européen n'est plus seulement un intermédiaire financier, car il peut accumuler des réserves en dollars internationaux.

Les réserves en \$i du Département Extérieur du F.M.E. sont constituées pour le compte de la Communauté et thésaurisées sous la forme de titres à une somme équivalente de \$i déposés au Département Financier du N.F.M.I. En un mot, les réserves de la Communauté tournée vers l'extérieur sont constituées en \$i-titres. A cet égard, la Communauté se comporte comme un pays quelconque, membre de la nouvelle organisation des paiements mondiaux. Dès l'introduction du dollar international, la balance des paiements de tout membre du Nouveau Fonds Monétaire International doit être scindée en une balance nominale et en une balance financière. Nous savons que la règle de l'équilibre permanent de la balance nominale ne fait pas obstacle aux déséquilibres, notamment aux excédents, de la balance financière du même pays. La C.E.E. est un membre du N.F.M.I. parmi les autres ; à ce titre, sa balance financière globale exprimée en \$i peut être excédentaire dans l'équilibre de sa balance nominale globale exprimée en \$i.

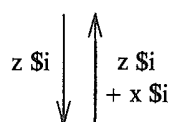
Décrivons brièvement les opérations successives.



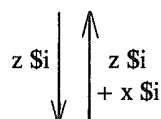
Les pays-membres gagnent l'excédent financier de la Communauté tournée vers l'extérieur et sont crédités pour une somme équivalente en euros. C'est l'application de la règle selon laquelle tous les excédents financiers des pays-membres sont constitués en euros.

Pour expliquer l'origine première des \$i excédentaires, il suffit de noter la structure des Bureaux Nationaux du N.F.M.I. dans la Communauté. Ainsi, le N.F.M.I. a un seul Bureau central au sein de la Communauté. Mais chaque pays-membre institue une « succursale » du Bureau National central de la Communauté tournée vers l'extérieur. Personne ne confondrait évidemment les succursales du Bureau central avec les Bureaux Nationaux du F.M.E. dans les différents pays-membres de la Communauté. Toute opération de crédit et de débit entre chaque succursale et les Bureaux Nationaux du N.F.M.I. dans les pays étrangers à la Communauté est passée pour le compte du Bureau central du N.F.M.I. dans la C.E.E. L'excédent de x \$i se représente donc de la façon suivante.

Bureau central du N.F.M.I.
dans la Communauté



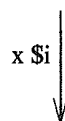
Succursales



Pays-membres

Le Bureau central du N.F.M.I. annule ses excédents en les envoyant au Département Extérieur du Fonds Monétaire Européen.

Bureau central du N.F.M.I.



Département Extérieur du F.M.E.

Le Département Extérieur doit ses excédents au Département Financier du F.M.E. En effet, c'est le Département Financier qui porte tous les surplus des balances financières des pays-membres, que ces surplus soient d'origine communautaire ou étrangère.

D'un autre côté, le Département Extérieur convertit ses excédents en \$i-titres, car il les dépose au Département Financier du N.F.M.I.

DÉPARTEMENT EXTÉRIEUR DU F.M.E.

dollars-titres	x\$ <i>i</i>	dettes envers le D.F. du F.M.E.	y£
----------------	--------------	------------------------------------	----

Le fait que l'actif et le passif sont exprimés l'un en dollars internationaux et l'autre en euros définit un risque de change. Mais nous avons observé déjà que le Département Extérieur du F.M.E. n'est pas un pur intermédiaire ; il dispose de ressources nettes, égales aux épargnes permanentes de la Communauté en \$i. Il est donc logique que le Département ait un compte de profits et de pertes. En particulier, si le \$i se déprécie dans le temps relativement à l'£, le Département perd une partie de ses capitaux investis, ce qui réduit d'autant ses possibilités de réinvestissement. N'oublions pas, cependant, que les placements à fonds perdus ne représentent nullement une utilisation répréhensible des réserves permanentes, en \$i ou en £.

Il reste à préciser la situation du Département Financier. S'agissant des opérations de la Communauté tournée vers l'extérieur, le Département Financier du F.M.E. est un pur intermédiaire, car les excédents nets qu'il conserve représentent tous les surplus de la Communauté tournée vers l'intérieur.

DÉPARTEMENT FINANCIER DU F.M.E.

euro-titres	y£	euro-titres	y£
-------------	----	-------------	----

A son actif, le Département Financier inscrit sa créance sur le Département Extérieur ; à son passif, il doit cette créance aux pays-membres dont la balance des paiements financière est excédentaire.

6. *Appréciation générale de la nouvelle monnaie européenne*

L'utilité de l'euro apparaît nettement dans le monde actuel, privé de monnaie internationale.

Le déficit de la balance des paiements américaine n'est pas « structurel », car l'économie américaine n'en est nullement responsable. La cause du déséquilibre persistant se trouve dans l'utilisation du dollar ordinaire pour les paiements internationaux.

Trois conséquences fondamentales découlent du fait que le rôle de la monnaie internationale est tenu par une monnaie nationale.

— En l'absence de monnaie supra-nationale, aucun pays ne peut distinguer sa balance des paiements financière de sa balance des paiements nominale : ainsi, tout excédent de la balance unique signifie des ventes non payées.

— Les dollars disponibles dans les trésoreries des entreprises et particulièrement des multi-nationales, pour servir de monnaie véhiculaire transnationale, faussent la définition de la valeur extérieure du dollar. Supposons que l'on recherche à l'heure actuelle la valeur de change du dollar compatible avec l'équilibre de la balance des paiements américaine. Si cette valeur était trouvée, elle définirait à la fois les taux de change du dollar et les taux de change de l'euro-dollar en monnaies étrangères. En effet, l'équivalence 1 dollar = 1 euro-dollar résulte de la définition de l'euro-dollar, dollar ordinaire déposé dans les banques américaines. La seule différence entre les deux monnaies est dans l'identité du créancier, l'euro-dollar étant aux mains de non-résidents. Encore cette analyse est-elle incomplète. En réalité, l'euro-dollar, sous son aspect de créance envers les banques américaines, est simultanément entre les mains des non-résidents et entre celles des résidents américains : c'est le phénomène bien connu de la duplication, analysé ailleurs dans ce travail. Il est donc incontestable que l'euro-dollar s'identifie à un dollar ordinaire, simplement fourvoyé, de telle sorte qu'un seul taux de change définit la valeur du dollar et identiquement celle de l'euro-dollar face à toute monnaie étrangère. Or, l'euro-dollar est doué d'une vie propre. Essentiellement volatil et vagabond, il se porte librement d'une place financière sur une autre, sans respect des frontières nationales. Il est évident que, si l'euro-dollar se porte massivement à l'achat de telle monnaie nationale, sa valeur en cette monnaie baisse, à moins que les taux de change fixes ne maintiennent une parité artificielle. Mais la variation du taux de change de l'euro-dollar entraîne nécessairement la modification égale du taux de change du dollar, car l'équivalence 1 dollar = 1 euro-dollar est réversible, comme toute équivalence. On s'aperçoit ainsi que la valeur extérieure du dollar peut varier pour des raisons totalement étrangères à la situation de la balance des paiements américaine.

Les économistes ont eu raison de noter que le marché des euro-dollars diminue l'emprise des Autorités sur les marchés monétaires nationaux. Or, la contrainte s'exerce aussi sur le marché des changes. Le gouvernement américain ne peut pas fixer en toute liberté la valeur extérieure du dollar, car la masse des euro-dollars, égale au déficit cumulatif de la balance des paiements américaine, apporte par ses mouvements incontrôlés des écarts de change du dollar dans les différentes espèces nationales. Et, dire que le taux de change du dollar échappe partiellement à la souveraineté des Etats-Unis, c'est dire réciproquement que le taux de change entre les monnaies nationales et le dollar échappe partiellement à la souveraineté des pays qui acceptent le « Dollar-Exchange Standard ».

— Les euro-dollars amassés dans les réserves, privées et officielles, sont des

pseudo-richesses, car ils représentent la dette d'un pays *insolvable*. Comment taxer d'insolvabilité le pays le plus riche du monde ? C'est que les Etats-Unis ne peuvent pas payer leurs dettes extérieures ; ils en sont incapables. Cette incapacité serait futile si elle dépendait de l'état de la richesse des Etats-Unis. Cependant, elle résulte d'une tout autre cause, à savoir de la définition actuelle de la monnaie internationale, qui implique une contradiction formelle. Puisque le dollar assume le rôle de la monnaie internationale, il s'ensuit que les Etats-Unis ne peuvent payer leurs dettes à l'étranger qu'au moyen de leur propre endettement. Dans ces conditions, les déficits ne sauraient être payés, quelle que soit l'opulence du pays débiteur. Effectué en une monnaie nationale, tout « règlement » du solde des paiements internationaux est nécessairement dénaturé en une simple promesse de payer, indéfiniment reportée, jusqu'au jour problématique où le déficit s'inverserait pour se transformer en excédent. Il ne s'agit donc pas de donner aux Etats-Unis les moyens économiques de leur solvabilité, qui sont assurés. L'insuffisance est au contraire dans la définition de la monnaie internationale qui, logiquement, ne peut se confondre avec une monnaie nationale, serait-elle émise par le pays le plus riche du monde. Quand le dollar international (\$i) remplacera le dollar ordinaire, les Etats-Unis n'auront plus aucun mal à affirmer leur solvabilité extérieure.

Entre-temps, il est urgent que la Communauté Economique Européenne institue l'euro. Elle en retirera des avantages décisifs dans deux domaines : (a) les règlements intra-communautaires se feront partout selon la même règle : que les paiements soient nationaux ou transnationaux, ils ne seront en aucun cas opérés au moyen de la dette des débiteurs ; (b) que ce soit de la part des Etats-Unis ou de tout autre pays, la Communauté n'acceptera en paiement de ses propres richesses économiques — biens, services et titres européens — que les dollars américains dont elle pourra se servir dans la même période pour acheter à l'extérieur des biens, des services et des titres.

Nous arrivons ainsi au véritable problème que nous entendons traiter dans cette section. Supposons que le dollar international soit créé au plus tard en même temps que l'euro. N'en résulte-t-il pas que l'euro est alors inutile ? La réponse à cette question, qui sera résolument négative, permettra de situer et d'apprécier l'euro dans un monde devenu normal, où les paiements internationaux, en dedans et en dehors de la Communauté, seront effectués en une monnaie internationale, l'£ ou le \$i.

Pour développer la démonstration de l'utilité de l'euro dans un monde doté du dollar international, il faudrait recourir à des connaissances nouvelles, notamment en théorie de la valeur, de l'inflation, des salaires et de la répartition au sein des économies nationales. Nous ne pouvons bien sûr examiner ces questions dans le cadre restreint de ce travail. Les analyses élémentaires que nous proposons nous permettront cependant de répondre avec certitude de la nécessité de l'institution de l'euro face au dollar international.

L'euro et les salaires nominaux dans les pays de la Communauté

La théorie dominante considère l'augmentation des salaires nominaux comme une cause de l'inflation, parfois comme sa cause principale. On parle d'inflation « cost-push ». Dans une autre étude, nous nous proposerons d'établir que l'inflation est un *déséquilibre* de la monnaie, plus précisément un déséquilibre entre l'offre globale et la demande globale. Or, les salaires nominaux sont l'expression monétaire de l'offre globale. Ils concernent donc l'un des deux termes de la comparaison. Toutefois, l'identité de KEYNES, $R \equiv C + I$, étend immédiatement à la demande globale la hausse nominale de l'offre globale. Il en résulte qu'aucun *déséquilibre* ne peut se former par cette voie. L'augmentation des salaires monétaires est un *changement d'échelle*, car elle modifie l'expression nominale d'une Offre constante. Et comme l'échelle est changée simultanément et dans la même proportion pour la Demande, l'inflation, qui est définie comme un déséquilibre, est étrangère à l'opération. En un mot, le « cost-push » définit une hausse des prix et non à proprement parler un écart inflationniste.

Il n'en reste pas moins que le changement d'échelle affecte la valeur extérieure de la monnaie nationale. Raisonons en monnaie A et en monnaie B. Supposons que du début à la fin de la période, la monnaie B soit redéfinie de telle sorte que

$$2B_{tx} = 1B_{to},$$

t_0 et t_x étant les bornes de la période. D'un côté, posons

$$1A_{tx} = 1A_{to}.$$

A présent, soit le taux de change entre les deux monnaies,

$$1A = 1B,$$

taux que nous maintenons fixe malgré la disparité du changement d'échelle, c'est-à-dire de l'accroissement des salaires nominaux dans les deux pays. On s'aperçoit que le changement d'échelle en B produit sur la valeur relative des deux monnaies l'effet même qui résulterait de la modification de la parité entre les deux monnaies si les salaires nominaux variaient dans la même proportion en A et en B.

Constance des salaires nominaux comparatifs

Modification de la parité des monnaies

parité initiale	$1A_{to} = 1B_{to}$
constance des salaires nominaux en A	$1A_{tx} = 1A_{to}$
constance des salaires nominaux en B	$1B_{tx} = 1B_{to}$
parité nouvelle	$2A_{tx} = 1B_{tx}$

conséquence

$2A_{tx}^{\text{monnaie constante}} = 1B_{tx}^{\text{monnaie constante}}$

D'après la nouvelle parité, à l'instant t_x deux unités de monnaie A s'échangent contre une unité de monnaie B. Mais étant donné la constance des salaires nominaux, à l'instant t_x deux unités de monnaie *constante* A s'échangent contre une unité de monnaie *constante* B.

Nous trouvons exactement la même conclusion dans le cas suivant.

Constance de la parité des monnaies
Modification des salaires nominaux comparatifs

parité constante $1A = 1B$

après changement d'échelle $1A_{tx} = 1A_{to}$

après changement d'échelle $2B_{tx} = 1B_{to}$

parité constante $2A_{tx} = 2B_{tx}$

conséquence

$2A_{tx}^{\text{monnaie constante}} = 1B_{tx}^{\text{monnaie constante}}$

Après le doublement des salaires nominaux per capita en B face à la constance des salaires nominaux en A, on sait qu'une unité de monnaie A en t_x a la même valeur qu'une unité de monnaie A en t_o , tandis qu'une unité de monnaie B en t_x ne vaut qu'une demi-unité de monnaie B_{to} . Comme la parité constante est d'une unité de monnaie A pour une unité de monnaie B, 2 unités de monnaie A s'échangent en t_x contre 2 unités de monnaie courante B, c'est-à-dire contre une unité de monnaie B constante.

En régime des parités fixes, quand une économie multiplie ses salaires nominaux par un facteur f , la valeur extérieure de la monnaie de ce pays est elle-même multipliée par le facteur f .

Corollaire. La fixité des taux de change n'a sa véritable signification que dans un ensemble de pays où l'accroissement des salaires nominaux per capita s'opère au même taux dans chaque pays.

*

* *

L'un des objectifs de la Communauté est précisément d'égaliser la croissance des salaires nominaux. Il serait même possible de les maintenir constants dans tous les pays-membres. C'est qu'il faut se garder de raisonner dans la situation régie par l'euro comme si la monnaie européenne n'existait pas. A l'heure actuelle, l'augmentation des salaires nominaux est une nécessité, car les salaires réels sont périodiquement amputés par l'inflation. La hausse des rémunérations monétaires est même une mesure gravement déficiente car, dès qu'elle est

générale dans le pays, elle s'analyse en un simple changement d'échelle, sans apporter la redistribution voulue des revenus en salaires et en profits. L'important serait de supprimer l'inflation. Or, l'euro est un grand facteur de « rééquilibrage » des monnaies nationales. Si l'on réussit ainsi à éviter toute inflation importée, le pas essentiel vers l'équilibre général sera réalisé. Et dans un ensemble où l'inflation est nulle, les salaires *réels* croissent face aux salaires nominaux constants, pour deux raisons : — les prix des marchandises et des services individuels diminuent par l'effet de la productivité physique ; — la loi de la baisse tendancielle des profits se vérifie : non seulement les salariés obtiennent une part grandissante du revenu national, mais à parts égales ils obtiennent une plus grande quantité de biens physiques.

Ne poursuivons pas cette analyse, qui n'est pas notre objet. L'enseignement qui s'en dégage dès à présent suffit à démontrer l'utilité de l'euro dans un monde doté du dollar international. S'il est vrai que l'Europe pourra mieux que la multitude des autres nations dominer l'inflation et veiller au moins à harmoniser les taux d'accroissement des salaires nominaux dans les pays-membres, *les taux de change entre les monnaies européennes seront véritablement fixes.*

*
* *

L'euro et les taux de change non révisables

Nous venons d'établir que la fixité des taux de change prend sa signification profonde dans un ensemble où chaque pays augmente les salaires monétaires au même rythme que ses partenaires. Comme cette harmonisation est possible dans la Communauté mais utopique à l'échelle de la planète, il serait très souhaitable d'instituer l'£ même si le \$i existait déjà. Car les taux de change entre l'euro et les monnaies européennes pourront être fixés définitivement, alors qu'il serait absurde de prétendre fixer irrévocablement les taux de change du dollar international.

Toutefois, le principe de la fixité absolue des taux de change en euro pourrait être contesté par certains auteurs qui, en plus de l'harmonisation des salaires nominaux, exigeraient d'abord *l'égalisation des taux de croissance des économies européennes*. A défaut de l'une ou l'autre de ces conditions, la valeur-euro des monnaies européennes devrait être révisable, selon ces auteurs.

La seconde condition est fondée sur une analyse erronée. L'identité de KEYNES englobe les salaires nominaux (R), mais elle ne fait aucune référence à la croissance. Comme la loi de la valeur macroéconomique est donnée par l'identité de KEYNES, la valeur de la monnaie nationale est indépendante du taux de croissance de l'économie. La conclusion inverse repose sur la confusion entre les deux notions de valeur et de prix. Il est vrai évidemment que la croissance positive fait baisser les prix individuels. Mais, quel que soit son taux, la croissance de l'économie définit une plus grande production *physique* et non une production de *valeur* croissante.

Les taux de change fixes assortis de la constance (comparative) des salaires nominaux constituent bien la condition nécessaire et suffisante de la véritable fixité de la valeur extérieure des monnaies. Seul l'euro est capable d'apporter les bienfaits de cette fixité irrévocable à la C.E.E.

L'euro et la totale liberté des mouvements de capitaux au sein de la Communauté

Bien que la disparité des taux de croissance des pays-membres n'affecte pas la valeur-euro des monnaies européennes, il reste vrai que dans un régime de taux de change fixes et irrévocables elle impose le déséquilibre des balances commerciales. C'est ici que s'exerce la loi de l'égalité nécessaire entre les excédents commerciaux et les exportations excédentaires de capitaux financiers. Ce parallélisme, qui résulte de l'existence d'une monnaie supra-nationale, assure l'équilibre permanent des balances de paiement monétaires. Ainsi, aucun pays-membre n'est lésé ni injustement avantagé. Totale liberté, les mouvements intra-communautaires de capitaux financiers apportent aux pays et aux régions relativement défavorisés la contrepartie des excédents commerciaux formés dans les pays et les régions en forte croissance économique, œuvrant ainsi pour une meilleure répartition du bien-être au sein de l'Europe unie. C'est là un effet de première importance. L'euro garantit à l'Europe la parfaite maîtrise des excédents commerciaux des pays-membres, dont le produit vivifie l'économie européenne elle-même. Grâce à l'euro, les excédents en \$ de la Communauté sont eux aussi tenus sous le strict contrôle des Autorités monétaires européennes.

L'euro est une monnaie nationale

Dans la Communauté tournée vers l'intérieur, l'euro est une monnaie supra-nationale. En revanche, l'euro est une monnaie nationale pour la Communauté tournée vers l'extérieur. Cette distinction permet de trancher le grand débat entre « monétaristes » et « économistes ».

A l'intérieur de la Communauté, l'euro est une monnaie supra-nationale, dont l'institution repose sur une seule condition préalable, l'égalisation des taux d'accroissement des salaires nominaux. Si l'euro n'existait pas, les « économistes » auraient raison, car les excédents commerciaux ne seraient pas nécessairement confrontés à des mouvements de capitaux compensatoires. La certitude de l'équilibre exigerait alors l'équilibre des balances partielles : les excédents et les déficits commerciaux devraient être combattus par l'uniformisation des taux de croissance. Mais l'euro donne raison aux « monétaristes ». Véritable monnaie supra-nationale, l'euro respecte pleinement la personnalité de chaque pays-membre. Il est inutile désormais de veiller à l'équilibre des balances commerciales, car l'unification des taux de croissance n'est plus une question préjudicielle. La causalité est inversée : l'euro offre une contribution déterminante à l'équilibre des taux de croissance des économies intra-communautaires.

A l'extérieur de la Communauté, l'euro est une monnaie *nationale*. Sur ce

nouveau terrain, les « économistes » l'emportent. La transformation de l'euro, monnaie nationale de l'Europe face au dollar international, en monnaie nationale des pays européens, ne pourra être obtenue que plus tard. Les \$i-titres du F.M.E. sont l'amorce. Il est tout à fait concevable que le Fonds Monétaire Européen devienne un jour l'unique banque centrale de tous les pays de la Communauté. Le remplacement des espèces nationales par l'euro est la finalité logique de la nouvelle monnaie européenne.

CHAPITRE IV

ANALYSE CRITIQUE DES PRINCIPAUX PLANS DE CRÉATION DE L'EUROPA

De nombreux plans proposent la création d'une monnaie européenne, l'euro ou l'euro. Les projets se ressemblent trop sur le fond pour que l'on songe à les analyser tous. D'un autre côté, de nombreux rapports soumis aux autorités et aux experts de Bruxelles ainsi qu'aux universitaires ne représentent les idées achevées de personne. C'est pourquoi nous citerons des projets et non leurs auteurs. S'il est impossible de reproduire toute la pensée actuelle sur cette grave question, on peut espérer néanmoins en montrer l'étonnante richesse, qui ne laisse pas de converger vers un prompt aboutissement dans la pratique. Il est peu de domaines où, comme ici, la pensée rejoigne les besoins les plus urgents de l'économie concrète.

1. *L'euro(pa), émission d'une Banque communautaire*

«Je suis convaincu que si l'on veut finalement réaliser une véritable Union monétaire européenne, il faut créer une nouvelle monnaie européenne et fonder une Banque centrale européenne.»

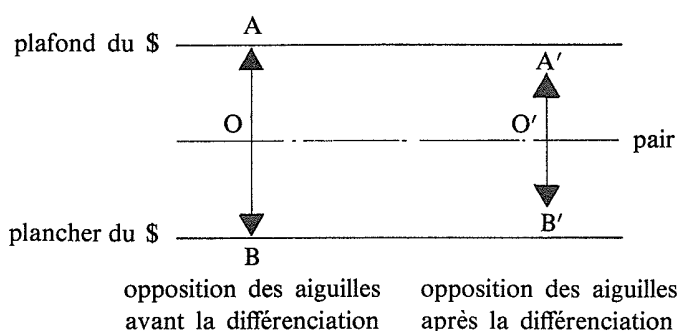
Cet avis hautement autorisé est aujourd'hui partagé par la plupart des esprits. Le progrès qu'il marque est considérable. On avait longtemps pensé que la « différenciation des marges » permettrait de différer la création d'une monnaie européenne. Une démonstration un peu longue établit au contraire que la différenciation des marges suppose l'existence d'une monnaie commune. Nous n'en proposons ici que les lignes générales.

Prenons l'exemple de deux monnaies européennes, A et B, face au dollar américain. Il s'agit de respecter deux contraintes : (1) les deux monnaies A et B doivent fluctuer entre elles à l'intérieur de frontières plus étroites que les limites officielles ; (2) les limites officielles doivent être maintenues entre les monnaies européennes et les monnaies tierces. On connaît la solution retenue, le trop fameux « serpent dans le tunnel ». Malgré la réelle subtilité du dessein, on ne saurait prétendre qu'il respecte parfaitement les deux contraintes posées au départ.

Traçons une ligne de niveau zéro, le « pair du dollar ». Deux droites parallèles

au niveau zéro représentent les limites officielles de la fluctuation des monnaies A et B relativement au dollar ; ces droites représentent identiquement les limites de la fluctuation du dollar par rapport aux monnaies européennes. Par convention, la limite supérieure correspond au niveau le plus élevé du dollar. Inscrivons dans les limites un cercle de centre O, point quelconque sur la ligne de niveau zéro. Considérons d'abord le dollar et la seule monnaie A. Les fluctuations du change entre ces deux monnaies peuvent être représentées par une aiguille de longueur égale au rayon du cercle et pivotant autour du point O. Le cercle est fixe ; l'aiguille est mobile. Quelle que soit la position de l'aiguille, à son extrémité le point A est défini univoquement par sa hauteur au-dessus ou au-dessous du niveau zéro. Une deuxième aiguille représente les fluctuations du dollar en monnaie B. L'écart entre les monnaies A et B est maximal quand les deux aiguilles égales sont diamétralement opposées sur l'axe vertical.

Le « rapport des gouverneurs » met d'abord en œuvre la contrainte (1) en changeant la longueur des aiguilles.



On s'aperçoit aussitôt que le rétrécissement des limites intra-communautaires implique la restriction des limites officielles elles-mêmes, ce qui est contraire à la contrainte (2). Afin d'écarter cette conséquence indésirable, il faut définir un nouveau centre, O', autour duquel pivoteront les aiguilles raccourcies. Le point O' définit le « niveau communautaire du dollar » et il fluctue autour du niveau zéro de telle sorte que les points A' et B' puissent atteindre dans le temps le plancher et le plafond du dollar.

Cette solution en deux mouvements, — écourtement des aiguilles, — fluctuation de leur pivot, repose sur un postulat implicite : pour réduire les marges intra-communautaires il convient de réduire d'abord les marges extra-communautaires, sauf à permettre ensuite la fluctuation du niveau communautaire du dollar. En d'autres termes, on commence par changer la longueur des aiguilles. Or, ce postulat n'est ni nécessaire ni suffisant.

1° *Le postulat des gouverneurs n'est pas nécessaire.* Prouvons-le dans le cas extrême où la différenciation est complète, aucune marge de fluctuation n'étant plus admise entre les monnaies A et B. Cette identité est satisfaite dans un cas très clair, quand les aiguilles A et B sont superposées. Imaginons une seule aiguille pivotant autour du point O pour représenter le niveau fluctuant du dollar dans les deux monnaies européennes indifféremment. Cette solution répond aux deux contraintes ; (1) les marges intérieures sont réduites (à zéro) ; (2) les marges externes sont maintenues. Pourtant on est loin de la solution des gouverneurs puisque la longueur des aiguilles est inchangée, alors que dans le cas où nous sommes le plan exigerait qu'elle fût annulée. Il semble donc bien que le postulat implicite soit logiquement inexact. On peut différencier directement sans passer par le préalable de la réduction des marges extra-communautaires.

2° *Le postulat des gouverneurs n'est pas suffisant.* On démontre que le plan des gouverneurs ne permet jamais d'obéir aux deux contraintes à la fois. Cette conclusion était prévisible du moment que la méthode suivie dans un premier mouvement est de rapprocher symétriquement du pair les positions extrêmes de A et de B.

La position A' B' est très claire. La contrainte (1) est satisfaite mais la contrainte (2) ne l'est pas : les monnaies sont l'une et l'autre incapables d'atteindre soit le plafond soit le plancher. A présent, que le serpent ondule librement. Le point A' vient ainsi au plafond du dollar. Il serait illégitime de supposer que sur le marché des changes l'appréciation du dollar en monnaie A agisse simultanément, dans la même mesure, et dans le même sens, entre le dollar et la monnaie B. Dans ce cas, les deux monnaies seraient effectivement, et non par artificiellement, solidaires. Le vrai problème surgit quand l'opération conduisant la monnaie A au plafond du dollar laisse le change-dollar de la monnaie B constant. Dans ces conditions, il faut choisir entre trois possibilités : (a) on intervient sur la monnaie A pour l'empêcher de se déprécier face au dollar ; (b) on intervient sur la monnaie B pour l'obliger à se déprécier en dollars ; (c) on n'intervient ni sur la monnaie A ni sur la monnaie B. Aucune des trois possibilités ne permet de concilier les deux contraintes. Le cas (c) respecte la deuxième contrainte au détriment de la première. Les cas (a) et (b) heurtent la deuxième contrainte puisque les autorités doivent intervenir sur une monnaie qui ne crève ni le plancher ni le plafond des limites officielles.

En résumé, le serpent donne le change : ses savants ondoiements enchantent l'esprit pour lui ravir la solution recherchée.

La seule véritable solution du problème des gouverneurs passe par l'institution de la monnaie européenne. A l'extérieur de la Communauté, l'euro est coté en \$ ou en \$. Si l'euro est institué avant le dollar international, il pourra fluctuer face au dollar américain à l'intérieur de limites convenues, ou encore — ce qui serait théoriquement préférable — en toute liberté. Les variations de la valeur-euro du dollar ne s'opposeraient nullement à la fixité des parités intra-eu-

ropéennes. Que cette solution soit logiquement implicite dans le plan WERNER, on en a la preuve jusque dans la terminologie, car si le « niveau communautaire du dollar » cessait d'être une fiction pour définir une monnaie, *il s'identifierait à l'euro*.

Dans l'évolution des faits, les bonnes idées finissent par chasser les mauvaises. En 1975, l'idée de l'euro(pa) triomphe du serpent : « il faut créer une nouvelle monnaie européenne et fonder une Banque centrale européenne ».

2. La monnaie européenne pourrait-elle remplacer purement et simplement toutes les monnaies nationales de la Communauté ?

On économiserait ainsi bien des efforts intellectuels. Le franc, la livre, le mark, la lire..., toutes ces menues monnaies disparaissent pour laisser libre circulation à l'euro. Il est sans doute inutile d'insister sur le caractère gravement utopique de cette « solution ». Il faudrait supprimer d'abord les parlements et les gouvernements nationaux, ou les reléguer au rang des Collectivités locales. C'est l'Europe de l'avenir lointain. L'euro ne doit pas attendre l'Europe. L'institution de la monnaie européenne dans l'environnement totalement préservé des monnaies nationales sera la principale cause efficiente de l'Union des pays-membres.

3. La monnaie européenne pourrait-elle être émise comme l'unité composite des différentes monnaies nationales ?

« Un peu de tout, en un brassage bien dosé. » Les monnaies nationales sont hétérogènes. Plus exactement, l'analyse moderne repose sur la distinction entre la monnaie nominale et la monnaie réelle. Il est vrai que les monnaies nominales sont toutes rigoureusement comparables. Etant des actifs-passifs, elles sont des valeurs économiques nulles. Mais les différentes espèces nationales deviennent disparates dès qu'elles se transforment en monnaies réelles. Afin que l'homogénéité soit maintenue jusque dans les revenus nominaux de dénominations diverses, il faudrait que la même unité composite soit utilisée dans tous les pays communautaires pour payer l'ensemble des facteurs de la production industrielle, commerciale et agricole. En d'autres termes, l'unité composite conduit à la suppression des monnaies nationales et à leur remplacement par l'euro, qui peut recevoir toutes les dénominations simultanées que l'on voudra bien lui donner.

4. L'euro ne pourrait-il pas être émis comme un simple trait d'union entre les monnaies européennes ?

Les monnaies nationales — ou certaines d'entre elles — auraient cours libératoire dans l'ensemble de la Communauté. Ici encore la théorie moderne apporte une réponse définitive — et négative. L'euro servirait de monnaie de compte pour calculer les créances nettes, positives ou négatives, résultant des

offres et des demandes de monnaies nationales entre elles. Toutefois, l'euro serait également la monnaie de paiement des soldes. Supposons ainsi que dans un tel régime de totale interconvertibilité des monnaies européennes, le mark soit l'objet d'une demande excédentaire. La Banque européenne serait obligée de demander des marks à la Bundesbank en contrepartie d'une émission équivalente d'euros.

BUNDESBANK			
euros	+x	création de marks	+x

Il est clair que l'émission des euros par cette voie serait contraire à la nature de la monnaie contemporaine, qui est purement nominale à l'instant de sa création. La Banque européenne créerait directement des monnaies réelles sous la forme de monnaies réelles *nationales*, le mark dans l'exemple choisi. Les déséquilibres qui en résulteraient ne pourraient être compensés par des déséquilibres inverses, l'inflation et la déflation ne se produisant pas nécessairement aux mêmes endroits de l'économie communautaire. Pour écarter d'emblée tout effet déséquilibrant de la monnaie européenne, il est suffisant mais *nécessaire* que tous les euros nouvellement créés soient de pures monnaies nominales. Une nouvelle « Union latine » à l'échelle de la Communauté ne saurait satisfaire à cette condition.

*5. L'euro doit être émis selon les règles mêmes
suivies pour la création des monnaies nationales*

Les économistes s'accordent sur ce point. Aussi la difficulté est-elle ailleurs : quelles sont les règles exactes de la création des monnaies nationales ? L'analyse a fait de récents progrès dans la voie de la réponse, mais la théorie dominante n'a pas encore totalement assimilé la distinction des deux monnaies, nominale et réelle. De nombreuses erreurs formelles résultent de cette lacune, qui va cependant se rétrécissant. Citons-en quelques-unes.

1° « Avant de créer une nouvelle monnaie, il importe de lui donner une valeur. La monnaie européenne ne s'imposera dans les échanges et dans les réserves, privées et étatiques, que si sa valeur est incontestée et stable. Il est donc nécessaire de garantir le pouvoir d'achat de l'euro. Les risques d'inflation seraient diminués, du fait même de l'existence d'une monnaie-refuge, et l'épargne financière serait grandement stimulée, ce qui conduirait à une forte accumulation de biens d'investissement dans la Communauté et, en conséquence, à une rapide croissance de l'économie européenne. »

Toute cette séduisante argumentation s'expose à une critique dirimante. A sa naissance la monnaie n'est pas un actif, mais un actif-passif ; sa valeur économique est donc simultanément positive et négative. Aucune monnaie nouvellement émise n'a pour objet de financer les achats ; la finalité de la monnaie nominale est

de monétiser les échanges, c'est-à-dire de financer les flux-reflux et non les flux nets. Seule la monnaie réelle a une valeur économique positive. Or, aucune monnaie réelle ne peut être émise par le système bancaire.

2° « Il convient malgré tout de prêter attention aux divers plans tendant à déterminer objectivement une unité de mesure économique aussi stable que les unités de mesure physiques. Si l'euro pouvait devenir le « mètre » permettant de mesurer mathématiquement (de « compter ») les dettes et les créances économiques, il rendrait déjà un service tellement considérable qu'il serait inutile d'exiger en plus qu'il devienne rapidement une monnaie de paiement. Instituer une nouvelle unité de compte, l'euro, telle est la mesure la plus urgente. »

Cet argument semble plus rigoureux que le précédent, car cette fois l'euro est une simple « convention métrique », l'expression d'un pouvoir d'achat constant en termes physiques.

La distinction entre unité de compte et unité de paiement est fondamentale. Raisonnons simplement, car le sujet est difficile.

— Supposons que l'on prenne pour référence une collection de marchandises, le « panier de la ménagère ». N'est-il pas possible de définir l'euro en relation avec ce panier ? On pose par exemple que le panier est représenté par 10 euros, ce qui signifie que 10 euros mesurent la collection des biens compris dans le panier. Cette définition de l'euro est logiquement irréprochable, car elle appartient à la classe des appellations. Les définitions de nom ne sont pas des propositions ; elles sont au contraire libres, car elles n'apportent aucune information. On attache au panier une étiquette portant l'appellation euro et le chiffre 10 et on convient que cette étiquette ne pourra être fixée qu'aux paniers comprenant exactement la même quantité, la même variété et la même qualité de marchandises. Il est certain que l'euro n'est ici que le *nom* d'un étalon physique, *non monétaire*. En effet, la référence est la collection de marchandises et non l'euro, qui n'en est que le « label ». Il faut en conclure que la définition légale du panier en euros n'institue pas une *monnaie* de compte. Même après cette définition, l'unité de compte est une collection de *marchandises*, et non une monnaie.

— Cependant, on franchit un pas en décidant que la valeur extérieure des monnaies européennes devra à tout moment répondre à l'exigence de la parité des pouvoirs d'achat mesurés en euros. Si 10 euros représentent la collection de référence et si 10 marks ont effectivement le pouvoir d'acheter cette collection sur les marchés allemands, le taux de change sera de 1 mark pour 1 euro. De la même façon, s'il faut dépenser 20 francs pour acheter la collection-référence sur les marchés français, le change sera de 2 francs pour 1 euro. Les taux de change « absolus » (en euros) se traduisent aussitôt en taux de change relatifs, le mark valant 2 francs dans l'exemple choisi. La question se pose de savoir si en cette nouvelle fonction — la détermination des taux de change — l'euro est devenu une monnaie ou s'il est resté la dénomination d'une collection de biens non moné-

taires. Il est certain que l'euro demeure le simple « label » qu'il était dès le départ en vertu de sa définition légale. La preuve en est dans le fait que l'euro n'est jamais échangé contre les monnaies nationales, qui s'échangent exclusivement entre elles. L'euro n'est encore que la mesure de la valeur extérieure des monnaies ; et cette mesure reste physique : le panier de la ménagère.

On peut douter de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat et contester la détermination, sur cette base, des taux de change. Nous y reviendrons. A présent, notre propos est de rechercher la ligne de démarcation exacte au-delà de laquelle l'euro cessera d'être le nom ou l'étiquette d'une collection de marchandises pour devenir une monnaie. Au stade actuel du raisonnement, cette évolution n'est pas faite.

— Un nouveau pas est franchi lorsque le panier et sa définition légale en euros sont choisis pour mesurer le dollar américain ou toute monnaie (dite convertible) circulant comme instrument des paiements internationaux. Si, par un calcul nécessairement incertain et approximatif, il est constaté que le pouvoir d'achat du dollar baisse sur les marchés européens, parce qu'il faut désormais 5 \$ en moyenne au lieu de 4 \$ pour acheter la collection de référence, on décidera de diminuer en conséquence la définition-euro du dollar. En logique pure (*ceteris paribus*) 1 \$ est désormais l'équivalent de 2 euros, alors qu'il valait auparavant 2,5 euros. Mais l'euro est-il enfin devenu une monnaie ? La réponse est encore négative car aucun euro n'a été converti en dollars, ni aucun dollar en euros. Les choses restent en l'état.

— Le pas décisif est franchi à l'instant précis où l'euro cesse de représenter un panier de marchandises, ou d'une façon plus générale un indice quelconque des prix, pour se transformer en monnaie. Nous arrivons ainsi à une formulation proche d'une tautologie. *Pour qu'une monnaie soit une unité de compte, il faut qu'elle soit une monnaie.*

— La nouvelle monnaie européenne naîtra le jour précis où la Banque de la Communauté lancera sa première dette spontanée, par inscription au passif du Département de l'Emission. Il est logiquement permis de discuter de la priorité, même chronologique, à reconnaître à la monnaie de compte sur la monnaie de paiement. Mais il est illogique de partir d'une unité de compte non monétaire — le panier de la ménagère ou tel indice des prix, national ou européen — pour en faire la première étape d'une monnaie complète, comprenant la fonction véhiculaire. Si le point d'origine est constitué par un bien réel ou par une collection de produits, il ne s'agit d'une monnaie ni en sa qualité d'unité de compte ni comme unité de paiement. D'emblée il est nécessaire de se donner une monnaie, puisque l'objet de la recherche est précisément la monnaie et non les biens réels. Or, dans ses formes contemporaines, la monnaie est définie par l'endettement des banques. La définition scientifiquement exacte est plus précise : toute monnaie est un droit de créance sur le département de l'émission d'une banque quelconque, internationale, centrale ou secondaire.

— Une monnaie européenne est par définition l'endettement d'une banque elle-même européenne. Mais les dettes ne sont-elles pas comptées avant d'être émises ? Plus rigoureusement, ne convient-il pas de mettre à la disposition de la Banque européenne une unité de mesure lui permettant de diviser ses engagements jusqu'à l'unité « insécable », afin de pouvoir les mesurer et les proportionner aux besoins ? La réponse est évidemment positive. Mais l'échelle dont a besoin la Banque est *arithmétique*, et non économique. On décide, par exemple, d'émettre une monnaie selon le système décimal, avec des euro-francs et des euro-centimes, ou des euros répartis en unités, en dizaines, centaines, etc. La simplicité voudrait sans doute que l'euro soit l'unité de base, insécable. L'euro est d'abord la monnaie d'une comptabilité purement arithmétique, permettant de mesurer les endettements de la Banque les uns par rapport aux autres et de les ranger dans la série arithmétique des nombres entiers. A ce stade, aucune valeur *économique* n'est encore comptée, car aucune valeur économique n'est encore née sous la forme de la monnaie européenne. Mais voici que la Banque lance son premier endettement. La monnaie vient de naître en tant qu'unité de paiement, car les titulaires de la créance sur le Département de l'Emission s'en servent librement pour payer leurs transactions trans-européennes.

Cependant, l'euro n'est pas une unité de paiement avant d'être une unité de compte *économique*. La raison en est que l'émission du premier endettement de la Banque européenne suppose déjà l'existence des taux de change entre l'euro et les monnaies nationales des membres de la Communauté. Chaque Bureau National de la Banque vend des euros, le prix de la transaction n'étant connu que par le taux de change entre la monnaie du pays et l'euro. On en conclut que si la question de la priorité entre les deux fonctions de la monnaie se pose historiquement, la monnaie internationale sous sa forme moderne naît simultanément comme un ensemble d'unités de compte et d'unités de paiement. Cette conclusion s'étend d'ailleurs aux monnaies nationales, car les unités de paiement nouvellement émises ne pourraient servir dans les achats si les rémunérations dues aux facteurs de production n'étaient déjà chiffrables en monnaie avant même que les dettes bancaires soient lancées.

Une dernière erreur de raisonnement peut surgir dans ce contexte. Puisque l'euro est une monnaie de compte par l'effet de ses taux de change avec les monnaies nationales, les véritables unités de compte sont les monnaies nationales, et non les euros. La déduction paraît irréfutable ; or, elle est totalement fausse. L'institution de l'euro fondée sur un réseau de taux de change fixes entraîne deux conséquences qui font de l'euro une unité de compte hors de pair : (1) toute inflation d'origine externe est écartée par l'égalité permanente du flux et du reflux des euros nominaux ; (2) la fixation de parités de change irrévocables — utopique dans la situation actuelle, mais réalisable grâce à la nouvelle monnaie européenne — se traduira dans le temps par un flux durable de capitaux financiers vers les pays et les régions moins avancés, ce qui contribuera d'une façon déterminante

au développement généralisé et harmonieux de toute l'économie de la Communauté.

L'idée de la parité des pouvoirs d'achat de l'euro dans tous les pays-membres est ainsi reléguée parmi les opinions pré-scientifiques : elle n'a pas plus de signification que la comparaison entre le pouvoir d'achat nécessaire à l'acquisition d'un piano à queue et celui qu'il faut dépenser pour s'offrir de beaux voyages. Le « panier de la ménagère » est une pauvre robinsonnade. La seule forme valide de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat est la loi de l'égalisation pour chaque pays et en permanence entre les paiements et les recettes en euros. Il est certain qu'en termes physiques le pouvoir d'achat de l'euro ira croissant dans le temps, car l'équilibre de la monnaie ne signifie pas la stabilité du niveau général des prix — le niveau général des prix n'étant d'ailleurs même pas définissable en théorie pure sans l'apport de l'analyse moderne de l'intégration monétaire — mais rigoureusement l'égalité entre la demande globale évaluée en monnaie courante et l'offre globale en monnaie constante. Dans ces conditions, les gains de la productivité *physique* accroîtront le pouvoir d'achat de l'unité monétaire européenne, sans que les débiteurs aient à en souffrir, puisque leur dette sera néanmoins de *valeur* constante.

3° « Une condition indispensable de la multilatéralisation des créances et des dettes et de leur règlement est de libeller toutes ces créances et toutes ces dettes en une *unité de compte commune* au lieu de la monnaie du pays créateur. Afin de hâter l'introduction d'une telle unité de compte dont le besoin est urgent, celle-ci pourrait être définie initialement et indifféremment pour le moment, comme égale à 0,888671 gramme d'or fin. Il devrait être prévu cependant que cette définition pourrait être modifiée à tout moment par le Conseil des Ministres, en particulier si la définition actuelle des droits de tirage spéciaux en termes d'or venait à être modifiée dans le cadre de la réforme du système monétaire international maintenant en cours de négociation. »¹

L'erreur survit à tous les coups qu'on lui porte. Dans l'esprit du profane, la monnaie est inséparable de son pouvoir d'achat : détenir de la monnaie, c'est disposer d'une somme de valeur immédiatement convertible en richesses réelles de toutes sortes. Et le scientifique partage cette croyance, sauf à lui conférer une plus grande dignité formelle. Bien que les savants admettent aujourd'hui presque tous la définition de la monnaie moderne, simple dette du système bancaire, ils sont encore au seuil de la nouvelle théorie, dont les enseignements se répandent lentement. Cependant, le progrès est irréversible. Dans quelques années, même les lycéens sauront que toute monnaie, nationale et internationale, est naturellement éphémère, qu'elle doit donc être recrée tous les jours, et qu'en son état naissant elle a une valeur économique totalement négligeable, la valeur même du papier et de l'écriture qui la portent.

¹ Cette modification est effectivement intervenue.

Raisonnons sur la monnaie nationale. Si elle avait une valeur positive dès son émission, il serait hautement souhaitable de protéger cette valeur, de la garantir à la source, et de la concevoir aussi authentique, sûre et ferme que possible. Aussitôt tous les esprits se tournent vers l'or, valeur *légitime* par excellence. La nouvelle monnaie est faite de papier et d'écritures, il est vrai, mais au moins que ces matières viles soient les émissaires du noble métal ; à la loi d'y veiller. La théorie de l'intégration bouleverse l'antique croyance. Puisqu'il est *démontré* que la monnaie bancaire est d'abord un actif-passif, un actif auto-annulé, une créance-dette et non un droit positif, il est impensable qu'elle nourrisse la moindre demande additionnelle. Macroéconomiquement, *aucune monnaie* fraîchement émise ne peut être convertie en une richesse réelle quelconque. Il devient aussitôt superflu, anachronique et presque risible de songer à relier la monnaie nationale à l'or. Cette opération ne renforcerait pas la valeur de la monnaie nominale — qui n'en aurait toujours aucune, même exprimée en actif (or) - passif (or) — mais elle n'aboutirait qu'à fixer (« administrer ») le prix de la marchandise-or parmi la multitude des autres biens, ce qui est une mesure injustifiée si elle est effective, et blanche si, comme il est probable, elle demeure fictive. En matière de monnaie nationale, les faits ont du reste devancé les théories les plus conservatrices, et dans le monde entier il n'existe plus qu'un ou deux pays pour s'obstiner à maintenir la définition-or de leurs espèces.

Les faits sont moins avancés en matière de monnaie internationale, ce qui laisse un cours plus libre aux opinions timorées, trop fidèles à l'ancienne primauté du métal. La vérité est pourtant que la place de l'or est d'emblée bien plus précaire dans ce nouveau domaine, où la valeur de la monnaie ne peut être que *dérivée* des pouvoirs d'achat nationaux. Rassemblons en trois points la critique de la définition-or de la monnaie de compte européenne.

— Que les parités entre les monnaies nationales et l'euro soient fixes, rampantes ou flexibles, il est évident que la monnaie européenne emprunte l'intégralité de son pouvoir d'achat aux espèces nationales. Comme il est désormais clairement apparent que les monnaies nationales ne tirent pas leur puissance acquiescitive du métal précieux, on en déduit nécessairement que l'or ne fait pas non plus la puissance de l'euro. L'appellation d'euror, naguère proposée, semble donc peu heureuse.

— Il n'empêche que l'euro peut être défini en or si les Autorités monétaires le souhaitent, afin de tranquilliser l'opinion publique. Si la définition-or est poétique et surannée, il ne s'ensuit pas qu'elle soit le moins du monde néfaste. Que l'on proclame partout l'équivalence fondamentale de l'unité européenne et de 0,888671 gramme d'or fin¹, ce voisinage controuvé ne portera tort ni au métal — qui continuera à trouver son prix sur les marchés libres — ni à l'euro, qui pourrait aussi bien être rattaché à l'énergie nucléaire ou au système solaire.

¹ Ou d'un multiple quelconque de ce chiffre.

— Le véritable danger — qui s'était déjà vérifié dans les faits lors de l'Union Européenne des Paiements — est que les experts se reposent sur le travail accompli, dans la ferme conviction que l'« euron » constitue la pierre angulaire de l'édifice, qu'il s'agit ensuite de construire patiemment et pragmatiquement, brique à brique. Nous retrouvons ici l'erreur déjà dénoncée de l'unité de compte considérée comme la forme embryonnaire de la monnaie. La vérité est au contraire qu'il faut de deux choses l'une : ou bien l'unité de compte existe avant la monnaie, et elle est purement stérile ; ou bien l'unité de compte naît avec la monnaie elle-même, auquel cas la définition-or de l'unité monétaire est folklorique, car l'euro-monnaie est un actif-passif de la Banque européenne. La définition-or de l'euro n'est ainsi ni une condition suffisante ni même une condition nécessaire de l'institution de la monnaie communautaire. Définir une unité de compte supplémentaire, c'est ajouter un leurre à une riche panoplie d'armes spécieuses.

4° « Nous voudrions donc soumettre à la discussion publique l'hypothèse suivante et les conséquences que nous en tirons : les euro-dollars représentent une véritable monnaie européenne « temporairement » incluse dans la zone dollar. De ce fait central découle que l'intégration de ces liquidités dans le système monétaire et financier de la CEE est indispensable pour résoudre les contradictions que l'unification monétaire a rencontrées jusqu'à ce jour. Cette intégration se ferait par la conversion des euro-dollars en une nouvelle monnaie européenne qui circulerait à côté des dix autres... Ce projet ne vise donc pas à réaliser un compromis entre stratégie monétaire (Plan LAMBERT) et stratégie des taux de change (Plan WERNER), mais à intégrer le fait des euro-dollars comme élément positif au processus d'unification monétaire. La création monétaire ne représente ainsi plus un difficile pari volontariste, mais réduit les sacrifices auxquels les gouvernements n'avaient pas cru pouvoir consentir et à cause desquels ils se sont refusés à l'Union Monétaire. »

Si nous plaçons cette longue citation dans la série des critiques des conceptions courantes de la création d'une monnaie européenne, c'est à contre-cœur, car ce texte respire l'originalité, la fraîcheur d'esprit et le courage de l'innovation imaginative. Aussi le lecteur prendra-t-il nos objections un peu vives comme la marque de l'intérêt que nous portons à cet essai de transformation des euro-dollars en florins — car telle est l'appellation des nouvelles espèces proposées par l'auteur. Procédons par étapes.

— L'euro-dollar tient lieu de monnaie, c'est indéniable. Mais son cours n'est pas limité à l'Europe. Le dollar, créance sur le système bancaire américain, circule hors des frontières de son pays d'origine dans le monde entier. Il serait donc abusif de prendre l'euro-dollar comme la première manifestation d'une monnaie strictement européenne. Le préfixe euro pourrait être trompeur à cet égard. Cette remarque serait banale et légère, n'était le danger d'une conversion massive d'euro-dollars de toute origine. Dans ce cas, la création de florins serait

excessive et la monnaie européenne échapperait en partie au contrôle de la Communauté.

— L'analyse démontre que l'euro-dollar est le résultat d'une *duplication*. Par définition, l'euro-dollar circule en dehors des Etats-Unis. Cependant, l'euro-dollar est un dollar, et une seconde définition exige que tout dollar soit un droit de créance sur les banques américaines. Ensemble, les deux définitions semblent aboutir à un paradoxe : le dollar est déposé aux Etats-Unis bien qu'il circule dans le reste du monde exclusivement. La résolution du paradoxe est une conséquence de la distinction moderne entre la monnaie nominale et la monnaie réelle. Le dollar réel ne saurait logiquement être exporté, car il est intégré à la production américaine ; le déficit accumulé de la balance des paiements américaine est donc purement représenté par des dollars nominaux¹.

La théorie prouve que le pouvoir d'achat de la monnaie nationale disparaît dans les acquisitions de la production courante. Ainsi, quel que soit le montant du déficit américain de l'année, tous les revenus nominaux produits aux Etats-Unis en cette période restent dans le pays, intégrés aux productions réelles. Même dans le nouveau système monétaire, fondé sur le dollar international, le \$i transporte des monnaies réelles nationales dans la mesure exacte où il les remplace par des monnaies réelles étrangères : il est inconcevable qu'une monnaie réelle soit l'objet d'une exportation nette. Le dollar réel ne pourrait exercer son pouvoir d'achat sur les marchés étrangers que si un pouvoir d'achat égal, d'origine étrangère, était dépensé sur les marchés américains. En l'absence du \$i, la règle est maintenue malgré d'importantes différences, dont celle qui tient au déficit de la balance des paiements américaine, déficit interdit par le \$i mais auquel ne s'oppose pas, l'expérience le montre assez, le Dollar-Exchange Standard. Puisque le dollar réel n'est pas exportable, la logique voudrait qu'entre les Etats-Unis et le reste du monde les flux et les reflux de dollars soient toujours équilibrés. Le \$i impose cette règle ; le \$ la transgresse. Il ne s'ensuit pas que, dans le désordre actuel, des dollars réels soient exportés, car la chose ne se conçoit pas : les paiements extérieurs nets des Etats-Unis apportent donc des dollars purement nominaux aux économies nationales qui supportent le poids du déficit américain.

Les économistes ont conscience du déséquilibre entraîné par la circulation des euro-dollars. Jusqu'à présent, ils ne disposaient pas d'une théorie achevée qui leur permit de définir exactement le mécanisme perturbateur. La nouvelle analyse du circuit de la monnaie, actif-passif $\longrightarrow$ actif $\longrightarrow$ actif-passif, fournit les informations qui manquaient. Etant une monnaie nominale, l'euro-dollar appartient à la classe des actifs-passifs. Formellement, il ne devrait donc pouvoir servir aux achats qu'après transformation en actif net. En plus, il faudrait que tout euro-dollar dépensé dans les achats de biens quelconques de la production cou-

¹ Il s'ensuit que les euro-dollars circulent partout dans le monde, même aux Etats-Unis ; nous développons ce point dans *L'or, le dollar et la monnaie supranationale*, à paraître.

rante soit soumis à la loi de la désintégration des monnaies réelles pour redevenir un actif-passif. Or, l'euro-dollar n'est pas intégré aux monnaies nationales, et seules les monnaies nationales sont intégrées aux productions courantes. Il en découle qu'en dehors des Etats-Unis le dollar américain n'est jamais intégré aux productions de quelque pays que ce soit. L'euro-dollar est un actif-passif qui circule constamment comme un actif net, ne subissant ni l'une ni l'autre des transformations propres aux monnaies bancaires « ordinaires », ni l'intégration ni la désintégration. Le déséquilibre qui en résulte peut être illustré dans un exemple chiffré extrêmement simplifié.

Soit deux pays A et B excluant les Etats-Unis. Dans le pays A, 50 biens sont produits à un coût social ou macroéconomique de 50 unités de monnaie A. Rappelons que le coût social est rigoureusement défini comme la somme des dettes monétaires contractées par l'ensemble des entreprises pour la rémunération directe ou non de tous les travailleurs, du manuel à l'intellectuel, employés à la production de tous les biens et services. Les produits sont dénombrables en unités de salaires, car ils ne sont pas physiquement homogènes. L'unité de bien réel est par définition le produit des travailleurs dont la rémunération totale, directe et sociale, se monte à une unité de monnaie. Dans le pays B, 30 unités de biens et de services produits correspondent à 30 unités de revenus macroéconomiques, c'est-à-dire à la transformation de 30 unités de monnaie nominale B en 30 unités de monnaie B réelle. Introduisons le dollar. Des particuliers, des entreprises, nationales ou multinationales, ou encore des banques commerciales du pays B possèdent une créance exigible sur les banques américaines, soit sous la forme de billets du Federal Reserve soit plus probablement en écritures dans les comptes courants de banques de dépôt, à New York par exemple. Ces créances circulent librement dans le monde, car on suppose qu'elles représentent une fraction du déficit cumulé de la balance des paiements américaine. Chiffrons ces créances à 30 \$. Un importateur du pays B les emprunte sur le marché de l'euro-dollar et les crédite au compte de son fournisseur dans le pays A. Afin de mesurer l'effet de cette opération sur l'économie du pays A, il faut évidemment se donner le taux de change du dollar en monnaie A. Posons l'égalité $10 \$ = 1$ unité de monnaie A. Le pouvoir d'achat s'exerçant sur les 50 biens à écouler dans le pays A se trouve accru de 3 unités.

pouvoir d'achat d'origine intérieure	=	50
pouvoir d'achat d'origine extérieure	=	3
rapport du pouvoir d'achat au produit	=	$\frac{53}{50}$

L'euro-dollar a ouvert un écart inflationniste dans l'économie du pays A, égal à la différence entre la demande globale en monnaie courante (53) et la demande globale en monnaie constante (50). Alimentée sur le marché de l'euro-dollar, la demande excédentaire se traduit par la « dilution » du pouvoir d'achat produit

dans l'économie du pays A, le pouvoir de 50 unités se retrouvant inchangé dans 53 unités de monnaie, ce qui représente pour chaque unité monétaire une perte de $\frac{3}{53}$ unité de valeur.

Cependant, si l'euro-dollar nourrit une demande excédentaire ou excessive, son effet ne s'arrête pas là, car il est le cas le plus flagrant d'un phénomène que KEYNES dénonçait déjà en 1930, bien avant qu'il fût question de l'euro-dollar : le « *widow's cruse* ». Tous les euro-dollars portés à l'achat de biens quelconques se retrouvent intacts entre de nouvelles mains, prêts à alimenter d'autres demandes excédentaires.

*
* *

Avant que la distinction entre la monnaie nominale et la monnaie réelle devienne un acquis de la science macroéconomique, il n'apparaissait pas clairement pourquoi une même monnaie ne servirait pas à des achats successifs en nombre indéfini, car la monnaie n'est pas détruite par les achats qu'elle finance. Un maillon essentiel du raisonnement faisait défaut, la distinction entre monnaie et revenu monétaire. La monnaie peut servir plusieurs fois, ou du moins elle ne s'annule pas dans les échanges, tandis que le revenu monétaire disparaît sous sa forme nominale quand il est converti en revenu réel, en biens et en services produits. Si la logique exige que la monnaie soit reprise et éteinte afin que son pouvoir d'achat soit périmé après un seul usage, la monnaie nominale elle-même doit s'effacer après une seule opération de flux-reflux. Il reste vrai toutefois que les dépenses ne détruisent pas la monnaie nominale, alors que la dépense des revenus monétaires détruit les monnaies réelles, qui sont dégradées en monnaies nominales.

*
* *

Nous pouvons ainsi répéter dans le sens inverse les dépenses en euro-dollars. Ceux-ci sont empruntés sur le marché financier du pays A et crédités au compte des exportateurs de B. Le nouvel écart inflationniste — qui se produit en B cette fois — dépend du taux de change entre le dollar et la monnaie B. Posons l'égalité $6 \$ = 1$ unité de monnaie B. Dans le pays B, le pouvoir d'achat en monnaie constante est de 30 unités. Chaque unité de monnaie A perd ainsi la septième partie de son pouvoir d'achat.

Il est évident que le raisonnement se poursuit, car les euro-dollars sont toujours là et on ne voit pas comment ils resteraient oisifs. Le pays A, puis le pays B, connaîtront donc une nouvelle tranche d'inflation ; et ainsi indéfiniment. Remarquons pourtant que, *si la masse des euro-dollars est constante*, l'effet cumulatif se produit dans le temps et non simultanément dans le temps et dans l'espace. Le déséquilibre de la monnaie se renouvelle, il se reproduit de période en période, mais il ne s'élargit pas : il prend la forme d'une rente. Tel est le « widow's

cruse», la même somme de monnaie apportant un revenu inflationniste nouveau en chaque période, sans fin.

L'euro-dollar mérite qu'une étude fondamentale lui soit consacrée. De nombreuses questions sont encore à préciser. La principale est sans doute de déterminer quels sont les bénéficiaires du déséquilibre inflationniste entretenu par la circulation mondiale de cette fausse monnaie réelle. Il est certain que ce ne sont pas nécessairement les titulaires des euro-dollars, qu'ils les aient gagnés dans leurs ventes ou empruntés sur les marchés financiers. Il est non moins certain que l'inflation due aux euro-dollars crée des profits-surplus supplémentaires, en quelque sorte des sur-profits. En effet, *toute* inflation se définit par l'excédent de la demande globale (en monnaie courante) sur l'offre globale (en monnaie constante). Or le point d'aboutissement de toute demande est en entreprise. Il est donc identique d'affirmer que l'économie est déséquilibrée par l'inflation et que l'ensemble des entreprises enregistre des profits inflationnistes — sans que leur ventilation soit pour autant connue. L'inflation n'est pas *d'abord* un déséquilibre de la monnaie, qui provoquerait des effets de redistribution de revenu mal définis, elle est par définition même à la fois un déséquilibre de la monnaie et un profit additionnel. Une autre question de grand intérêt concerne le pays d'origine des euro-dollars. Une logique simple conclurait à l'impossibilité de financer en euro-dollars des achats aux Etats-Unis. L'euro-dollar, droit de créance sur les banques américaines détenu par des résidents du « reste du monde », serait aussitôt annulé par tout virement au profit de résidents américains. Mais cette logique est trop élémentaire. Même s'il était constant, le déficit accumulé de la balance des paiements américaine serait compatible avec l'entrée et la *sortie simultanée* de masses d'euro-dollars à travers les frontières des Etats-Unis. L'effet inflationniste de cette monnaie internationale se produirait ainsi partout dans le monde, même en Amérique.

Cette trop brève analyse des euro-dollars, monnaie qui résulte d'une curieuse *duplication* dont les conséquences sont encore mal perçues, nous persuade que leur transformation en florins ne manquerait pas de perpétuer le déséquilibre au lieu de le supprimer. Il faut donc rejeter la conclusion suivante. « S'il est vrai qu'un des objectifs de l'Europe doit être de se donner une monnaie, il est extraordinaire que l'on ne se soit pas encore rendu compte qu'une monnaie européenne existe déjà ! » Jusqu'à l'institution de l'euro, dette spontanée du Département de l'Emission du F.M.E., l'Europe ne pourra être dotée de la monnaie dont elle a besoin. L'euro-dollar n'est pas une véritable monnaie internationale, mais la dangereuse excroissance d'une monnaie nationale particulière, un « duplicata » dont le vice analytique apparaît à la lumière de la théorie monétaire moderne. La monnaie européenne devra être exempte de tout pouvoir d'achat *additionnel* à celui des espèces nationales. Cela dit, l'auteur attribue à bon droit l'essor de l'euro-dollar en Europe à l'absence d'une monnaie européenne. Mais l'argument transcende l'Europe. Créons donc à la fois l'euro (£) et le dollar international (\$i).

— L'idée de transformer les euro-dollars en florins conduit notre économiste à une vue inexacte de la création monétaire. « A vrai dire, la première étape du projet n'implique pas de « création » de monnaie, mais seulement l'échange d'un instrument monétaire (le dollar) en un autre (le florin) sans que la masse des euro-liquidités en soit affectée. »

Soit l'échange d'une monnaie X pour une monnaie Y ; la somme des monnaies ne s'en trouve pas augmentée, c'est l'évidence. Dans ce cas, on ne saurait donc parler de création ni même de multiplication. Mais l'« échange » des euro-dollars contre des florins met en jeu deux monnaies dont l'une n'existait pas avant cette transaction. Les florins naissent de la conversion des euro-dollars ; ils sont créés dans l'opération. Un doute subsisterait si les euro-dollars disparaissent par l'effet de l'action même qui suscite les florins. On en déduirait que le florin s'identifie à l'euro-dollar, dont il serait soit une forme nouvelle soit simplement une nouvelle appellation ou dénomination. Or les euro-dollars sont-ils effacés du seul fait de leur dépôt dans la Banque européenne ? Le reflux d'une monnaie signifie son extinction quand elle est renvoyée à la banque même qui l'avait émise. La condition est nécessaire. Et il est sûr qu'aucun dollar ne fut jamais émis par la Banque de l'Europe. Même les *euro-dollars* sont des dettes purement américaines, que les non-résidents se virent entre eux. Il en résulte qu'aucun euro-dollar n'est détruit par sa « transformation » en florins. A présent, il est facile de poursuivre le raisonnement. Si des florins apparaissent alors qu'aucun euro-dollar ne disparaît, c'est donc que le florin n'est pas une unité de remplacement, mais une monnaie nouvelle, additionnelle. La création de florins est positive, malgré l'éventuelle consolidation des euro-dollars versés en contrepartie.

L'opération préconisée pour instituer cette « Union monétaire unique dans l'histoire » est ainsi placée sous son vrai jour. Dès le départ, la règle des échanges — le *do ut des* — est transgressée, car la Banque se sert d'un pouvoir d'achat qu'elle n'a reçu de personne, qu'aucun titulaire de revenu n'a jamais gagné, qu'aucune économie n'a produit, et qui résulte d'un trait de plume. Les pouvoirs d'achat sont des revenus et les revenus ne se décrètent pas ; ils se gagnent par la production. La Banque de l'Europe « achèterait » des euro-dollars contre les florins créés de toutes pièces. En théorie cette opération signifie l'utilisation d'une pure monnaie nominale à des fins acquiescentes, alors que seules les monnaies réelles ont la faculté de se convertir en richesses de tout genre. Dans notre premier chapitre nous avons établi que la loi n'admet aucune dérogation : il est inconcevable qu'une banque ajoute ne serait-ce qu'une seule unité de pouvoir d'achat aux revenus nominaux produits par l'économie. S'il arrive néanmoins que les banques financent des flux d'achat nets par création monétaire, alors que les émissions ne peuvent logiquement alimenter que les flux-reflux, le pouvoir d'achat « créé » est en réalité puisé par l'inflation dans les revenus qui existaient déjà. Tout compte fait, aucune émission de monnaie n'accroît le pouvoir d'achat de l'économie dans son ensemble. Le vice fondamental des florins émis par le rachat

des euro-dollars est leur qualité de monnaie définitive, pouvant servir sans fin à une chaîne de paiements successifs. Tous ces paiements seraient financés par une monnaie inflationniste, surajoutée aux pouvoirs d'achat des monnaies nationales. L'auteur devrait comprendre que, s'il préserve les monnaies nationales des pays-membres, comme il en a l'intention au moins dans la phase préparatoire de l'intégration européenne complète, la logique lui interdit de doter son florin d'un pouvoir d'achat propre, car il s'ajouterait en surnuméraire à celui des monnaies nationales. Reconnaissons que la théorie néo-classique ne met pas beaucoup de clarté dans le débat et qu'elle n'apporte aucun point fixe sur lequel les auteurs de plans de réforme puissent s'appuyer. La dichotomie de l'économie en biens réels d'un côté et en monnaie de l'autre est tellement contraire à la réalité des faits que tout « honnête homme », soucieux de réalisme et d'efficacité, ne peut que fuir cette pseudo-science pour construire en toute liberté son explication personnelle. Commencée par KEYNES, la théorie de l'intégration impose une nouvelle rigueur de pensée. Aussi longtemps que subsisteront les livres, les liras, les marks, les francs, etc., il est démontré que les productions européennes donneront naissance à une somme de pouvoirs d'achat en monnaie *nationales* exactement égale à la valeur réelle produite en chaque période. Même si les règles de toute création monétaire sont encore imprécises dans l'esprit du réformateur, il en sait assez déjà pour imposer à son florin le caractère d'une monnaie dépourvue de tout pouvoir d'achat additionnel à celui des espèces nationales, sauf à instituer toute une chaîne de doubles emplois indéfiniment déséquilibrants. Or, il existe une seule méthode permettant de concilier la création d'une monnaie avec l'exigence formelle d'une addition nulle aux pouvoirs d'achat dont dispose l'ensemble des titulaires de revenu, c'est de soumettre l'euro (ou le florin) à l'égalité permanente du flux émetteur et du reflux destructeur ; en un mot, il est indispensable que la nouvelle monnaie soit *éphémère*.

Si les euro-dollars sont pris en charge par la Banque européenne, elle n'émettra pas sa propre monnaie en contrevalet, mais uniquement des titres d'emprunt libellés en dollars, assortis d'une éventuelle garantie de change dans la nouvelle monnaie.

5° « Chacun des pays membres pourrait aussi demander au Fonds un financement à très court terme, et/ou un soutien monétaire à court terme, dans des conditions semblables à celles qui régissent actuellement l'octroi bilatéral de ces crédits entre les pays-membres. Toutefois, toutes les créances et les dettes résultant de ces opérations seraient dorénavant libellées uniformément en Europas et entraîneraient des droits et des obligations entre chacun des pays participants et le Fonds, au lieu de dettes et de créances bilatérales. »

Cette citation recèle trois erreurs liées, que l'on pourrait énoncer ainsi : (1) une dette économique est transformée en paiement effectif dès qu'elle est reprise par les banques ; (2) la reprise des dettes économiques vaut création de monnaie ;

(3) la monnaie est créée pour combler le déficit des paiements nominaux. Réfutons ces trois propositions.

La monnaie a deux fonctions essentielles : monétiser l'économie ; former un pont entre le présent et l'avenir. Dans le langage de la nouvelle théorie, la première fonction est remplie par la monnaie nominale, la seconde par la monnaie réelle. Mais supposons que cette distinction soit encore imparfaitement saisie et parlons à la logique « naïve », comme si nous expliquions la monnaie à un physicien ou à un mathématicien. Un sujet B fait un achat auprès d'un sujet A. Si le paiement n'est pas effectué au comptant, B s'endette, il promet de payer. Entre les mains de A, il est certain que la promesse n'a pas de valeur en soi, elle ne vaut que par le paiement promis. S'il était connu dès l'achat que la promesse serait vaine, le vendeur céderait son bien pour du vent. En aucun cas la promesse de payer, émise par B, n'équivaut au paiement de A. Cependant, il est concevable que la dette soit reprise par les banques. Nous ne prétendons pas que les choses se passent ainsi ; nous le supposons afin d'entrer dans l'argumentation adverse. Admettons donc qu'un établissement bancaire accepte de s'endetter à la place du débiteur primitif. La banque émet son propre endettement qu'elle substitue à celui de l'acheteur ; en échange, elle acquiert la créance du vendeur. La question cruciale qui se pose ici est accessible à la logique élémentaire, c'est-à-dire sans le secours d'une théorie spécifiquement économique ; le profane s'y entend aussi bien, peut-être mieux, que le spécialiste des études monétaires. La dette émise par la banque est-elle de même nature que la dette de B ? Faut-il juger au contraire qu'à la différence de la dette de B l'endettement bancaire permet de payer immédiatement le créancier ?

Les savants répondent que la dette bancaire est vraiment d'une nature particulière, car elle définit la monnaie sous sa forme contemporaine. Envoyer au vendeur la dette émise par la banque équivaldrait donc à le payer, alors que la dette de B n'était qu'une promesse de paiement. Il suffirait ainsi qu'une dette « économique » — émise par une non-banque — soit changée en dette bancaire pour qu'une promesse de paiement devienne un paiement effectif. Le physicien ou le mathématicien s'étonne à bon droit. S'il est vrai que l'endettement de la banque définit la monnaie, il s'ensuit nécessairement que la monnaie n'est qu'une promesse de payer et que, « payé » en monnaie, le vendeur ne perçoit encore qu'une promesse et non un paiement effectif. Inversement, s'il est acquis que le vendeur est définitivement payé par la monnaie qu'il perçoit, on en déduit forcément que la monnaie n'est pas rigoureusement identique à une promesse de payer, mais que sa définition doit comprendre une qualité spécifique dont le raisonnement n'a pas encore fait état.

Cette qualité spécifique, qui distingue radicalement les dettes bancaires des dettes économiques, est dans l'*objet* de l'endettement. Toute dette économique a pour objet la monnaie (ou la chose) promise. Les dettes émises par les banques

sont *dépourvues d'objet*. En d'autres termes, les dettes bancaires sont leur propre objet. La banque qui promet ne paiera rien ; il est entendu dès l'émission qu'elle prête son engagement et qu'elle le reprendra impayé. La promesse économique est à sens unique ; elle désigne le paiement promis et se dénoue par la remise de l'objet promis. La promesse bancaire est définie en cercle ; ainsi, le crédit ne se dénoue pas, mais il s'éteint par simple reprise de la promesse.

Cette fois, la logique est respectée. Les dettes bancaires, dès lors qu'elles sont artificielles — sans objet — ne servent pas à financer des paiements nets, mais à donner la forme nominale à des transactions strictement réciproques. Supposons que les banques créent 10 unités de monnaie. La monnaie nouvellement émise s'écrit ± 10 ; positive en tant que créance sur les banques émettrices ; négative en vertu de la définition même de la monnaie, dette sans objet : de nature éphémère, la dette bancaire est réciproquement due — due en retour — aux banques émettrices. Telle qu'elle est issue en première source des banques, la monnaie ne peut donc pas financer des achats nets : sa finalité est de financer des achats réciproques, pour leur donner tous les avantages de la forme monétaire. Telle qu'elle est émise par le système bancaire, la monnaie ne permet pas aux emprunteurs d'accroître leur puissance d'achat (sauf inflation), car tous les achats payés en monnaie nouvellement créée correspondent à *des ventes égales effectuées par les mêmes sujets* : la définition de l'émission — projection d'un actif-passif — l'exige impérativement.

Revenons au sujet B. Par hypothèse, il achète plus qu'il ne vend. Supposons que ses achats se montent à 11 unités de monnaie et ses ventes à 10 unités seulement.

$$\text{ventes} = 10 \longrightarrow \text{B} \xleftarrow{\text{achats} = 11}$$

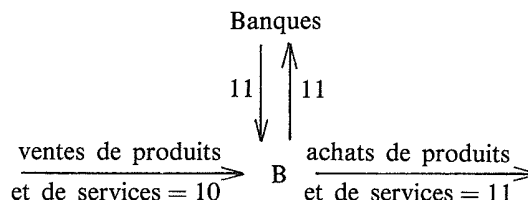
Les banques peuvent-elles créer la différence entre les achats et les ventes de B ? La réponse est absolument claire : elle ne le peuvent pas. L'impossibilité n'est pas morale ; elle est bien plus forte, car elle est logique. Si les banques créaient la différence, B profiterait en réalité de revenus qui lui seraient attribués, non par les banques, mais par l'inflation. Entendons bien que les banques peuvent parfaitement envoyer à B le complément de ressources nécessaire à ses achats ; mais elles sont alors obligées d'emprunter elles-mêmes auprès des épargnants le financement du déficit de B ; elles ne sauraient le *créer*. Est-ce à dire que la création monétaire n'intervient pas dans le financement des achats de B ? Bien au contraire, elle intervient pour l'essentiel : à concurrence de ses ventes, tous les achats de B sont payés en une monnaie créée ex nihilo par le système bancaire.

FINANCEMENT D'ORIGINE BANCAIRE

$$\text{ventes} = 10 \longrightarrow \text{B} \xleftarrow{\text{achats} = 10}$$

Le raisonnement se prolonge jusqu'à la limite du paralogisme, sans la franchir. La compétence de la monnaie *créée* en banque ne s'arrête pas à la somme faible (les ventes), mais elle s'étend à la somme forte (les achats). Le sujet B dérive 11 unités de monnaie fraîchement émise, bien que ses ventes de produits et de services se limitent à 10 unités de monnaie.

NOUVELLE ÉVALUATION
DU FINANCEMENT CRÉÉ EN BANQUE



D'après le nouveau graphe, le sujet B dérive de banque, *par la voie du crédit en création monétaire*, non seulement la somme équivalente à ses ventes, mais de surcroît le financement de ses achats excédentaires. Il serait donc faux de poser, comme nous l'avons fait, que les banques ne peuvent émettre les moyens de financer les achats nets. Le renversement de cette objection met en relief à la fois la deuxième fonction de la monnaie — le pont entre le présent et l'avenir — et le fait vraiment curieux que cette deuxième fonction est exercée par une *autre* monnaie, une monnaie qui ne saurait en aucun cas trouver sa source originelle dans le système bancaire.

Précisons encore les suppositions

a) Les achats et les ventes s'effectuent sur les deux marchés, des services producteurs, des biens et des services produits. On exclut le marché financier, donc les achats et les ventes de titres (obligations), puisque toute la question est de savoir d'où viennent les fonds nécessaires pour financer les achats nets. Il n'y aurait pas d'achats nets — conséquemment, le problème serait escamoté — si les transactions sur titres étaient prises en compte.

b) Le sujet B dépense en achats plus qu'il ne gagne dans ses ventes.

c) Le sujet A vend à crédit au profit de B.

d) Le vendeur fait reprendre l'opération de crédit, qu'il renonce à financer lui-même.

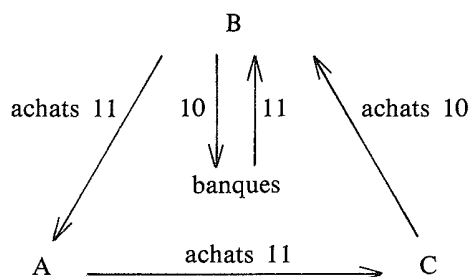
e) Il en découle que A n'est pas lui-même un vendeur net dans ses relations avec B. On suppose que ses achats et ses ventes sont équilibrés.

f) Puisque B achète à crédit et que A ne finance pas lui-même cette opération, il est nécessaire de poser un troisième sujet au moins, C, qui soit un prêteur net, donc un vendeur net.

g) Les hypothèses nécessaires au raisonnement étant réunies sur la tête des trois sujets, il est inutile d'en introduire un quatrième, qui alourdirait la démonstration. Néanmoins, il est indispensable d'ajouter les banques ; sinon on ferait une pétition de principe : on poserait qu'elles s'identifient à C, alors que c'est là toute la question.

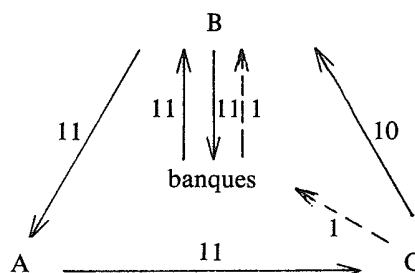
Le problème est précis. Les achats nets de B peuvent-ils être financés par les banques ? Posée en ces termes, la question appelle et même impose une réponse positive. Mais les achats nets de B peuvent-ils trouver leur financement dans une création monétaire ? Cette fois, il convient d'être circonspect. Car si les banques financent l'opération, il n'est pas sûr qu'elles soient la source originelle des fonds. On établit au contraire qu'elles ne sauraient l'être et que, si elles interviennent, c'est en intermédiaires financiers, et non en leur fonction émettrice de monnaie.

Raisonnons dans le cadre du multilatéralisme parfait, aucun sujet n'achetant et vendant au même partenaire.



Toutes les suppositions sont appliquées. Le sujet B est un acheteur net ; A est équilibré ; C est un vendeur net. Cependant, le circuit de la monnaie est incomplet, car les banques ne retrouvent que 10 des 11 unités de monnaies émises. L'interruption s'est produite en C, vendeur net. Le gain de C correspond aux achats nets de B. Il faut donc rapprocher les deux positions. Tout achat net suppose une vente nette ; toute vente nette suppose un achat net. La jonction des positions complémentaires de B et de C peut être directe, les deux sujets établissant entre eux un contrat de prêt. Mais la liaison peut également se faire par l'intermédiaire d'institutions spécialisées, dont les banques. Il serait tout à fait normal, par conséquent, que C porte son gain en banque, et que celle-ci le transmette à B. Mais si les banques sont capables de transférer le revenu épargné de C, elles ne sauraient le créer. Pour financer les achats nets, les banques ne disposent que des ressources dégagées par les ventes nettes. Ainsi, *les achats*

nets ne sauraient être financés par création monétaire: ils le sont nécessairement par transfert de revenu entre les «non-banques», même si les banques séparent les prêteurs des emprunteurs.



Nous retrouvons tout naturellement les deux monnaies, distinction qui ne devrait plus surprendre notre interlocuteur des sciences exactes. Les lignes pleines représentent la monnaie *nominale*; le pointillé porte la monnaie *réelle*.

La monnaie réelle est au sens propre hétérogène à la monnaie nominale, car la monnaie nominale est émise par les banques qui la suscitent ex nihilo dans leurs endettements spontanés, selon les besoins de la clientèle, alors que la monnaie réelle découle des revenus nominaux des non-banques. Pour l'une des monnaies, la banque intervient en aval de la source première, et elle est la source première de l'autre. L'opposition est tranchée. Les banques sont le principe unique de toutes les monnaies de crédit nominales; les non-banques sont l'unique principe de toutes les monnaies réelles. Il se confirme donc que, si la monnaie exerce deux fonctions distinctes, chacune appartient à une monnaie distincte. Cette dualité — qui n'est pas une dichotomie mais un tout organique, la monnaie réelle étant portée par la monnaie nominale — constitue la définition exacte de la monnaie contemporaine, nationale et internationale.

La fonction véhiculaire est exercée par la totalité de l'émission bancaire. Dans l'exemple, les banques créent 11 unités de monnaie entre les mains du sujet B. Cette monnaie porte multilatéralement tous les biens réels, les services produits et producteurs, et les titres faisant l'objet d'achats dans l'ensemble considéré.

Le trait d'union entre le présent et l'avenir est fourni par les capitaux financiers, eux-mêmes prélevés sur les revenus monétaires. L'emprunteur dispose dès maintenant d'une partie de ses revenus nominaux futurs; le prêteur diffère l'utilisation d'une fraction de son revenu nominal actuel. Dans l'exemple, cette action-réaction, corrélation entre l'avance et le recul dans le temps d'un revenu égal, est représentée par le transfert d'une unité de revenu nominal entre C et B.

Les deux fonctions ne se rencontrent pas. Mais nous savons qu'il y a plus: en

logique pure, les deux monnaies exerçant ces fonctions distinctes ne se rencontrent pas davantage. Montrons à l'aide d'un tableau chronologique qu'il suffit de diviser les banques en deux départements autonomes pour que la séparation formelle des deux monnaies soit parfaitement appliquée dans les faits.

t_0 : le département de l'émission crée 11 unités de monnaie entre les mains de B

t_1 : B vire 11 unités de monnaie à son créancier A

t_2 : A vire 11 unités de monnaie à son créancier C

t_3 : C vire 10 unités de monnaie à son créancier B

t_4 : C dépose une unité de monnaie au département financier

t_5 : le département financier prête 1 unité de monnaie à B

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

1.	t_0	emprunt de B	11	dépôt de B	11
2.	t_1	emprunt de B	11	dépôt de A	11
3.	t_2	emprunt de B	11	dépôt de C	11
4.	t_3	emprunt de B	11	dépôt de B	10
				dépôt de C	1
5.	t_3	emprunt de B	1	dépôt de C	1
6.	t_4	emprunt de B	1	dépôt du département financier	1

Le poste 1 appelle quelques commentaires. Le « dépôt » de B est une véritable curiosité intellectuelle. Il est certain en fait que B n'a rien déposé au département de l'émission. Son dépôt est fictif. Il signifie simplement que la banque lui doit 11 unités de monnaie. Pourtant, elle ne les lui doit pas, puisqu'il ne les a pas déposées. Tout le mystère de la création monétaire est là ; l'engagement de la banque est l'effet d'une génération spontanée. Le département de l'émission crée ses dépôts ; il ne les reçoit pas. « Loans make deposits ».

Au poste 2 nous trouvons le dépôt du sujet A. Le vendeur ne trouve pas sa recette de 11 unités de monnaie à partir du crédit en création monétaire. Seul B est bénéficiaire de la monnaie nouvellement créée. Le créancier de B perçoit son dû. L'analyse rencontre ici une difficulté bien connue même en d'autres sciences, car les résultats changent de nature selon l'identité des observateurs. Pour A, les unités de monnaie produites par la vente sont des actifs nets. Pour la banque émettrice, les 11 unités de monnaie émises ne changent pas de nature, mais de titulaire : tout dépôt au département de l'émission est nominal et le reste à travers les virements successifs. Aucune ambiguïté ne peut naître dès lors que l'on précise l'identité de l'observateur. Nous raisonnons dans l'« optique » du département de l'émission. Or, dans une optique donnée, la distinction des deux monnaies est *objective* : elle ne dépend plus de l'observateur puisqu'il est unique.

Le poste 6 est intéressant, car il fait mention du département financier. A l'instant t_4 , le sujet C cesse d'être créancier du département de l'émission pour le devenir du second département de la banque. Dans l'optique choisie, une unité de monnaie nominale devient réelle, car tous les dépôts au département financier sont constitués en monnaie réelle.

DÉPARTEMENT FINANCIER

7.	t_4	encaisse	1	dépôt de C	1
8.	t_5	encaisse	- 1		
		emprunt de B	+ 1	dépôt de C	1
9.	t_5	emprunt de B	1	dépôt de C	1

Au poste 7 nous trouvons pour la première fois un dépôt au sens propre, un dépôt stricto sensu. Le département financier ne crée pas les dépôts, il les reçoit. L'origine des fonds est en économie productive, dans l'ensemble des non-banques. Le département financier doit la monnaie qu'il a effectivement reçue. Le dépôt est réel comme un dépôt en consigne. « Deposits make loans ». Les prêts consentis aux banques par les titulaires de revenu — en d'autres termes, les dépôts proprio sensu — déterminent les fonds que les banques prêteront à leur tour à la clientèle. Alors que l'émission est de la compétence du premier département exclusivement, la fonction de transmission est totalement réservée au second département. La nature même de la monnaie est distincte pour le même observateur (la banque) selon les deux départements. L'émission aboutit à la monnaie nominale, et la transmission n'a pour objet que les monnaies réelles.

Les postes 8 et 9 marquent la disparition de toute monnaie au sein du département financier. Nous savons déjà qu'étant, par définition rigoureuse, un droit de créance sur le seul département de l'émission, la monnaie ne peut figurer au département financier que du côté de l'actif; la rechercher au passif du second département serait contraire à sa définition. Mais l'actif du département financier comprend les sommes de monnaie apportées par les déposants. A l'instant t_4 la banque dispose ainsi d'une encaisse positive. Toutefois l'encaisse monétaire s'annule à l'instant t_5 , la monnaie déposée étant prêtée. Désormais, le second département n'a plus d'actif monétaire, l'ayant annulé ou remplacé par un droit de créance, un *titre* sur l'emprunteur, qui devra restituer à terme échu une somme de monnaie réelle équivalente à celle que la banque lui transmet en t_5 .

Cependant, toute monnaie a-t-elle également disparu du département de l'émission ?

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

10.	t_5	emprunt de B	1	dépôt de B	1
11.	t_5	emprunt de B	0	dépôt de B	0

Le poste 10 retrace le prêt à B du dépôt de C effectué au département financier.

Au poste 11, on assiste à la disparition définitive de toute monnaie au sein de la banque. Il n'en restait déjà plus au département financier. Mais n'est-il pas incohérent d'annuler le dépôt obtenu par B en t_3 ? Le dépôt d'épargne est emprunté par B qui entend s'en servir pour payer l'excédent de ses achats sur ses ventes. Il semble donc paradoxal de détruire le dépôt à l'instant même où il s'inscrit au passif du département de l'émission, car ainsi B ne peut en profiter pour financer son déficit. Le paradoxe n'est qu'apparent; B a déjà payé ses achats excédentaires à l'instant t_1 en acquittant toute sa dette auprès de son fournisseur A.

Si l'on voulait retirer de la démonstration un seul fait saillant, on pourrait choisir la distinction entre les balances nominales et financières de A, de B et de C, que ces lettres représentent des personnes au sein d'une économie nationale ou des pays dans le concert des nations. Le sujet A est parfaitement équilibré. Le sujet C a une balance des paiements excédentaire. Mais il est essentiel de remarquer l'égalité nécessaire entre les flux d'entrée et les flux de sortie de monnaie dans le patrimoine de C. Seule la balance financière de C est positive, sa balance nominale étant constamment nulle. La loi est générale: *toutes les balances monétaires sont équilibrées*, conformément à la définition de la monnaie nominale, qui est un flux-reflux. Dire que la balance de C est excédentaire, c'est dire qu'il est acheteur net de titres. Identiquement, la balance nominale de B est nécessairement équilibrée; sa balance financière est néanmoins négative parce qu'il est vendeur net de titres.

La distinction des deux balances donne une vue générale sur la nature de la monnaie de crédit. Dans l'optique du département de l'émission, toute monnaie figurant à son passif est nominale. Or, la catégorie de la monnaie nominale est exhaustive: elle s'étend à toute la monnaie quotidiennement créée par les banques. Le rôle de cette monnaie est de transporter tous les biens économiques, quels qu'ils soient, neufs ou d'occasion, des vendeurs aux acheteurs. Ce transport est nécessairement réciproque, car il englobe les services producteurs. Tout sujet qui achète un bien doit en vendre un ou plusieurs autres, de valeur monétaire égale (les dons étant réels et non nominaux). Un sujet excédentaire est offreur net d'une monnaie réelle. Au contraire, un sujet dont les achats l'emportent sur les ventes est demandeur d'une monnaie réelle. L'égalité des achats et des ventes pour chaque sujet tient compte des offres et des demandes nettes de monnaie réelle. Le transport de la monnaie réelle entre prêteurs et emprunteurs peut transiter par les établissements spécialisés dans l'intermédiation financière, et particulièrement par les banques. La monnaie réelle ne s'ajoute pas aux monnaies nominales. Toute monnaie réelle procède de la monnaie nominale, et toute monnaie réelle redevient nominale: en un mot, la monnaie réelle n'est qu'un moment de la monnaie nominale. La fonction de la monnaie réelle est de former pont entre les

prêteurs et les emprunteurs, c'est-à-dire entre les épargnes *actuelles* des prêteurs et les ressources *futures* des emprunteurs.

A présent, la réfutation des trois erreurs liées (p. 107) ne peut être que vigoureuse.

1. « Une dette économique est transformée en paiement effectif dès qu'elle est reprise par les banques. »

Le sujet B doit de l'argent au sujet A : il achète pour 11 et ne peut payer que 10. La dette nette n'est jamais reprise par les banques, qui ne doivent rien ni à B ni à A. Pour s'acquitter de sa dette, B doit emprunter une unité de monnaie réelle sur le marché financier, par exemple au département financier des banques. Le paiement effectif du vendeur se fait entièrement en une monnaie créée par le département de l'émission des banques. Cette création est « *ex nihilo* » comme toute création, même si les banques exigent des « papiers commerciaux » ou des gages quelconques en garantie de bonne fin.

2. « La reprise des dettes économiques vaut création de monnaie. »

C'est totalement méconnaître l'opération de la création monétaire. La monnaie émise n'a pour contrepartie que la monnaie émise elle-même. Les banques émettent leurs promesses, non contre les « promesses économiques », mais contre la promesse donnée par l'économie de restituer aux banques leurs propres promesses.

3. « La monnaie est créée pour combler le déficit des paiements nominaux. »

C'est énoncer la principale erreur, qui arrêtera le progrès de l'euro dans les esprits et son institution dans les faits, si on ne la détruit.

(a) La monnaie n'a pas pour fonction de combler le déficit des paiements, mais d'effectuer ces paiements eux-mêmes. Le solde est une différence entre paiements débiteurs et paiements créditeurs. Or, la monnaie ne s'introduit pas au niveau des soldes — c'est-à-dire de la *différence* entre paiements — mais au niveau logiquement antérieur de *tous* les paiements.

(b) Les déficits des balances de paiement sont comblés par des emprunts de monnaie réelle. Aucune monnaie réelle ne peut être émise par les banques.

(c) L'euro nominal, émis comme une monnaie nationale, permettra de payer toutes les transactions entre les pays de la Communauté. Mais l'euro nominal sera aussi la condition de la formation de l'euro réel. Et l'euro réel permettra d'équilibrer les balances monétaires des pays dont la balance financière est excédentaire. Il assurera également l'équilibre nominal des autres pays-membres.

6° « Mais n'y a-t-il pas un autre moyen de définir avec précision l'Europa qui, s'il pose certains problèmes aux techniciens, comme toutes les innovations monétaires, est pourtant de conception simple, de réalisation sûre et surtout d'une grande utilité pour les opérations européennes ? Il s'agit simplement de définir l'Europa comme un assortiment de monnaies nationales européennes »

composé selon des proportions fixes préétablies. Ainsi, la nouvelle Banque centrale européenne émettrait un billet d'un Europa à quinconque lui remettrait une bourse contenant Q_s livres sterling plus Q_f francs français plus Q_m marks allemands plus Q_l lires italiennes, etc.; et la Banque centrale européenne céderait cette bourse de monnaies européennes à quinconque lui donnerait en contrepartie un billet d'un Europa.»

Nous avons déjà évoqué l'unité européenne composée d'un assortiment des monnaies nationales des pays-membres (voir p. 94). Le plan proposé ici mérite cependant un examen détaillé dans le cadre de l'analyse de la création monétaire. Pour la clarté, nous retiendrons quatre pays au sein de la Communauté: le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et l'Italie. L'Europa est donc une monnaie composite comprenant une part des quatre monnaies suivantes: la livre sterling, le franc français, le mark et la lire italienne.

L'auteur du plan prend soin de distinguer deux grandeurs désignées par les lettres Q et $\bar{V}$.

Définition de la grandeur Q . «L'Europa est convertible à vue auprès de la BCE (Banque centrale européenne) en un assortiment de monnaie CEE. C'est-à-dire qu'en échange d'un billet d'un Europa, la BCE procède à vue au paiement de Q_s £ sterling + Q_f francs français + Q_m marks + Q_l lires + ... Inversement, pour Q_s £ sterling + Q_f francs + Q_m marks + Q_l lires + ... la BCE émet un billet d'un Europa.»

Définition de la grandeur $\bar{V}$. La BCE fixe une parité entre chaque monnaie CEE et l'Europa, cette parité étant chaque fois calculée de façon que

$$1 = \bar{V}_s Q_s + \bar{V}_f Q_f + \bar{V}_m Q_m + \bar{V}_l Q_l + \dots$$

où (a) $\bar{V}_s$ représente la parité entre la livre sterling et l'Europa, et ainsi de suite pour $\bar{V}_f$, $\bar{V}_m$, $\bar{V}_l$, etc., et (b) par conséquent $\frac{\bar{V}_s}{\bar{V}_f}$ = la parité entre le franc français et la livre sterling (franc par livre).»

Les grandeurs Q et $\bar{V}$ étant distinctes, il est nécessaire de les déterminer séparément.

Détermination des grandeurs Q . «La composition de cette bourse de monnaies nationales serait arrêtée une fois pour toutes. Puisque nous voulons raisonner dans l'optique d'une économie et d'un marché uniques à l'échelle de l'Europe, les Q seraient probablement fixés proportionnellement au PNB des pays membres de la CEE, aux taux de change en vigueur au moment où le système serait instauré.»

Détermination des grandeurs $\bar{V}$. «De temps en temps, les parités $\bar{V}_s$, $\bar{V}_f$, $\bar{V}_m$, $\bar{V}_l$, etc. sont modifiées afin que $\bar{V}$ augmente pour les pays qui ont un excédent relatif de leur balance globale des paiements et diminue pour ceux dont la balance globale des paiements est en déficit relatif, mais jamais de façon telle que la hausse ou la baisse de $\bar{V}$ dépasse $x\%$ au cours d'une quelconque année.»

L'auteur prolonge l'opposition en faisant remarquer que, si les grandeurs $\bar{V}$ sont modifiées «de temps en temps», les grandeurs Q sont des constantes. «Dans les formules indiquées ci-dessus, les quantités Q sont fixes. Mais au fil du temps, les taux d'inflation des prix et les taux de croissance réels étant différents dans les divers pays de la CEE, il se pourrait que les quantités Q correspondent de moins en moins exactement aux PNB des pays de la CEE. La question de savoir si les quantités Q devraient faire l'objet d'un ajustement après un certain nombre d'années (quelque dix années) reste ouverte. Cet ajustement pourrait se faire en substituant un Q à un autre dans la composition de l'Europa aux valeurs pratiquées au moment considéré sur le marché des changes (les valeurs $\bar{V}$ courantes), de façon à ne modifier en aucune manière la valeur d'une quelconque monnaie nationale en Europas au moment du changement; mais pour les opérations futures, les pondérations des diverses monnaies nationales seraient modifiées en vue de les aligner sur les PNB existants.»

L'idée est très claire. Les grandeurs $\bar{V}$, autrement dit les parités des monnaies nationales en Europas, sont ajustées de temps à autre afin de rééquilibrer les balances de paiement; les grandeurs Q , pondérations des monnaies européennes au sein de l'Europa, sont au contraire fixes dans le moyen terme et sont éventuellement ajustables, tous les dix ans par exemple. En simplifiant, on pourrait dire que les grandeurs Q représentent la valeur *interne* des monnaies nationales, fondées sur les productions réelles (le PNB), par opposition aux parités $\bar{V}$ qui définissent la valeur *extérieure* des monnaies nationales, périodiquement fixée par la BCE en fonction des balances de paiement.

Nous développerons notre critique en deux parties: (1) les grandeurs Q et $\bar{V}$ sont logiquement données en une seule et même définition; il est donc impossible de les opposer entre elles; (2) les grandeurs Q et $\bar{V}$ sont séparables à la condition nécessaire et suffisante que l'Europa soit une monnaie privée de tout pouvoir d'achat, un simple véhicule pour transporter les monnaies réelles nationales.

1. Soit un billet d'un Europa. Il comprend quatre divisions, chacune correspondant à l'une des quatre monnaies nationales de la Communauté réduite. On démontre qu'il est formellement identique de poser (a) que le billet d'un Europa est convertible en 1 livre sterling + 1 franc français + 1 mark + 1 lire, ou (b) que le billet est convertible en $Q_s \text{ £} + Q_f \text{ francs} + Q_m \text{ marks} + Q_l \text{ liras}$, où les quantités Q sont les quantités inégales des monnaies nationales composant l'Europa.

Proposons un exemple chiffré. L'Europa est convertible dans la somme suivante: 1 £ + 10 f + 6 marks + 15 liras. Ces quantités signifient que l'Europa est divisé en quatre parties égales, correspondant respectivement à 1 £, à 10 fr, à 6 marks et à 15 liras. Si, curieusement, on se donnait des valeurs dans les différentes monnaies nationales qui ne correspondraient pas chacune à un quart d'Europa, elles ne seraient pas commensurables; il serait facile d'y remédier en les réduisant toutes au dénominateur commun, défini par une division égale de

l'euro. Nous supposons donc que les chiffres choisis au hasard sont effectivement commensurables. A présent, il suffit de changer d'échelle pour trouver que l'euro est divisé en quatre parts égales, correspondant respectivement à $1 \text{ £}/3$, $10 \text{ f}/3$, $6 \text{ m}/3$ et $15 \text{ l}/3$. Dans ces conditions, il est identique de poser la convertibilité de l'euro :

$$\begin{aligned} & \text{(a) en } \frac{1}{3} \text{ £} + 3 \frac{1}{3} \text{ f} + 2 \text{ m} + 5 \text{ l} \\ & \text{ou (b) en } 1 \text{ £} + 1 \text{ f} + 1 \text{ m} + 1 \text{ l} \end{aligned}$$

car les deux sommes, (a) et (b), sont chacune égales à $1 \frac{1}{3} \text{ £}$.

Ce résultat va de soi, car les deux méthodes (a) et (b) sont des variantes de la même définition. L'euro étant composé des quatre monnaies nationales, il est indifférent de l'attribuer en parts inégales à chacune des unités de monnaie nationale (b), ou de l'attribuer en parts égales à des multiples inégaux des différentes unités nationales (a).¹

Simplifions encore les données, pour considérer le cas de l'euro composé de deux monnaies seulement, par exemple le mark et le franc. Admettons que la conversion de l'euro se fasse à raison de 2 francs + 1 mark pour 1 euro. Serait-il sensé de se demander si 2 francs représentent la moitié de l'euro ? Il serait possible, en effet, que 2 f ne représentent que le tiers par exemple de l'unité d'euro, car on sait seulement que la totalité de l'euro vaut $2 \text{ f} + 1 \text{ m}$. Avant de poursuivre, il faut donc réduire le franc et le mark à un même dénominateur. Si deux francs sont donnés pour un tiers d'euro, il s'ensuit qu'un euro est convertible en $3 \text{ f} + 3/4 \text{ m}$. Il suffit alors de changer d'échelle en multipliant l'euro en chacune de ses parties par le coefficient 5/6. Personne ne contestera que l'euro a la même « composition organique » pour $1/2 \text{ £} = 3 \text{ f} \cdot 5/6 = 3/4 \text{ m} \cdot 5/6$ que pour $1/2 \text{ £} = 3 \text{ f} = 3/4 \text{ m}$. Or, pour $1/2 \text{ £} = 15 \text{ f}/6$, la cinquième partie de l'euro vaut 1 f; et pour $1/2 \text{ £} = 15 \text{ m}/24$, les quatre cinquièmes de l'euro valent 1 m. On a donc bien l'identité :

¹ Il est vrai que l'auteur proposerait une interprétation différente, les nombres Q ne correspondant pas dans son esprit à des parties égales du billet d'un euro ; toutefois, dans ces conditions le billet n'est plus un tout homogène. Supposons qu'un euro corresponde à 2 marks + 1 franc. Selon l'auteur, le billet n'est pas divisé en deux parties égales, dont l'une serait équivalente à 2 marks et l'autre à 1 franc : c'est le billet entier qui est équivalent à la « somme » de 2 marks + 1 franc, sans que l'on puisse savoir quelle fraction du billet est égale à 2 marks (ou, complémentairement, quelle fraction du billet est équivalente à 1 franc). La théorie dominante (néo-classique) dirait que cette juxtaposition est vraiment une addition dès que le taux de change entre les monnaies est connu. Mais il ne suffit pas de spécifier le taux de change entre marks et francs pour que les francs mesurent les marks (ou les marks les francs). Même après détermination des taux de change, les monnaies restent hétérogènes. Pour qu'elles soient homogénéisées par l'euro, il est nécessaire que l'on connaisse la correspondance entre telle fraction de l'euro et telle quantité de francs ou de marks. Les pondérations Q signifient donc, comme nous le disons dans le texte, que l'euro est divisé en parties égales. La suite du raisonnement s'écarte du schéma mental implicitement adopté par l'auteur mais non de la logique de ses hypothèses. Comme nous ne faisons pas la critique des auteurs mais celle des idées, choisissons la logique.

$$\begin{array}{ccc} \text{(a)} & & \text{(b)} \\ \frac{15}{6} f + \frac{15}{24} m & \equiv & 1 f + 1 m \end{array}$$

Il ressort de tout ceci que le plan de l'auteur revient purement et simplement à proposer que le billet d'un europa soit convertible dans la somme de toutes les unités monétaires nationales des pays-membres, $1 \text{ €} = 1 \text{ livre sterling} + 1 \text{ franc français} + 1 \text{ mark} + 1 \text{ lire} + \dots$; et réciproquement que la somme de ces unités soit convertible en un europa. En résulte-t-il que toutes les grandeurs Q sont égales entre elles et à l'unité? Nullement. Dans l'exemple des deux monnaies, $Q_f = 15/6$ et $Q_m = 15/24$. Cependant, les pondérations Q sont déterminées à la condition nécessaire et suffisante que la place proportionnelle des unités nationales correspondantes soit connue au sein de l'euro. Si et seulement si $1 f = 1/5 \text{ €}$ et $1 m = 4/5 \text{ €}$, on a $Q_f = 15/6$ pour $Q_m = 15/24$. En bref, les pondérations sont déterminées dans la même opération que les parités des monnaies nationales en €. Il est *identique* de dire que le billet d'un europa est convertible en $15 f/6 + 15 m/24$ et de dire que les taux de change sont de 5 f et de 1,25 m pour 1 €.

Il serait erroné de maintenir que les grandeurs Q et $\bar{V}$ sont autonomes l'une par rapport à l'autre. Mais on pourrait s'y tromper, car la place occupée par une unité de monnaie nationale, si elle définit la valeur de cette monnaie en euro et conséquemment sa valeur relative dans les autres monnaies européennes, ne fournit aucun renseignement sur le poids de cette monnaie, autrement dit sur sa valeur objective. On pourrait proposer l'image de fauteuils plus ou moins larges pour accueillir les diverses unités nationales, le fauteuil occupé par la livre, dans l'exemple, étant dix fois plus imposant que le fauteuil du franc: mais quel est le poids des monnaies ainsi disposées dans leurs « assiettes » respectives? Il est évident qu'on ne le sait pas, la largeur du fauteuil ne donnant aucune information sur le poids de son occupant. La dimension des fauteuils est définie par $\bar{V}$, les parités fixées par la Banque européenne; le poids des occupants est déterminé par Q , la valeur réelle des monnaies, qui est une fonction du produit national de chaque pays. Ce raisonnement est inexact.

Démontrons-le encore par une voie légèrement différente. Nous disposons de deux monnaies nationales, x et y , et de l'euro. Il est convenu que le billet d'un europa est convertible en une unité de x plus une unité de y .

$$1 \text{ €} = 1x + 1y$$

Cette équation ne permet pas de définir le rapport $1x/1y$ ni, par conséquent, les rapports $1x/1x+1y$ et $1y/1x+1y$. Une donnée supplémentaire est requise. Il faut savoir dans quelle proportion le billet d'un europa est « occupé » par $1x$, ou identiquement dans quelle proportion il l'est par $1y$. Posons, par exemple, que l'unité de la monnaie x représente le tiers du billet d'un europa, qui est ainsi composé pour les deux tiers d'une unité de la monnaie y . Désormais, nous trouvons :

$$(a) \quad \frac{x}{y} = \frac{1}{2}$$

$$(b) \quad \frac{x}{x+y} = \frac{1}{3}$$

$$(c) \quad \frac{y}{x+y} = \frac{2}{3}$$

Les trois taux de change, (a) des monnaies entre elles, (b) de la monnaie x en europa, (c) de la monnaie y en europa, sont donc connus. Les grandeurs $\bar{V}$ sont fixées. Mais que faut-il entendre par les grandeurs Q ? On est tenté de raisonner comme ci-après. S'il est exact que la composition de l'europa renseigne sur les taux de change absolus et relatifs, elle ne permet pas cependant de mesurer son pouvoir d'achat. On conçoit que le billet d'un europa aura d'autant plus de pouvoir d'achat que ses composants seront eux-mêmes plus « lourds ». Si x et y sont des monnaies dotées d'un grand pouvoir d'achat, il est évident que l'europa, qui en est la somme, aura un grand pouvoir d'achat. C'est tautologique. Les grandeurs Q varient précisément en fonction du pouvoir d'achat des monnaies nationales entrant dans la composition de l'europa.

L'argumentation précédente n'est pas concluante, car les grandeurs Q ne sont pas absolues, mais relatives. Il ne s'agit pas de savoir si les monnaies x et y ont, ensemble, un pouvoir d'achat plus ou moins important — ce qui n'est qu'une question d'échelle, à la manière du nouveau franc face à l'ancien. Le véritable problème est celui de l'autonomie des grandeurs Q par rapport aux grandeurs $\bar{V}$. Ce qui est en cause n'est donc pas le pouvoir de $x + y$, mais celui de x face à celui de y . Est-il intellectuellement possible de se donner la valeur arithmétique de x/y tout en faisant varier le pouvoir d'achat de x relativement à celui de y ? Ou réciproquement, est-il permis de fixer le rapport des pouvoirs d'achat tout en faisant varier la part relative des monnaies dans le billet d'un europa? La réponse est catégoriquement négative pour une raison fort simple : quel que soit le pouvoir d'achat total du billet international, il est uniformément réparti, l'europa ayant un pouvoir d'achat égal en chacune de ses parties égales. Dès que $1x/1y$ est connu ($= 1/2$ dans l'exemple), on sait que le pouvoir d'achat de l'europa est dû pour un tiers à une unité de x et pour les deux tiers à une unité de y ; mais, bien plus, on sait encore que le pouvoir d'achat d'une unité de monnaie y est égal à celui de deux unités de monnaie x : cette égalité est logiquement nécessaire, si bien qu'il est formellement interdit de faire varier le pouvoir d'achat de l'une des monnaies par rapport à l'autre, sans modifier simultanément la proportion des deux monnaies dans la composition de l'europa, ou inversement de faire varier les taux de change de x et de y en europa, tout en maintenant le rapport du pouvoir d'achat des deux monnaies. En bref, Q et $\bar{V}$ varient ensemble ou ne varient pas.

Comme l'auteur du plan l'avait pressenti, la solidarité des grandeurs Q et $\bar{V}$ est préjudiciable aux économies nationales de la CEE car, à mesure que l'euro se multiplie, les déséquilibres internes et extérieurs des monnaies nationales deviennent tellement importants que la seule solution est finalement dans une alternative dont les deux termes sont également décevants : briser l'euro pour revenir aux seules monnaies nationales, supprimer les monnaies nationales pour faire place nette à la nouvelle monnaie. Supposons que l'on fixe les grandeurs Q en fonction des pouvoirs réels des monnaies nationales. Il s'ensuit alors que les grandeurs $\bar{V}$, au lieu de se déterminer par l'ajustement des balances de paiement, sont imposées par les grandeurs Q . Il en résulte que les balances nominales des paiements globaux sont positives, négatives ou nulles. Les équilibres extérieurs ne sont plus que des états aléatoires et transitoires. Si, au contraire, on décide de donner la préférence aux grandeurs $\bar{V}$, pour les laisser fluctuer selon les besoins d'ajustement des balances de paiement, les grandeurs Q fluctuent conjointement, ce qui entraîne des flux osmotiques de pouvoir d'achat entre les monnaies nationales composant l'euro, si bien que dans les pays-membres les revenus nominaux ne correspondent plus aux productions réelles, les écarts étant positifs, négatifs ou nuls. L'équilibre intérieur de la monnaie est alors à son tour éminemment instable.

Illustrons ces effets à l'aide de nos deux monnaies, le franc et le mark. Admettons que les valeurs Q , telles qu'elle sont dictées par les productions nationales, soient de 1 mark pour 2 biens et de 1 franc pour 1 bien, les trois biens étant commensurables. Il convient donc de diviser le billet d'un euro en deux parties inégales, le tiers du billet étant « occupé » par un franc, et les deux tiers par un mark. A présent, si $\bar{V}$ modifie cette distribution pour imposer par exemple $1/2\text{€} = 1 \text{ franc} = 1 \text{ mark}$, il en résulte que le mark perd le quart de son pouvoir d'achat au profit du franc, ce qui perturbe, dans les deux pays correspondants, l'équilibre entre la monnaie et la production nationale.

La logique voudrait pourtant que les modifications du change entre les monnaies laissent intact le pouvoir d'achat des monnaies sur leurs marchés intérieurs.

2. La solution est extrêmement simple : il est nécessaire et suffisant de créer un euro sans pouvoir d'achat, un véhicule vide pour recevoir et transporter les monnaies réelles des pays-membres dépensées dans les transactions intra-communautaires. Puisque l'euro (monnaie scripturale) n'a aucune valeur propre, la valeur réelle des monnaies nationales n'est plus affectée par les changements de parité. Théoriquement, il devient ainsi possible de maintenir les parités face à une modification des pouvoirs d'achat comparés, due à l'inégalité des rythmes d'inflation et de croissance.

*
* *

Pour conclure, essayons de montrer la simplicité de la solution proposée, sa clarté et son caractère positif.

Jusqu'à présent, il semble bien que les plans se soient divisés en quatre catégories seulement : — la différenciation des marges, — la suppression et le remplacement des monnaies nationales, — la libre circulation dans l'espace communautaire d'une ou de plusieurs monnaies nationales, — la création d'une monnaie « parallèle ».

La cinquième possibilité n'a pas été considérée faute d'avoir été aperçue ; car la théorie moderne de la monnaie, grâce à la distinction fondamentale qu'elle apporte entre la monnaie nominale et la monnaie réelle, est seule capable de faire pleinement découvrir la solution qui devrait rapidement gagner la confiance des savants et des praticiens : créer une monnaie européenne qui, tout en étant additionnelle aux espèces nationales, ne fasse jamais double emploi avec elles. L'euro n'est pas une monnaie parallèle, mais le véhicule communautaire des monnaies réelles de tous les pays-membres. Il n'existe pas, à l'heure actuelle, de monnaie semblable à l'euro. Pour l'instituer, il suffira cependant de quelques principes.

1. L'établissement d'une Banque centrale européenne ou du Fonds Monétaire Européen.
2. La division de cette banque en deux départements autonomes, le Département de l'Emission et le Département Financier.
3. La création, « ex nihilo », de l'euro par le seul Département de l'Emission.
4. La fixation de taux de change entre les monnaies nationales et l'euro.
5. L'égalité permanente, pour chaque pays-membre, du flux et du reflux des euros nominaux. En toute période, aussi courte soit-elle, chaque Bureau doit équilibrer ses comptes avec le Département de l'Emission, et donc ses achats et ses ventes de la monnaie nationale du pays où il représente le Fonds européen.
6. Toutes les transactions entre les pays-membres sont payées en euros.
7. Les euros nominaux ne sont pas détenus dans les caisses. Les créanciers en euros perçoivent leur paiement en leur propre monnaie nationale. Les débiteurs en euros n'ont la disposition de la nouvelle monnaie qu'à l'instant même où ils l'envoient à leurs fournisseurs : ils ne paient pas les euros, mais les virements en euros, par le débit de leurs comptes en monnaie nationale.
8. Les pays qui dans l'ensemble de leurs transactions acquièrent des crédits nets en euros, les déposent au Département Financier du Fonds.
9. Les euros déposés au Département Financier sont réels, et non nominaux.
10. Les euros réels déposés, même à vue, ne sont plus une monnaie pour les déposants, qui reçoivent en contrepartie des titres aux euros déposés, ou des euro-titres.
11. Le Département Financier remet les euros réels dans le circuit des euros nominaux.
12. Ainsi, les balances de paiement nominales, définies par les flux d'entrée

et de sortie des euros nominaux, sont nécessairement équilibrées. Mais les balances de paiement financières peuvent être excédentaires.

13. Un pays membre de la Communauté ne peut pas départager ses excédents selon qu'ils proviennent de l'Europe ou du reste du monde. Tous ses excédents financiers sont convertis en euro-titres.

14. Pour chaque pays-membre, les mouvements nets de capitaux financiers dépendent des taux de change fixés (a) entre les monnaies nationales et l'euro et (b) entre l'euro et le dollar, national ou international, selon le cas.

15. Quand le dollar international (\$i) sera institué par la transformation du F.M.I. en une Banque à l'image du F.M.E., son taux de change avec l'euro pourra être fixé, pour des périodes de dix années par exemple, à un niveau tel que l'Europe exerce une demande nette de titres d'emprunt émis dans le reste du monde. Cette demande nette, dont le montant souhaitable est fixé par le F.M.E., pourra se traduire, mais ne se traduira pas nécessairement, en un excédent de la balance financière globale de l'Europe face au monde extérieur. Les réserves extérieures de l'Europe sont constituées d'abord en \$i réels puis en titres aux \$i déposés par le F.M.E. dans le Département Financier du Nouveau Fonds Monétaire International à Washington.

16. Avant l'institution du \$i, le taux de change entre l'euro et le dollar américain sera flottant, de telle sorte que la balance des paiements *financière* de l'Europe face au reste du monde soit strictement maintenue en équilibre. En effet, à l'extérieur des Etats-Unis, le dollar américain est une monnaie purement nominale. Les réserves internationales en cette monnaie sont donc de « fausses richesses ».

17. Le F.M.E. offrira des titres négociables libellés en dollars américains contre les euro-dollars qui lui seront remis. Le Fonds s'efforcera d'obtenir des Etats-Unis une garantie de change en euros pour ces titres. Les euro-dollars seront investis en titres amortissables et non négociables du gouvernement américain. Les « balances-sterling » qui subsistent sous la forme strictement monétaire seront elles aussi changées en « quasi-monnaie », c'est-à-dire en titres.

18. Que l'euro se trouve face au dollar américain ou face au dollar international, ses taux de change avec la monnaie des pays-membres doivent être constants, de préférence irrévocablement.

19. Initialement, ces taux devraient être fixés au niveau assurant l'équilibre des mouvements de capitaux financiers dans l'équilibre général des balances nominales.

20. Les mouvements de capitaux financiers seront libres à l'intérieur de la Communauté. Les émissions étrangères sur les marchés financiers nationaux resteront néanmoins sous le contrôle des autorités monétaires souveraines.

21. Progressivement, les taux de croissance inégaux des économies nationales imposeront des mouvements de capitaux financiers nets entre les pays européens. Ces transferts d'épargne ne s'opposent pas à l'équilibre des balances

de paiement nominales, même lorsque les balances financières sont déséquilibrées, ce qui n'est pas nécessaire.

22. Les pays créanciers ne subissent aucun préjudice, car ils font l'acquisition de biens d'investissement ou de placement égaux à leurs prêts. Les pays bénéficiaires ne sont pas nécessairement déficitaires, même en leur balance financière, car les placements pourront être libellés en leur propre monnaie nationale, au lieu de l'être en euros.

23. Il est essentiel d'instituer à la fois l'euro et les taux de change fixes entre l'euro et les monnaies européennes.

24. Il est préférable d'appliquer les mêmes taux de change aux opérations commerciales et aux opérations financières.

25. Les marges de fluctuation peuvent être totalement annulées, car les interactions entre les deux départements du F.M.E. les remplacent avantageusement.

26. La souveraineté des Autorités monétaires nationales est entièrement préservée, car l'euro n'est que le mode de transport des monnaies nationales.

TABLE DES MATIÈRES

CHAPITRE PREMIER

LA NOUVELLE THÉORIE DE LA MONNAIE NATIONALE

1. L'intégration de la monnaie	9
2. La redistribution de la monnaie intégrée	13
3. Le marché financier	16
4. La désintégration de la monnaie dans les achats finals	17
5. L'équilibre de la monnaie	19
6. De la théorie monétaire pure à la réalité actuelle	21

CHAPITRE II

LA MONNAIE EUROPÉENNE DANS LA COMMUNAUTÉ FERMÉE

1. Les euros nominaux dans l'équilibre des balances de paiement	27
2. Les euros réels	32
3. La distinction des balances nominales et des balances financières .	34
4. La signification des balances de paiement financières	38
5. Les réserves en euro-titres	41
6. Les taux de change entre l'euro et les monnaies européennes	50
7. Les équilibres monétaires intérieurs en présence de la monnaie européenne	54

CHAPITRE III

LA MONNAIE EUROPÉENNE
DANS LA COMMUNAUTÉ OUVERTE

1. Les balances de paiement en \$ ou en \$i	64
2. Le taux de change entre l'euro et le dollar international	67
3. Le taux de change entre l'euro et le dollar américain	71
4. Les euro-dollars sont drainés par le N.F.M.I.	74
5. Modèles succincts du fonctionnement de l'euro	76
6. Appréciation générale de la nouvelle monnaie européenne	80

CHAPITRE IV

ANALYSE CRITIQUE DES PRINCIPAUX PLANS
DE CRÉATION DE L'EUROPA

1. L'euro(pa), émission d'une Banque communautaire	91
2. La monnaie européenne pourrait-elle remplacer les monnaies nationales de la Communauté?	94
3. La monnaie européenne, unité composite?	94
4. L'euro, trait d'union entre monnaies européennes?	94
5. L'euro émis selon les règles de la monnaie nationale	95

Bernard Schmitt est né à Colmar en 1929. Après son doctorat (Paris, 1958) il poursuit ses études à l'Université de Cambridge (Angleterre). Depuis 1954, il est membre du Centre National de la Recherche Scientifique (Paris). Il est également professeur aux Universités de Fribourg (Suisse) et de Dijon. Ses travaux en théorie macroéconomique et en analyse monétaire furent récompensés par deux médailles du CNRS (1961 et 1973).

Bibliographie

La formation du pouvoir d'achat
(Sirey, Paris, 1960).

Monnaie, salaires et profits
(PUF, Paris, 1966 et Castella, Albeuve, 1975).

L'analyse macroéconomique des revenus
(Dalloz, Paris, 1971).

Macroeconomic Theory, a fundamental revision
(Castella, 1972).

New proposals for world monetary reform
(Castella, 1973).

Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale (Castella, 1975).

Génération de la monnaie des monnaies européennes (Castella, 1975).