

## Article

---

« Vers une théorie du système monétaire international »

Francis Woehrling

*Études internationales*, vol. 12, n° 3, 1981, p. 475-497.

Pour citer cet article, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/701234ar>

DOI: 10.7202/701234ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

---

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/>

---

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : [info@erudit.org](mailto:info@erudit.org)

# VERS UNE THÉORIE DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Francis WOEHLING\*

## *ABSTRACT — Towards a Theory of the International Monetary System*

*The idea of an international monetary system comprised of a number of countries (monetary zones) linked together by an exchange rate mechanism controlled by the I.M.F. - the system's center - is the basis of the vast majority of the analyses and reform schemes respecting the system.*

*This idea does not correspond to international economic and monetary reality which is organized around one or several international currencies (or key currencies) with regard to which the Central Bank(s) exercise(s) the de facto role of the system's monetary authority. This fact raises two theoretical questions: How is a Central Bank led to exercise such a role? How, in fact, does the system function?*

*It is significant that the textbooks rarely treat the first question other than from an historical perspective. It would nevertheless appear that the explanation for the development of Euromarkets employs a number of analytical tools that allow for a theoretical framework for the evolution of the I.M.S. based on the idea of competition among financial institutions and banks.*

*On the one hand, this theory anticipates the long-term integration process of markets characterized by the erosion of regional markets and the growth of a new dominant market and therefore by the coexistence of regional authorities and a central authority sharing monetary power. On the other, it advocates the mix of unification and macroeconomic management policies that these authorities must adhere to in order to optimize the process.*

*In the second part of the text the operation of a monetary zone such as the dollar standard of the last thirty years is examined. The organization of that zone provides an example of the distribution of monetary power as between the Federal Reserve System and the central banks of other countries. A consideration of the operation of an International Monetary System having two key currencies completes the study.*

La notion de SMI évoque habituellement l'idée d'arrangements internationaux, tel le système de Bretton Woods ou l'étalon-or. Cette conception se reflète dans l'organisation des manuels d'économie politique qui, d'une part, traitent de la théorie du commerce et de la finance internationaux et d'autre part, décrivent le

---

\* Administrateur principal, directeur général des Affaires économiques et monétaires, Commission des Communautés européennes. L'auteur s'exprime à titre personnel.

fonctionnement d'institutions internationales dont on retrace l'origine et l'évolution, mais auxquelles on n'applique pas les outils d'analyse scientifiques habituels. En outre, dans le domaine international, la vieille division entre micro et macro-économie persiste alors qu'elle est en voie d'être résorbée au niveau de la « théorie ».

Il est ainsi légitime d'affirmer qu'il n'existe pas de théorie des relations monétaires internationales mais des bouts de théorie appliqués au domaine international. Par exemple, les ouvrages récents de « international macro-economics » analysent la gestion macro-économique nationale en économie ouverte mais non celle du système. En outre, les manuels ne proposent pas une explication cohérente et en termes économiques de l'évolution du système : pourquoi et comment une monnaie plutôt qu'une autre se trouve être utilisée dans les paiements internationaux en tant que « monnaie internationale ».

Une théorie du SMI, qui met l'accent sur les mécanismes de sélection de la monnaie internationale et de contrôle de sa création, doit encore être élaborée. Le texte qui suit est un essai dans cette direction. Il n'offre pas une analyse exhaustive du système - les divers aspects de ce système évoqués ici sont d'ailleurs connus des spécialistes - mais une nouvelle vision d'ensemble que nous présentons sous la forme concise d'une espèce de table des matières annotée afin de la soumettre à la discussion en vue de tester son intérêt.

La théorie de l'évolution et du fonctionnement du SMI proposée ici n'est cependant pas innocente. Elle trouve sa conclusion dans une politique d'unification monétaire et financière qui vise à mettre en place une organisation monétaire « fédérale » opposée au modèle d'organisation unitaire (ou centralisé) dominant. Ce modèle fédéral, qui s'inspire de l'organisation d'un SMI à une monnaie-clé, convient plus particulièrement à un ensemble économique, tel l'Europe, dont l'intégration, bien que très avancée, n'est pas encore achevée.

## I — DÉFINITION DU SMI ET APPROCHE SUIVIE DANS LA PRÉSENTE ÉTUDE

Le système monétaire international est défini ici comme l'ensemble des banques (centrales et commerciales) qui assurent le fonctionnement des mécanismes de paiement et d'intermédiation au niveau mondial. De là, il ressort que l'accent n'est pas mis sur l'examen d'accords internationaux définissant certains aspects du comportement des banques centrales (par exemple, l'accord de Bretton Woods ou de la Jamaïque) mais sur la structure du système bancaire international (par exemple, quelles sont les banques qui détiennent effectivement la maîtrise de moyens de règlement internationaux) et sur les facteurs financiers qui font évoluer ce système et qui déterminent (avec d'autres facteurs réels) la monnaie en laquelle les principaux actifs financiers internationaux sont libellés à une époque donnée.

L'approche adoptée se différencie ainsi de la majorité des autres études sur le SMI, non seulement par son caractère global et analytique mais aussi quant au fond :

- L'approche, notamment en ce qui concerne l'étude de l'évolution du système bancaire, est délibérément micro-économique. Elle couvre ainsi des domaines qui ressortent, en principe, de l'économie d'entreprise (stratégies, concurrence et cartels bancaires) et qui, dans les administrations nationales, sont du domaine des autorités de tutelle des banques plutôt que de la banque centrale. Les économistes monétaires ignorent en général ces questions dans l'analyse de l'évolution monétaire à court terme.
- L'approche se concentre délibérément sur la « mécanique monétaire et financière » qui fait fonctionner le système. Sont donc exclus :
  - les considérations de politique monétaire : l'on se contente de décrire les instruments sans discuter l'usage qui en a été fait dans le passé ;
  - tous les aspects « réels » du SMI (les multiplicateurs du commerce extérieur) ainsi que toutes les questions de la politique « d'ajustement » économique (ne sont mentionnés ici que les mécanismes d'ajustement financiers)<sup>1</sup>.

En un mot, l'on s'est efforcé d'expliquer comment fonctionne un mécanisme bancaire et comment il évolue en symbiose avec son environnement. Pour cela, il a fallu centrer l'attention sur le cœur du système financier : comment le banquier et les autres agents économiques gèrent (et maximisent la valeur) de leurs patrimoines repris dans un bilan. (Ce qui, du point de vue opérationnel, permet de dire que l'agent « optimise son bilan »)<sup>2</sup>. Il ne s'agit donc pas vraiment d'un « mécanisme » puisque des « gestions » en constituent le moteur.

Un bref rappel des caractéristiques principales du bilan bancaire en économie ouverte facilitera l'exposé.

- 1) le bilan de la banque reprend à l'actif et au passif des « actifs financiers » que la banque vend à ses clients.
- 2) les « actifs financiers » sont libellés en unités de compte, le bilan est exprimé en unités de compte (en laquelle l'agent effectue son calcul économique). Le terme de monnaie est ambigu puisque celle-ci est ou bien une unité de compte ou bien un « actif financier spécial » : billet, dépôt à vue... (repris au bilan à côté d'autres actifs).
- 3) l'évolution du système bancaire consiste en un processus de diversification des actifs, de spécialisation des banques (spécialisation de la composition de certains bilans bancaires), d'augmentation du nombre des opérations d'intermédiation financière, ce qui conduit à un accroissement de la liquidité des actifs repris au bilan des agents économiques.

1. La présente esquisse ne traite notamment pas des facteurs économiques sous-jacents à la concurrence entre places financières et banques centrales. Cette grave lacune est délibérée car l'examen de ce sujet difficile allongerait démesurément l'exposé.

2. Le terme « gestion de portefeuille », qui recouvre un concept analogue, est généralement appliqué à la gestion de l'actif.

**BILAN BANCAIRE\***  
EXPRIMÉ EN UNITÉS DE COMPTE

<b>Actif</b>	<b>Passif</b>
20 Réserves	24 Dépôts à vue
22 Crédits	25 Dépôts à terme
(21) Avoirs extérieurs	26A Dépôts à long terme
((23)) Réserves et crédits auprès des banques	(26C) Dépôts de non-résidents
	((27)) Engagements envers des banques

*N.B.* - Les actifs et passifs peuvent être libellés en diverses unités de compte.

## II — L'ÉVOLUTION DU SMI

Dans la présente partie l'on proposera une explication de l'évolution à très long terme des marchés financiers aboutissant à la mise en place d'une autorité monétaire du système monétaire international, la banque centrale de la place financière la plus concurrentielle, et l'on énoncera les règles que les politiques devraient suivre pour optimiser ce processus.

Dans une première section, l'on montrera comment l'on peut interpréter l'évolution des euro-marchés à la lumière de cette explication; dans la deuxième section l'on examinera les facteurs et les mécanismes influençant le processus d'intégration, et dans la dernière section l'on décrit les effets de ce processus et l'on énonce les politiques qu'il conviendrait de mettre en oeuvre.

### A — Interprétation du développement des euro-marchés comme une étape du processus d'intégration financière internationale

Le mécanisme financier consiste essentiellement en un ensemble de règles de gestion des encaisses et des portefeuilles observées par les agents économiques (bancaires et non bancaires). Son évolution dépend des facteurs économiques et technologiques qui conduisent ces agents à modifier ces règles souvent coutumières ainsi que les types d'actifs utilisés dans le mécanisme; les banques jouent un rôle privilégié dans la promotion de cette évolution grâce à leur dynamisme innovateur. L'évolution d'une industrie, l'industrie bancaire, est ainsi la force fondamentale à l'oeuvre dans l'évolution du SMI, étant entendu que l'action des banques est

\* Présentation I.F.S., International Financial Statistics. Les actifs entre (( )) sont exclus par consolidation des bilans d'analyse monétaire standards (p. ex. masse monétaire et contreparties). Les actifs entre ( ) constituent, en partie, le marché des Euro-devises. Les statistiques reprises par le FMI dans les lignes entre (( )) et ( ) sont le fruit de ventilations statistiques ex-post par des organismes officiels; le banquier ne connaît que les catégories d'actifs financiers énoncés dans les lignes qui ne sont pas entre parenthèses. Il ne traite pas différemment deux dépôts à 3 mois libellés en \$ selon que l'un est détenu par un résident et l'autre par un non-résident.

intimement liée à l'évolution économique générale. Cette évolution détermine en grande partie le pouvoir effectif des différentes banques centrales. La création et le développement du marché des Euro-dollars doivent être replacés dans une telle optique afin de dégager les forces fondamentales que l'action publique doit diriger et réguler.

Entre 1960 et 1970, les marchés financiers européens se sont développés très rapidement. L'opinion publique a été frappée par ce développement et en a surtout retenu les caractéristiques institutionnelles (des banques anglaises émettent des dépôts en dollars et en DM) ou événementielles (les dépôts russes de dollars dans une banque ou l'utilisation par les marchés des techniques des Euromarchés pour contourner la réglementation des changes). Les Euro-marchés sont devenus l'enjeu d'un débat entre « dirigistes » (qui voulaient contrôler les « mouvements » de capitaux) et « libéraux » qui soulignent la nécessité de laisser aux marchés un élément de flexibilité<sup>3</sup>. Tous ces débats furent menés « comme si » les Euro-marchés étaient un phénomène unique au monde et dans l'histoire et sans faire appel à une analyse économique des facteurs à l'oeuvre dans l'évolution du système bancaire.

Le présent texte prend délibérément le contre-pied de cette approche pour souligner, au-delà de l'événementiel, les forces fondamentales à l'oeuvre dans l'évolution du système bancaire européen (dont on suppose que les éléments principaux sont connus). La thèse est que le système financier européen, comme les autres branches de l'activité économique, a été emporté par une intense vague de modernisation dont les États-Unis ont fait l'expérience avant l'Europe, ce qui a poussé bien des gens à taxer d'américanisation le processus plus général de modernisation.

Le phénomène essentiel que cache le terme d'Euro-dollar est donc celui de la modernisation du système financier qui s'est concentrée surtout dans le domaine international parce qu'en Europe, les « grands marchés » sont nécessairement internationaux vu la dimension des économies nationales.

Ainsi, alors qu'aux États-Unis l'on a pu constater l'apparition d'un marché financier moderne et en analyser les aspects économiques, en Europe l'on a été frappé par les éléments spécifiques que son caractère international imposait - le recours au dollar, le caractère de « xéno-devise » de ce dollar - et préoccupé par les conditions de fonctionnement que ces éléments spécifiques imposaient aux banques (multiplicateur des Euro-dollars).

---

3. Les deux groupes se retrouvent dans tous les pays ; en général les banques et l'opinion allemande sont plutôt en faveur d'une approche libérale tandis que l'opinion française a tendance à préférer les contrôles.

## B — Les facteurs et mécanismes de l'intégration financière internationale

### 1 - Une interprétation de l'évolution des euro-marchés

Le développement des euro-marchés résulte de la combinaison de trois facteurs :

#### a) la modernisation des marchés financiers

Cette modernisation se manifeste surtout par la diversification des actifs financiers, la spécialisation des banques, les modifications des techniques de gestion des banques et plus particulièrement par l'apparition de marchés réservés aux détenteurs de dépôts, ou aux emprunteurs de sommes élevées. (Le marché de gros). Un tel marché moderne s'est développé d'abord aux États-Unis et un peu plus tard en Europe en réponse à des conditions technologiques et indépendamment des Unités de compte (ou monnaies) en lesquelles les actifs ont été dénommés et des réglementations des changes plus ou moins contraignantes.

Le fait est que, dans une première étape, ce marché s'est développé en dehors des marchés nationaux et sous l'impulsion des banques américaines, mais ceci n'explique pas son apparition. Il importe de souligner que le développement d'un tel marché, par lui-même et abstraction faite des monnaies en lesquelles on a libellé les actifs, implique l'érosion de l'autonomie des petits marchés nationaux.

L'on remarquera qu'aux États-Unis, également, le développement des activités bancaires modernes a grignoté le domaine des marchés financiers locaux traditionnels. Ce mouvement se trouve accéléré par les tendances actuelles poussant à la dérégulation du système bancaire américain. Cependant, alors qu'aux États-Unis, l'érosion des petits marchés financiers locaux a été surtout perçue comme un phénomène de concurrence entre banques (relevant donc de l'analyse micro-économique) du fait de l'utilisation d'une unité de compte unique sur le territoire de l'Union, en Europe l'on a principalement été sensible à l'érosion du pouvoir des banques centrales que l'on a examiné, avec les outils de l'analyse macro-économique, comme des phénomènes d'intégration ou d'interdépendance monétaires. Dans les deux cas, le mouvement de modernisation conduit à la mise en place d'un marché financier plus parfait.

#### b) l'utilisation en Europe de monnaies nationales (ou U.C.) servant à libeller les actifs financiers

Cette situation, qui impose à la stratégie commerciale des banques un nombre de contraintes mais qui leur fournit également un nombre d'opportunités, ne modifie pas le phénomène fondamental cité ci-dessus mais l'affecte de plusieurs façons :

- la diversification des actifs financiers qui caractérise le processus de modernisation s'effectue, en principe, non plus seulement par l'offre d'une gamme d'actifs (que l'on peut représenter par un vecteur ou une colonne) mais par une gamme d'actifs libellés en une gamme d'U.C. (- une matrice donc). Dans les faits le processus de diversification s'est effectué à ces débuts essentiellement en offrant une nouvelle gamme d'actifs libellés en dollar ;
- les nombreux petits marchés nationaux d'actifs financiers libellés en U.C. européennes sont plus imparfaits que le marché des actifs libellés en dollar. Le

phénomène de modernisation des marchés s'est donc cumulé avec celui de la rencontre de marchés à produits de qualité inégale utilisant les uns des U.C. européennes, l'autre le dollar. Ce sont ces composantes qui ont fait du dollar une monnaie internationale et du processus de modernisation en Europe le marché du dollar européen.

- le recours pour libeller les actifs du marché moderne en dollar et l'arrivée des banques américaines posa aux banques européennes un double problème : moderniser leurs techniques de gestion, offrir des produits concurrentiels à ceux des banques américaines, c'est-à-dire libeller la partie moderne de leur bilan en dollar. Le marché européen du dollar est ainsi également la manifestation de l'adaptation rapide des banques européennes aux méthodes américaines et leur entrée concurrentielle sur le marché des actifs libellés en dollar. La pénétration de ce marché leur était facilitée du fait que l'accès aux « matières premières » - les réserves en dollar à New York - était libre ;
- les banques qui accordent des crédits et acceptent des dépôts libellés en certaines U.C. (monnaies) doivent également détenir des réserves libellées en ces U.C. / (monnaies) afin de maintenir leur solvabilité. C'est l'aspect du marché des Euro-devises qui a le plus retenu l'intérêt des économistes. Ces réserves ne peuvent en pratique être détenues qu'auprès des banques commerciales des pays qui émettent cette monnaie, ce qui implique essentiellement que la base monétaire des Euro-devises est déterminée par la demande. Mais il serait possible de pallier cet inconvénient si les autorités nationales européennes pouvaient se mettre d'accord pour imposer des réserves obligatoires uniformes<sup>4</sup>.

c) La réglementation bancaire et des changes tendant à favoriser le développement du marché financier moderne

L'origine des « Euro-marchés » (ou, plus correctement, « l'apparition de la pratique des banques de libeller en dollars des actifs de grande dénomination ») a souvent été attribuée à l'existence d'une certaine organisation bancaire : contrôle strict de l'activité bancaire nationale, contrôle des mouvements de capitaux, etc.. Liberté accordée à l'activité bancaire avec les non-résidents. Il est utile d'analyser ces « contrôles » comme un ensemble d'accords de cartels (sanctionnés par les gouvernements), par lesquels les banques protègent leur marché national et se le répartissent entre elles. Leur marché national étant sauf, les banques ont pu se livrer dans le marché international (qui s'est créé en réponse à l'évolution technologique) à une concurrence très vive, caractérisée notamment par la peur des autorités nationales de nuire au développement de leur place financière par l'imposition d'une réglementation, de sorte que, dans le marché international, les banques :

- ne doivent pas détenir de réserves obligatoires sur leurs engagements en monnaie étrangère (la détention d'une telle réserve équivalant à une taxe, les Euro-marchés se trouvent, en fait, détaxés) ;

4. Francis WOEHRLING, « Le Multiplicateur des Euro-dollars », *Chroniques d'Actualité*, SEDEIS, Paris, Février 1978.



- jouissent d'une plus grande liberté - notamment pour apprécier la qualité du crédit accordé, ce qui peut se traduire, en fait, et sous l'impact de la concurrence, par une expansion de crédit à des débiteurs de moindre qualité<sup>5</sup>.

## 2 - *Le mécanisme de l'intégration: concurrence bancaire et concurrence monétaire*

Certains soutiennent que l'unification monétaire européenne s'effectuerait au détriment des banques américaines. En fait, l'analyse montre que le pouvoir des banques ne provient pas des unités de compte en lesquelles elles (ou leur maison-mère) libellent leurs actifs et passifs mais de la dimension de leur bilan et de leur savoir-faire. En d'autres termes, les banques américaines sont fortes sur le marché des euro-dollars non pas à cause de l'utilisation du dollar sur ce marché mais du fait de leurs liens avec des clients et de leurs accoutumances aux pratiques des grands marchés. Les banques allemandes ne tirent guère d'avantage du fait que leurs actifs et passifs sont principalement libellés en DM. Les banques américaines peuvent, avec quelques ajustements, « se mettre en DM » (libeller ou relibeller des actifs et des passifs en DM) sans modifier leur situation concurrentielle<sup>6</sup>. Il y a ainsi peu d'obstacles bancaires à une monnaie européenne commune mais bien des obstacles gouvernementaux. De même, les petites institutions financières qui servent principalement les PME et le grand public en lui offrant des actifs financiers traditionnels libellés en monnaies nationales, ne peuvent participer à ces marchés non pas tellement du fait de l'utilisation d'unités de compte nationales que de la nature de leurs activités.

Il est généralement admis que les marchés financiers internationaux sont hautement intégrés, c'est-à-dire qu'ils sont presque parfaits. Ceci signifie notamment que s'y traitent des actifs très homogènes - par exemple un dépôt à 15 jours dans une banque donnée - souvent exclusivement différenciés par les Unités de comptes dans lesquelles ces actifs sont libellés. Ces actifs peuvent par conséquent être aisément relibellés dans une U.C. ou dans une autre, les seuls effets d'un tel relibellé étant, d'une part, d'inciter les banques à détenir des réserves auprès du système bancaire d'un pays plutôt qu'auprès du système bancaire d'un autre pays<sup>7</sup>.

5. L'essor des banques étrangères aux États-Unis durant les années soixante-dix provient principalement de tels facteurs concurrentiels.

6. Il convient cependant de noter : a) qu'une partie des activités bancaires de Francfort et de New York consiste dans la demande de réserves des Euro-banques. Ainsi, fin 1979, les banques privées non américaines détenaient environ \$25 milliards de dépôts à New York. La grande partie de ces dépôts devrait être à court terme et, de ce fait, peu rémunérée. b) que certaines banques sont bien connues sur une place financière (p. ex. New York ou Francfort) ce qui leur permet de s'y refinancer facilement. Ces banques se considèrent comme des Banques-dollar ou des Banques-DM. Ceci montre que les marchés financiers internationaux sont moins parfaits qu'il n'est habituellement supposé.

7. Les Euro-marchés jouent ainsi un rôle amortisseur des « mouvements de capitaux » puisque un déplacement de la demande d'une monnaie à l'autre (p. ex. \$ - DM shift) ne donne lieu qu'à un mouvement « géographique » qu'en ce qui concerne les « réserves » bancaires détenues dans un centre (New York) plutôt que dans un autre (Francfort). Sous un autre régime hypothétique, le régime sous lequel les agents économiques ne détiennent des avoirs libellés en une unité de compte que dans les banques résidentes du pays émetteur de cette « monnaie », une opération de relibellé donne lieu à un mouvement de capitaux affectant les statistiques des balances des paiements pour l'intégralité du déplacement de la demande. Cependant, une fois mis en place sous l'effet de l'intensification des échanges internationaux, les euro-marchés facilitent évidemment une opération de relibellés puisque les actifs financiers sont par ailleurs homogènes.

Le terme de concurrence monétaire devrait être réservé à cette opération de relibellé des comptes, c'est-à-dire d'actifs financiers, qui se manifeste avec le plus de netteté dans les euro-banques du fait qu'ils ne donnent pas lieu à des mouvements de capitaux.

Une opération de relibellé des comptes d'une unité de compte à une autre ne modifie que l'aire d'utilisation des unités de compte (et donc la liquidité - ou mobilité - des divers actifs libellés en ces unités de compte) et, par conséquent, que le pouvoir des banques centrales émettrices des réserves bancaires (moyens de règlements ultimes) en ces unités de comptes. L'opération ne modifie, par contre, ni le fonctionnement des (euro) marchés ni le montant global (mondial) des liquidités existantes; elle ne provoque donc, en principe, pas d'effets macro-économiques au niveau du système<sup>8</sup>. Par conséquent, s'il y avait accord entre banques centrales sur l'avenir du SMI, une opération de relibellé sous la direction des autorités plutôt qu'à l'initiative des marchés serait tout à fait possible<sup>9</sup>.

Le facteur principal de la concurrence monétaire est l'évolution divergente de la compétitivité des économies. Cette divergence rend une banque centrale capable de mener - à long terme et sans nuire au développement de son industrie - une politique monétaire relativement plus restrictive que celles suivies par les autres banques centrales. La concurrence entre l'Écu (le DM) et le dollar dépend ainsi principalement des évolutions économiques et des politiques monétaires allemande et américaine, ainsi que de la dimension relative des deux zones.

### C — Le processus d'unification d'un système international et les problèmes de politique qu'il soulève

Le point B précédent peut être résumé en disant qu'un système international régional ou mondial est assujéti dans le long terme à un processus unique de modernisation et d'intégration (ou restructuration-unification) par lequel des marchés financiers préexistants, utilisant une certaine technologie, sont progressivement remplacés par un marché unique utilisant d'autres technologies. Ce processus s'appuie simultanément sur une modification des marchés (sous l'effet de l'activité des agents économiques) et sur une concurrence monétaire (sous l'effet des politiques monétaires poursuivies par les banques centrales en réponse à des évolutions divergentes de leurs économies). Ce processus unique comporte deux aspects liés mais que l'on a tendance à considérer isolément, l'érosion des petits ensembles régionaux et la croissance lente du nouvel ensemble dominant. Les autorités doivent s'efforcer d'optimiser ce processus par la mise en oeuvre d'un ensemble de politiques.

8. En dernière analyse, une opération de relibellé provient d'une divergence exagérée entre les politiques monétaires des deux banques centrales en question. Une divergence d'ampleur identique produirait probablement plus d'effets macro-économiques si les deux zones monétaires étaient grandement isolées l'une de l'autre. Par ailleurs, « l'effet de richesse » (Wealth effect) consécutif à une modification du taux de change est ambigu.

9. Voir la note 11 de ce texte décrivant les modalités d'une telle réforme du SMI.

### 1 - *Le processus d'intégration*

#### a) L'érosion des petits ensembles régionaux

L'évolution générale conduit à l'érosion du moins relative du domaine des marchés financiers nationaux et à l'affaiblissement du pouvoir monétaire de la banque centrale gestionnaire de l'unité de compte en laquelle les actifs financiers traités sur ces petits marchés sont libellés. C'est ce phénomène de dépendance monétaire qui avait frappé les esprits durant les années soixante et qui conduisit à l'idée que le flottement pourrait restaurer partiellement le pouvoir de ces banques centrales. Mais les années soixante-dix ont démontré la vanité de cet essai, et sa perversité car le flottement réduit la liquidité des actifs libellés en ces petites monnaies et de ce fait accélère la dégénérescence des petits ensembles.

Cet aspect de l'évolution soulève deux questions pour la politique : comment gérer l'érosion de ces petits marchés (en l'accélération ou en la retardant par des mesures coutumières, administratives et législatives); comment gérer (à l'intérieur des marges étroites laissées par la dépendance des petits marchés) la politique macro-économique locale c'est-à-dire en Europe, les politiques monétaires dites nationales.

#### b) L'extension du domaine du nouveau grand ensemble

Le grand marché unifié - marché national aux États-Unis en fin du 19<sup>e</sup> siècle, international en Europe et dans le monde en fin du 20<sup>e</sup> siècle - qui est plus particulièrement adapté aux conditions de production et d'échange modernes devient de plus en plus dominant du fait de sa dimension relative par rapport aux ensembles régionaux<sup>10</sup>. Le fonctionnement de ce marché requiert l'utilisation d'une unité de compte unique qui parachève l'homogénéisation des actifs qui y sont traités, car l'utilisation d'une unité de compte unique comporte des avantages pour les agents économiques privés, puisqu'une telle unité de compte leur permet de réaliser des économies d'échelle dans la gestion de leur encaisse et de leur portefeuille. Ceci conduit :

- soit à la domination d'une unité de compte (le dollar émis par le système de réserve fédéral);
- soit à une concurrence monétaire dès que trois conditions sont remplies :
  - la politique de la banque centrale originellement dominante (p.ex. le Fed) devient insatisfaisante,
  - il existe une autre banque centrale de dimension relativement grande,
  - la banque centrale rivale est à même de mener une meilleure politique. Ce fut par exemple le cas de la Bundesbank durant les années soixante-dix. Depuis 1978-80, la situation est moins claire.

La croissance du marché unifié soulève deux types de questions pour la politique économique : ceux concernant la gestion de la monnaie internationale (et, par conséquent, de la politique macro-économique mondiale) et ceux concernant la gestion de la concurrence des monnaies internationales rivales (c'est-à-dire du mouvement d'intégration à long terme).

10. La crise du pétrole et le recyclage des capitaux, en grande partie à travers les euromarchés, grâce à des actifs financiers libellés en dollar, a considérablement renforcé cette unité de compte.

## 2 - Les politiques d'intégration et de gestion d'un SMI

La gestion de tout système monétaire international en évolution et en croissance nécessite la mise en oeuvre de deux types de politiques :

- a) Des politiques d'unification financières (ou des politiques de régulation des marchés financiers)

### Les principes

Ces politiques doivent viser à maintenir le parallélisme entre la vitesse d'intégration des marchés financiers et la vitesse d'intégration des autres marchés (de biens et des services non financiers, en particulier des marchés de travail dont l'intégration est très lente). Dans la mesure où ces deux vitesses sont inégales - il paraît évident qu'elles le sont - il convient, afin d'optimiser le bien-être, d'interférer avec un groupe de marchés (par ex. le marché financier en imposant des contrôles divers) afin d'égaliser le degré d'intégration atteint par les divers marchés. Mais étant donné l'évolution imposée par les modifications économiques et technologiques, cet équilibre est à revoir périodiquement<sup>11</sup>.

### Les politiques

Ces principes trouvent deux terrains d'application :

À l'intérieur de l'Europe, deux types de politiques étroitement interdépendants doivent être mises en oeuvre :

- la régulation du marché financier européen c'est-à-dire des euro-marchés. Il s'agit ici notamment de se demander quel marché doit être favorisé, en fait, par le législateur, l'euro-marché ou les marchés nationaux. Selon la réponse donnée à cette question, le processus d'intégration est accéléré (comme c'est le cas depuis 1955 du fait de la détaxation des euro-marchés) ou ralenti.

Il serait par exemple légitime de considérer, dans une optique de bien-être, qu'il avait été nécessaire d'accélérer la modernisation et l'intégration du système bancaire européen et que la situation macro-économique des années soixante permettait une telle stratégie. La détaxation des euro-marchés se justifiait donc amplement, même si elle avait été mise en place apparemment par le hasard. L'on pourrait maintenant considérer que les difficultés macro-économiques des années 80 et, par ailleurs, le niveau de développement atteint par les euro-marchés, justifient une égalisation des conditions de concurrence voire un régime de faveur pour les marchés nationaux ou continentaux.

- Le degré de protection et d'isolation accordé aux petits marchés nationaux par leurs autorités nationales dans le cadre des grandes orientations de la régulation du marché européen mais poursuivant néanmoins un objectif de maximisation nationale.

Au niveau du système international, il se pose également la question de savoir s'il convient d'accélérer l'intégration financière mondiale que la technologie des

11. La question des instruments utilisés en vue de la mise en oeuvre de ces objectifs est évoquée ci-dessous.

communications modernes favorise énormément par le maintien de détaxations diverses, ce qui tend à la mise en place d'un système financier « occidental » unifié, dont le Japon et le Asian-dollar market font partie, ou s'il faut ralentir ce processus voire créer deux sous-ensembles, l'un axé sur les États-Unis, l'autre sur l'Europe. La seconde option impliquerait l'adoption de législation et d'usages tendant à rapatrier les euro-marchés et à mettre en place des rigidités diverses qui isoleraient tant soit peu les deux sous-ensembles l'un de l'autre.

### Les instruments

La discussion des objectifs à assigner à la politique de régulation des marchés est demeurée superficielle du fait qu'elle a été, en quelque sorte, étouffée par le débat très passionné portant sur la possibilité et l'opportunité des instruments à utiliser en vue de réguler les marchés, voire de la possibilité d'aboutir à un accord international en ce domaine (problème de l'harmonisation des instruments). L'imposition de réserves obligatoires aux euro-activités des banques, l'efficacité d'un double marché de change ou des contrôles de capitaux ont ainsi fait l'objet de débats idéologiques entre libéraux et dirigistes sans que l'on ne se soit efforcé d'établir des analyses coût-bénéfice quelque peu systématiques.

Nous croyons utile de présenter l'esquisse d'une proposition de réforme du SMI et d'unification monétaire européenne. Dans la présente étude, l'on défend d'une part la thèse selon laquelle le SMI est assujéti à un mouvement d'unification des marchés qui est parachevé par l'adoption d'une unité de compte commune et d'autre part la thèse soutenant que le mouvement se trouve accéléré par l'actuelle législation de fait (détaxation) s'appliquant aux euro-marchés. Ce mouvement d'intégration est particulièrement marqué en Europe. Il se pose, de ce fait, la question de savoir si du point de vue financier, le mouvement de mondialisation (ou du moins de Nord-Atlantisation) est plus ou moins avancé que le mouvement d'européanisation des marchés financiers européens.

Au cas où le processus d'européanisation est plus vigoureux que le processus de mondialisation, (hypothèse sous-jacente à la politique d'unification monétaire européenne), l'on aboutirait, un jour, à la mise en place d'un marché financier européen sur lequel les actifs financiers seraient libellés en Europa (nom que nous adaptons ici pour la monnaie européenne commune et pour une monnaie parallèle). Ces actifs seraient peut être également différents des actifs traités sur les marchés américains par d'autres caractéristiques. Ainsi on aurait abouti à l'Union monétaire européenne.

Il est à craindre toutefois que, si l'actuel régime de promotion du processus de mondialisation des marchés financiers est maintenu, l'unification européenne ne perde de plus en plus de sa substance. C'est pour cette raison que nous avons proposé à plusieurs reprises de compléter l'actuelle politique d'unification monétaire européenne par une politique de régulation des euro-marchés, radicalement opposée à celle poursuivie jusqu'à présent et visant à ralentir la mondialisation et à promouvoir vigoureusement la formation d'un bloc financier et monétaire européen (et, par contre coup, d'un bloc dollar). Le bloc européen ne serait pas un système monétaire centralisé, telle l'union monétaire proposée dans le plan Werner, (qui a conçu l'union monétaire à l'usage des zones monétaires nationales) mais une union

monétaire « fédérale » conçue sur la base de l'organisation d'un système monétaire international tel celui de l'étalon-dollar.

Une politique de ralentissement de l'intégration financière mondiale et de promotion d'une Union monétaire européenne se justifie par des considérations fondées sur la théorie des zones monétaires optimales et par les difficultés grandissantes que rencontrent les gestions macro-économiques européennes et américaines du fait de leur interdépendance financière.

En pratique, il a été essentiellement proposé de :

- substituer une unité de compte européenne (l'Europa ou le DM au dollar en interdisant aux résidents européens de détenir (ou d'émettre, quant aux banques résidentes en Europe, pour des résidents européens) des actifs financiers libellés en dollars. Les autorités devanceraient ainsi une évolution naturelle des marchés et introduiraient un élément d'hétérogénéité (l'U.C.) entre les marchés européens et américains ;
- prohiber certains aspects de « paradis fiscaux » de certains euro-centres (Bahamas, îles Caïman). Les autorités entameraient ainsi une réforme du système financier international ;
- soutenir les deux opérations précédentes par des mesures tendant à isoler davantage les deux marchés l'un de l'autre (double marché des changes, la taxe sur les opérations de change mise en avant par James Tobin etc.)<sup>12</sup>

Cependant, dans la mesure où l'objectif de régulation apparaît clairement désirable, une approche coût-bénéfice permettrait de soutenir le recours à des instruments de contrôle même s'ils comportent un coût économique non négligeable.

Certains instruments, tel les réserves obligatoires et le double marché des changes, sont d'ailleurs accompagnés de coûts économiques moindres que le contrôle administratif des mouvements de capitaux. Il serait également possible de « taxer » les opérations de change. (Proposition Tobin)

b) Les politiques de gestion macro-économiques des divers ensembles du système

À chaque stade d'évolution du système, il se dégage des degrés d'autonomie des politiques monétaires du fait de l'intégration insuffisante ou imparfaite des marchés financiers<sup>13</sup>. Les gestionnaires de politiques monétaires doivent apprécier leur degré d'autonomie et mettre en oeuvre des mécanismes de coordination.

Au niveau du système, il s'agit de gérer la cohabitation du dollar et du DM sur les euro-marchés tant qu'il subsiste une possibilité de divergence des politiques (du fait, par exemple, que l'hégémonie du dollar n'est pas - encore - rétablie ou que l'unification financière transatlantique n'est pas encore achevée).

Les interventions sur les marchés des changes en vue de « gérer le flottement du dollar » - pour autant que de telles interventions soient faisables - donnent

13. Les mécanismes sous-jacents aux politiques traitées dans ce point sont examinés ci-dessous dans la partie II.

lieu à l'accumulation d'actifs par le FED et les banques centrales du SME, en fait principalement La Deutsche Bundesbank. Ces actifs sont d'une nature tout à fait différente de celle des réserves internationales des petits pays dans l'étalon dollar. Ils ne sont pas liquides. Du fait de la dimension comparable des deux blocs, il s'agit de créer de nouveaux actifs acceptables aux deux banques centrales et compatibles avec la gestion macro-économique de chacun des blocs.

Au niveau européen, il s'agit de déterminer la politique monétaire suivie par le SME. Présentement, cette détermination se fait malaisément par le biais de la coordination des politiques monétaires. La création d'un FME « fédéral » est indispensable. (Voir ci-dessous).

Au niveau local, les banques centrales nationales peuvent légèrement différencier les conditions monétaires nationales par rapport aux conditions monétaires internationales c'est-à-dire par rapport aux politiques poursuivies par les politiques monétaires européennes et américaines et leur conjonction.

#### D — Conclusions: SMI et Unification monétaire européenne

L'examen des facteurs à la base de l'évolution des euro-marchés nous a conduit à émettre l'hypothèse que le SMI est assujéti à un processus d'unification concurrentiel des marchés financiers dont l'unification monétaire (également concurrentielle) est une étape. Au cours de ce processus le degré d'interdépendance des marchés et des monnaies, en fait, le degré de dépendance et d'assujettissement des petites monnaies à la monnaie dominante croît jusqu'au moment où un marché unique s'est mis en place et où une gestion centralisée de la monnaie devient inéluctable.

La conséquence principale de cette hypothèse est que des autorités monétaires et financières (banques centrales et autorités de tutelle des institutions financières) « centrales-fédérales » et « nationales-régionales » co-existent pendant une très longue période et se répartissent le pouvoir monétaire et financier effectivement disponible dans le système. Cette répartition du pouvoir monétaire s'est effectuée historiquement en fonction de nombreux critères (pouvoir politique, conquête, etc.). Cependant, du point de vue de l'optimisation économique, la répartition devrait s'effectuer de telle façon que les autorités régionales reçoivent un pouvoir monétaire et des fonctions qui soient compatibles avec le degré d'autonomie naturel de leur région du fait de l'état inachevé du processus d'intégration. Le système monétaire international à monnaie-clé représente un type d'organisation correspondant à une telle répartition des tâches en ce sens que le pays centre détermine le trend de l'évolution monétaire du système alors que les banques centrales dépendantes font varier les conditions monétaires locales autour de ce trend.

Dans une telle vision des choses, la cause principale de l'échec de l'Unification monétaire européenne réside dans l'incapacité des Européens de mettre en place une instance monétaire fédérale à côté des banques centrales nationales actuelles qui soit capable de remplir le rôle que nécessite le fonctionnement de l'ensemble monétaire européen. Jusqu'à présent, les Européens n'ont conçu que la mise en place d'une autre banque centrale à l'échelle européenne qui devrait remplir toutes les fonctions

d'une banque centrale nationale actuelle. La notion de répartition des pouvoirs monétaires est habituellement absente des discussions.

Le fonctionnement d'un système fondé sur la répartition des pouvoirs monétaires - une zone monétaire internationale basée sur une monnaie-clé - et un système monétaire international comprenant deux monnaies-clé - sont examinés dans la partie III.

### III — STRUCTURE ET FONCTIONNEMENT DU SMI

Le système monétaire international a été défini comme l'ensemble des institutions assurant les mécanismes de règlement et d'intermédiation au niveau mondial. Le système utilisé, pour libeller les actifs utilisés dans ce processus, les Unités de comptes nationales que son évolution précédente a sélectionnées. Les autorités monétaires du système c'est-à-dire la ou les banques centrales émettant les moyens de règlement ultimes, sont donc déterminées par l'évolution de ce système. Jusqu'à présent, le SMI sous sa forme d'étalon-dollar a été composé d'une seule zone monétaire. À l'avenir il est possible que le système se compose de deux ou de plusieurs zones.

#### A — Structure et principes de fonctionnement d'une zone monétaire

La structure et le fonctionnement d'une zone monétaire sont comparables à ceux d'une zone monétaire nationale décrite dans les manuels de « Money and Banking » pour autant que l'on veuille faire abstraction des complications institutionnelles. La différence entre le système théorique décrit par les manuels et le système international provient

- d'une part de ce que la banque centrale nationale dispose, en principe, des moyens juridiques lui permettant de maîtriser largement le multiplicateur bancaire (ce qui n'est pas le cas dans le système international). Ce fait institutionnel permet de considérer le système national comme un mécanisme monétaire centralisé alors que dans le système international, le pouvoir monétaire existant *de facto* dans le système est « fédéral » en ce sens qu'il se trouve être exercé par plusieurs autorités.
- d'autre part de ce que les manuels font souvent abstraction des questions institutionnelles en vue d'exposer la théorie bancaire et monétaire pure (d'un système économique fermé et centralisé). En fait, tout système national est ouvert, ce qui limite le pouvoir monopolistique d'une banque centrale, alors que seul le système international est fermé (mais il n'est pas centralisé).

Dans tout système bancaire il existe une hiérarchisation des banques. Dans un système national, il n'est pas besoin de lui accorder une grande importance (du fait du grand pouvoir réglementaire de la banque centrale). Dans le système international la hiérarchie bancaire est très importante<sup>14</sup>.

14. Les experts reconnaîtront dans la description de la structure et du fonctionnement d'une zone monétaire qui suivent ceux de l'étalon-dollar.



### 1 - Structure d'une zone monétaire

Dans chaque zone monétaire organisée autour d'une unité de compte internationale, il existe :

- une autorité monétaire de la zone, la banque centrale créant (ou produisant) des actifs (la base monétaire) garantissant aux banques commerciales leur solvabilité.
- des banques commerciales, (les banques de second ordre), qui règlent entre elles au moyen des actifs qu'elles détiennent auprès de l'Autorité monétaire (p.ex. les banques commerciales résidentes aux États-Unis).
- deux types de banque de 3<sup>ème</sup> ordre :
  - les grandes banques commerciales ou « Eurobanques » qui règlent entre elles au moyen des actifs qu'elles détiennent auprès des banques de second ordre, en ce qui concerne leurs activités,
    - en \$ auprès des banques de New York ;
    - en DM auprès des banques de Francfort.
  - Les banques centrales qui émettent des actifs dénommés en leur propre unité de compte mais qui doivent assurer leur solvabilité (c'est-à-dire dont la monnaie ne flotte que dans des marges très étroites par rapport à la monnaie internationale) au moyen de réserves détenues auprès des banques du second ordre<sup>15</sup>.
- des banques de 4<sup>ème</sup> ordre (les petites banques françaises ou les banques yougoslaves, voire des petites banques centrales) qui détiennent leurs actifs auprès des « Eurobanques ».
- des agents économiques non bancaires (c'est-à-dire des agents économiques n'émettant pas des moyens de paiement ou des actifs financiers) détenant des dépôts auprès des banques de l'un et/ou des autres ordres.

### 2 - Fonctionnement d'une zone monétaire

Le fonctionnement d'une zone monétaire est largement comparable à celui d'un système bancaire national à deux complications près : l'expansion monétaire peut s'accompagner de modifications de taux de change du fait de l'existence d'unités de compte secondaires ; ce phénomène régional est amplifié par la hiérarchisation des banques.

#### a) Les caractéristiques du mécanisme bancaire

- le « Fractional Reserve Holding », c'est-à-dire le fait qu'une banque peut conserver sa solvabilité en détenant un montant d'actifs liquides (des actifs auprès des banques de l'ordre supérieur, ou réserves) moins élevé que le montant des dépôts à son passif du fait qu'il existe un circuit de paiement entre les clients de la banque. Toute modification des réserves entraîne à terme une expansion ou une contraction du bilan de la banque ;
- la concurrence des banques pour les dépôts dans les banques de l'ordre supérieur. Par cette concurrence, la banque vise à élargir son circuit de paiement et à

15. Dans le SME les interventions en monnaies européennes sont réglées par l'intermédiaire du FECOM.

augmenter sa capacité de création monétaire. La concurrence se déroule à chaque niveau du système bancaire. (Elle s'illustre en particulier par le fonctionnement de l'Euro-marché). Cette concurrence peut se décrire comme suit: le passif des banques de chaque niveau du système bancaire, que nous appellerons « niveaux (0) », comporte des engagements à l'égard

1. des banques du niveau inférieur (des réserves grâce auxquelles ces banques peuvent soutenir un montant de dépôts plus élevés);
2. d'agents économiques non bancaires ainsi que des banques de niveaux inférieurs à celui des banques du niveau (1). Les avoirs de ces agents économiques bancaires et non bancaires auprès des banques du niveau (0) ne servent pas à créer des dépôts, comme c'est le cas pour les banques du niveau (1) et ne sont pas des réserves mais des dépôts ordinaires.

Le fait que les banques du niveau (0) aient des engagements envers les agents économiques de deux autres niveaux comporte des conséquences fondamentales pour le fonctionnement du système. En effet, tout virement de « dépôts ordinaires » appartenant au niveau (2) ou à un niveau inférieur en faveur des banques du niveau (1) sur le passif des banques du niveau (0) (ce virement laisse intact l'actif des banques du niveau (0) et notamment leur potentiel de crédit) est équivalent à la « création de réserves » pour les banques du niveau (1) et comporte « une expansion multiple des dépôts » (pour les agents du niveau (2)). Or, les banques du niveau (1) sont à même de provoquer un tel développement en incitant le niveau (2) à détenir leurs dépôts auprès d'elles plutôt qu'auprès de la banque de l'ordre supérieur (niveau 0) du fait que, pour les agents du niveau (2), des dépôts auprès du niveau (1) sont de bons substituts pour les dépôts auprès du niveau (0), voire des actifs de qualité supérieure (plus aisément utilisables): les banques commerciales développent l'utilisation du chèque au détriment de celle du billet; les banques allemandes attirent les dépôts des banques yougoslaves; les banques londoniennes attirent les dépôts des banques allemandes et les banques de New York se font concurrence pour attirer les clients londoniens, continentaux et autres.

Ce mécanisme de concurrence est capital pour comprendre le fonctionnement (expansion et contraction multiples) et l'évolution du système bancaire. Il provient de la coexistence d'actifs relativement homogènes produits par toutes les banques avec le fait que, pour certaines banques, ces actifs sont également des « réserves » à partir desquelles on peut en créer d'autres.

- La position de l'autorité monétaire est celle d'une banque qui n'a pas à se préoccuper de sa solvabilité (parce que les dépôts qu'elle crée servent à assurer la solvabilité des autres banques) et qui, de ce fait, n'a pas à détenir des réserves (pour demeurer solvable); c'est actuellement le cas notamment du F.R.S. Toutes les autres banques, juridiquement « centrales », démontrent par leur comportement qu'elles doivent veiller sur leurs réserves internationales et qu'elles ne sont plus des banques centrales dans le sens économique du mot. Leur objet primordial est de maintenir leur solvabilité. Dans les limites que leur laisse cet impératif, elles peuvent poursuivre la politique monétaire décrite dans les manuels.

L'autorité monétaire du système doit poursuivre deux objectifs:

- L'objectif de politique économique (stabilité des prix, emploi etc.) (La science appropriée à l'étude de ce premier objectif est la macroéconomie).

- L'objectif de maximisation de son marché, c'est-à-dire elle peut (doit) être consciente de l'effet de sa première politique sur l'attrait de l'unité de compte qu'elle émet et, par conséquent, sur le développement de sa zone monétaire et, en dernière analyse, de son pouvoir monétaire. (La science économique appropriée à l'étude de ce second objectif est la théorie de l'oligopole).

#### b) Fonctionnement des mécanismes

- Restructuration des portefeuilles et « flux de capitaux »

D'une façon tout à fait générale, tous les participants à l'échange économique (détenteurs de portefeuilles non bancaires ou banques) procèdent continuellement à la restructuration (par actifs et éventuellement par unités de compte) de leur bilan en réponse aux indications du marché, ce qui conduit naturellement à des modifications de prix des actifs (les taux d'intérêt et éventuellement les taux de change) et de quantités (détenues, par exemple, par les agents économiques non bancaires, mais figurant toujours au passif d'une banque)<sup>16</sup>.

Les restructurations de portefeuille conduisent toutes, par définition et identité, à des modifications au passif des banques et, par là, peuvent entraîner des changements dans la structure des réserves de ces banques notamment si l'on se trouve en présence d'un changement dans les unités de compte utilisées pour libeller les dépôts. Par le biais de la modification des réserves, les restructurations de portefeuille déclenchent le mécanisme bancaire.

- Incidence des mécanismes bancaires

Une modification des engagements d'une banque produit une modification de ses réserves et, par ce biais, de la dimension du bilan tout entier, dont notamment les dépôts des et les crédits aux banques de l'ordre inférieur. Il s'ensuit que l'impact d'une modification est d'autant plus important qu'elle se produit dans une banque d'un rang élevé; que les circuits bancaires manquent de souplesse (c'est-à-dire que la banque qui gagne des réserves (et son système bancaire subordonné) ne sont pas à même de servir immédiatement la clientèle (notamment les preneurs de crédit) de la banque qui perd des réserves.

Le problème fondamental du fonctionnement du système monétaire international réside donc dans la réponse disproportionnée d'un système bancaire à une opération de restructuration des actifs.

### 3 - Mécanismes de la politique monétaire de la zone

Entre 1950 et 1970, le système monétaire international a essentiellement fonctionné comme une zone monétaire. (Depuis 1970, des éléments inhérents à un système à plusieurs monnaies-clé ont fait apparition). Certains mécanismes inhérents au fonctionnement de la politique monétaire d'une zone méritent d'être relevés tant parce qu'ils ont fait l'objet de nombreuses discussions que parce qu'il convient d'en tirer les leçons pour l'organisation du SME et d'un futur SMI à plusieurs monnaies-clé.

16. La prise en considération du marché des capitaux *stricto sensu* ne modifierait pas fondamentalement cet exposé.

L'étalon-dollar a été organisé essentiellement sur la base du mécanisme bancaire que l'on vient de décrire. Ceci a comporté des conséquences importantes pour :

a) L'asymétrie des interventions et stabilisation monétaire

Une attention particulière a été accordée à la stabilisation du taux de change \$-DM, notamment durant les périodes de faiblesse du DM. Dans ce cas, toute intervention de soutien en DM du dollar implique essentiellement une injection de réserves en DM dans les banques de second ordre du système DM et, par conséquent, une expansion multiple de DM quelles que soient :

- la forme de l'actif que la Bundesbank accumule (avoirs de swap sur FRS, avoirs sur FMI). L'utilisation des avoirs américains au FMI par exemple ne modifie que la forme juridique des actifs de la Bundesbank ;
- la banque du premier ordre qui intervient (Bundesbank ou FRS),
  - L'intervention de la Bundesbank s'analyse cependant comme le passage auprès d'une banque de New York d'un dépôt d'une banque commerciale allemande (Dresdner Bank) à la Bundesbank. (Bundesbank et Dresdner Bank sont des banques de 3<sup>ème</sup> ordre dans le système dollar). L'intervention de la Bundesbank provoque des effets asymétriques dans le SMI c'est-à-dire expansion du système DM, *statu quo* dans le système \$ parce que la Bundesbank ne détient pas ses actifs auprès d'une banque de réserve fédérale mais sur le marché des capitaux américain ;
  - alors que l'intervention du FRS s'analyse comme une destruction des réserves des banques de second ordre du système dollar qui compense exactement la création de réserves du système DM, son intervention produit des effets symétriques.

Toute intervention sur les marchés des changes est ainsi nécessairement asymétrique tant qu'il fait intervenir la banque de premier ordre d'une zone monétaire et des banques de second ordre de l'autre zone monétaire. La symétrie ne peut être établie techniquement qu'en détenant les actifs exclusivement entre banques centrales. Ce fut le cas de l'étalon-or où aucune banque centrale n'était une autorité monétaire mais seulement une banque du second ordre.

Dans le SME actuel, les interventions en monnaies européennes ne sont pas suivies d'effets asymétriques du fait qu'elles sont financées par des variations d'encours auprès du FME. Étant donné la position dominante de la Bundesbank, ceci est peut-être un défaut du système car les interventions de soutien des autres monnaies du SME provoquent une expansion multiple de DM ou contraignent la Bundesbank à stériliser l'effet des interventions. La politique monétaire dominante est plus aisément exécutée si elle peut s'appuyer sur un système asymétrique<sup>17</sup>. Évidemment, au cas où le FME devenait le véritable centre du système européen, l'élément de symétrie serait renforcé du fait que les Banques centrales nationales détiendraient leurs réserves auprès du FME.

17. Voir Francis ELSASSER qui propose la mise en place d'un tel système, SEDEIS, *Chroniques d'Actualités*, Paris, Novembre 1979.

La situation serait toute différente dans un système international à deux monnaies-clé. D'une part, il faudrait veiller à ce que la symétrie des mécanismes reflète bien l'équilibre approximatif de la dimension des deux pôles ; d'autre part, la nature du FMI se modifierait. Cet organisme continuerait à jouer un rôle semblable à celui qu'il avait tenu dans l'étalon-dollar en ce qui concerne les pays non-centre (essentiellement les PVD) mais pourrait devenir, en ce qui concerne les deux monnaies-clé, l'agent de leur politique de Swap.

#### b) Le fonctionnement du FMI

Cet organisme n'émet pas de moyens de règlement à usage des banques centrales (et n'est donc pas la banque centrale des banques centrales) mais, au contraire, détient ses réserves essentiellement auprès des banques New Yorkaises. La liquidité du FMI consiste exclusivement en ses avoirs en actifs utilisés dans les règlements internationaux : dollars ou DM. Tous les autres actifs sont des quasi-liquidités (or, FB, etc...) qui lui permettent d'obtenir les actifs utilisables à des conditions plus ou moins faciles. Lorsqu'une des deux monnaies, par exemple le dollar, doit être soutenue (parce que « on » estime que le taux de change \$-DM doit être soutenu contre les forces du marché du moment, la liquidité du FMI se réduit aux avoirs en l'autre monnaie, comme le deutschemark), le corollaire de l'utilisation de cette seconde monnaie étant l'expansion du multiple de cette monnaie puisque, via le FMI, la Bundesbank injecte des DM dans le 2<sup>e</sup> ou 3<sup>e</sup> ordre des banques-DM. Le FMI est un « agent » de la politique d'open market du Fed ou de la Bundesbank.

### B — Structure et fonctionnement d'un SMI à deux monnaies-clés

Le Système monétaire international contemporain est extrêmement complexe du fait que les éléments du système passé (l'étalon-dollar) coexistent avec le système à venir (un système bi- ou tripolaire - à moins que l'effort de restauration du dollar actuellement entamé ne réussisse).

Un système bipolaire \$-SME est en train d'émerger<sup>18</sup>. Ceci signifie que les deux « pôles » se font concurrence pour attirer les dépôts (par exemple de l'OPEP) dans leurs centres financiers respectifs et pour les libeller en leurs unités de compte respectif. Mais les deux zones ne sont que modérément isolées l'une de l'autre en ce sens que les clients potentiels ne se sont pas encore ou ne sont pas principalement rattachés à l'un ou à l'autre pôle. Ceci tient essentiellement à deux facteurs liés : la survivance de traditions en provenance de l'étalon-dollar ; les facteurs technologiques et quasi fiscaux<sup>19</sup> qui poussent à la mondialisation des activités bancaires.

Il se pose donc, en début des années quatre-vingts, une question capitale pour l'évolution du SMI : allons-nous vers un système financier mondialement intégré dominé par le dollar (ou livré à la concurrence peu stable des monnaies ou l'Europe réussira-t-elle son unification ? Dans ce dernier cas, deux zones relativement homogènes et probablement assez autonomes l'une de l'autre - du fait d'une certaine désintégration financière mondiale et d'une intégration financière européenne -

18. Pour la commodité de l'exposé, nous négligerons le yen.

19. Voir p. 481 et 485-486.

verront le jour. La coexistence et la coordination des deux zones caractérisera le nouveau Système monétaire international. Sous ce nouveau régime, il conviendra de distinguer entre gestion de système et gestion de chacune des deux zones composantes. Un nombre de pays pourrait d'ailleurs détenir des réserves dans les deux places financières respectives.

### *1 - La gestion des zones monétaires*

L'organisation interne de chacune des deux zones s'appuyera sur les mécanismes et politiques bien connues décrites ci-dessus et dont l'étalon-dollar a fourni un exemple historique.

Comme il a déjà été noté précédemment, la grande faiblesse du pôle européen provient de ce qu'il n'a pas été à même de se doter à côté des autorités nationales, d'une institution « fédérale » capable de mettre en oeuvre une politique monétaire européenne. Par conséquent, cette dernière demeure *de facto* encore partiellement sous l'influence du Fed.

### *2 - La gestion du système*

Du point de vue de la politique monétaire mondiale, les deux centres assument une responsabilité conjointe pour la détermination de la tendance d'expansion monétaire du système tout entier. Ce point de vue global risque cependant d'être occulté par les difficultés rencontrées par la coordination des politiques entre les deux zones, voire à l'intérieur du SME.

En principe, plus les deux zones sont financièrement isolées l'une de l'autre, plus les politiques monétaires pourront être indépendantes sans entraîner une flexibilité exagérée des taux de change qui serait intolérable pour le commerce inter-blocs (bien qu'une certaine flexibilité soit utile en vue de mieux protéger le commerce intra-bloc). Néanmoins, quels que soient les arrangements financiers, la flexibilité du taux de change dollar/Écu demeurera le mode d'organisation principal du système tant que des politiques monétaires autonomes devront - du fait de divergences économiques - et pourront - du fait d'une intégration financière incomplète - être poursuivies dans chacun des deux blocs. Les problèmes de politique économique soulevés par la coordination des politiques, qui déterminent l'ampleur du flottement et/ou des interventions, dépassent le cadre de cette étude qui se borne à l'examen des mécanismes financiers.

Les interventions sur le marché de change des deux monnaies-clé (par exemple le marché dollar-Europa) en vue d'écarter des fluctuations jugées excessives suscitent deux problèmes liés: l'organisation des interventions et la création d'actifs financiers acceptables aux deux parties<sup>20</sup>.

20. Ces mêmes questions ont été débattues en Europe depuis la mise en route des projets d'unification monétaire européenne (1970).

a) La situation de base

Tous les problèmes d'organisation d'un SMI à deux monnaies-clé proviennent du fait que les deux banques centrales se trouvent en situation de monopole bilatéral en ce qui concerne la gestion macro-économique<sup>21</sup>.

Toute intervention sur les marchés de change modifie simultanément les actifs et les passifs des deux banques. De ce fait, les actifs ne revêtent, fondamentalement, aucun caractère de liquidité<sup>22</sup> : quelle que soit leur nature juridique, les actifs des deux banques centrales seront nécessairement des « swaps » dont l'utilisation provoquera des effets macro-économiques, ce qui implique des négociations et des accords sur les politiques économiques mises en oeuvre. Cette caractéristique fondamentale peut être aménagée, au plan technique, sur deux points : la création d'actifs et la mise en oeuvre de mécanismes d'interventions acceptables aux deux parties.

b) La création d'actifs financiers acceptables

Les deux autorités monétaires doivent résoudre un nombre de problèmes même si l'on fait abstraction des effets mécaniques d'une variation de leurs actifs extérieurs sur leurs systèmes bancaires. Elles doivent notamment déterminer les garanties de change et le rendement de ces actifs ainsi que leur forme juridique : accord de Swap, avoirs auprès du FMI libellés en DTS, obligations type Carter bonds.

En principe, un rendement élevé des actifs (notamment si le paiement de la charge d'intérêt apparaît dans un budget soumis au parlement) conduit les autorités monétaires à mener une politique plus restrictive (dans ce cas, une politique plutôt déflationniste). En pratique, l'on peut cependant penser que les premières politiques seront plus fortes qu'un frein financier nécessairement mineur vu les dimensions des économies émettrices de monnaie-clé.

c) La mise en oeuvre de mécanismes d'interventions compatibles avec l'autonomie des politiques

Dans une zone monétaire, un mécanisme d'intervention asymétrique soutient l'exécution d'une politique monétaire de stabilisation à moyen terme dans le pays centre. Dans un SMI à deux monnaies-clé, le système d'intervention devrait être :

- symétrique car aucune des deux autorités monétaires ne peut être considérée comme étant plus responsable que l'autre de la conjoncture et de la stabilité du système tout entier. Les éléments d'asymétrie existants dans le système seraient le reflet soit de reliquats d'un système précédent soit d'une inégalité des rapports de force (une économie étant dominante par rapport à l'autre) ;
- neutre en ce sens que les interventions sur les marchés de change pourraient être facilement stérilisées par l'une et l'autre autorité monétaire. Les Carter bonds avaient été un tel instrument car leur acquisition stérilisait automatiquement l'effet des interventions de la Bundesbank sur les marchés des changes.

21. Les deux banques sont des duopolistes en ce qui concerne leur concurrence pour les marchés.

22. Du fait de la survivance d'éléments en provenance du système antérieur, des réserves pourront en pratique conserver un degré de mobilisabilité limité.

#### IV — CONCLUSIONS : LA RESPONSABILITÉ EUROPÉENNE EN MATIÈRE D'ÉVOLUTION DU SMI

La présente étude avait pour objet d'examiner les mécanismes financiers à l'oeuvre dans le fonctionnement et l'évolution du SMI et d'énumérer les politiques nécessaires à la cohérence du système. Elle n'avait pas pour objet d'analyser la situation actuelle ni de préconiser des politiques. Néanmoins, il a fallu, de temps en temps, montrer comment l'explication proposée s'insérerait dans l'évolution actuelle du système.

L'évolution à venir du système dépend de deux questions tout à fait fondamentales. Les Européens seront-ils à même de surmonter les divergences économiques qui les empêchent de se doter d'une organisation monétaire cohérente notamment en créant un FME et en mettant en oeuvre une politique ambitieuse de transferts budgétaires et de capitaux ?

L'économie américaine est-elle dotée de tant de ressources (en matières naturelles et en esprit d'entreprise) qu'après une période de déclin apparent le dollar regagnera pour quelques décennies une nouvelle position de prééminance incontestée ?

La pauvreté relative de l'Europe, en matières premières, esprit d'entreprise et flexibilité sociale, augure mal de la capacité du vieux continent à créer un pôle monétaire très solide. De son côté, la restauration du dollar rencontrera des limites provenant de la dimension néanmoins assez faible des États-Unis par rapport à l'économie mondiale. Un système coopératif fondé sur le FMI paraît illusoire. Ces considérations, pessimistes et nécessairement superficielles, dans le cadre de la présente étude, nous conduisent à penser que le meilleur avenir possible pour le SMI serait celui que lui assurerait une organisation fondée sur deux (ou trois) monnaies-clé. Les deux zones monétaires, l'américaine et l'européenne, conscientes de leurs faiblesses fondamentales respectives et de leurs intérêts communs, devraient mettre en oeuvre une coordination de leurs politiques monétaires appuyée sur une « désintégration » financière délibérée et ordonnée, organisée ci-dessus telle celle partiellement inhérente à la constitution d'une Union monétaire européenne. Une telle « désintégration financière » - désintégration en ce qui concerne les reliquats de l'étalon-dollar mais intégration en ce qui concerne l'Europe actuellement insuffisamment intégrée - assurerait à l'exécution de leurs politiques monétaires (inévitablement divergentes) le degré d'indépendance nécessaire à la gestion macroéconomique (mais comptable avec l'état avancé de l'intégration mondiale d'ores et déjà atteint).

Une telle organisation du SMI est inconcevable sans un Fonds monétaire européen doté des moyens nécessaires pour concevoir et mener une politique monétaire européenne - à côté des politiques monétaires nationales - et, de ce fait, la « coordonner » avec celle suivie par les États-Unis. La responsabilité monétaire mondiale des Européens impuissants à réaliser leur union, est lourde.