

une idée de ce que serait un système bancaire national sans banque centrale — système dont l'évolution historique a été avortée par l'instauration des banques centrales avec monopole d'émission. En même temps, nous allons étudier le fonctionnement de ce qu'il est convenu d'appeler le système monétaire international. C'est-à-dire l'ensemble constitué par toutes les monnaies du monde. Donc traiter de la concurrence des monnaies, cela revient à traiter du système monétaire international, dont on peut se demander s'il est véritablement un *système*. Ici aussi, il faut procéder pas à pas.

Pour commencer, nous allons partir d'une situation où il y aurait seulement deux banques centrales au monde. Le Federal Reserve System, dit le Fed, et la Banque fédérale d'Allemagne, dite Bundesbank¹. Chacune est censée émettre autant de billets qu'il lui plaît, la première des dollars et la seconde des marks. L'argent circule librement entre les deux pays. Dans un premier temps, le taux de change (ou parité) entre les deux monnaies est supposé fixe².

Imaginons que les réserves en or de chacune de ces deux banques soient de 10 milliards de dollars, et que le comportement des détenteurs de dollars et de marks impose aux deux banques centrales le même coefficient de réserve, à savoir la moitié. Chacune de ces banques va pouvoir émettre 20 milliards de dollars en billets.

Maintenant, supposons que le Fed émette une quantité supplémentaire de monnaie pour 20 milliards de dollars. Au passif du bilan du Fed, nous aurons 40 milliards de dollars. Et à son actif, 10 milliards de dollars en or et 30 milliards de dollars de créances sur les personnes ou les institutions auxquelles le Fed aura prêté de l'argent (cf. tableau plus

DIX-NEUVIÈME LEÇON

Du système monétaire international

Où l'on comprend enfin pourquoi la concurrence des monnaies a abouti à l'abandon des changes fixes.

Cher Candide,

La force dont je vous parlais à la fin de la dernière leçon, provient de la concurrence que se font les monnaies entre elles. Mais elle ne peut jouer que si les capitaux circulent librement. Ainsi le tournant majeur dans l'histoire récente de l'Europe, c'est le moment où l'on a libéré les mouvements de capitaux. Cela s'est passé le 1^{er} juillet 1990¹. Si le capitalisme est le diable, alors le pacte avec le diable a été signé ce jour-là.

En effet, à partir du moment où l'argent circule au-dessus des frontières librement, et aujourd'hui il circule à la vitesse de la lumière grâce à l'électronique, les banques centrales vont se trouver dans une situation analogue à ce que serait celle de banques ordinaires si elles n'étaient pas coiffées par une banque centrale. Chaque banque centrale émet sa propre monnaie, et cette monnaie entre en concurrence avec les monnaies émises par les autres banques. En analysant cette situation, nous pouvons nous faire

bas). Dès lors, le Fed va pouvoir toucher des taux d'intérêt sur 30 milliards de dollars de créances.

Voyons maintenant ce qui se passe à la Bundesbank. Au passif sont inscrits pour 20 milliards de dollars en billets. Pour simplifier, nous restons pour le moment en dollars. Ce n'est pas gênant puisque nous avons supposé plus haut que le taux de change entre les deux devises était fixe. Et à l'actif figurent 10 milliards de dollars en or, et 10 milliards de dollars de créances.

Résumons en tableau :

Actif du Fed	Passif du Fed
Or : 10 MM \$ Prêts : 30 MM \$	Billets : 40 MM \$
Actif de la Bundesbank	Passif de la Bundesbank
Or : 10 MM \$ Prêts : 10 MM \$	Billets : 20 MM \$

Une question se pose : quelle banque gagne le plus d'argent ? Soit dit en passant, on oublie toujours que les banques centrales elles aussi cherchent à faire des profits. Celle qui gagne le plus d'argent, c'est évidemment le Fed, puisqu'il touche des intérêts sur 30 milliards de dollars de prêts, alors que la Bundesbank n'en touche que sur 10 milliards. Il faudrait en effet que les taux d'intérêt appliqués par la Bundesbank soient trois fois plus élevés que celui du Fed pour compenser son handicap. Un tel taux aussi élevé est impensable, il tuerait l'économie allemande. Mais l'histoire ne s'arrête pas là.

Les détenteurs de dollars, voyant que le coefficient de réserve du Fed est passé de 50 % à 25 %, vont se méfier de la monnaie qu'ils ont entre leurs mains. Et ils vont l'échanger contre des marks. Souvenons-nous de notre hypothèse de départ : il n'y a que deux monnaies dans le système. Donc les détenteurs qui se méfient du dollar n'ont pas le choix et ils vont acheter des marks contre des dollars à des individus ou à des banques, lesquels vont à leur tour chercher à se débarrasser de leurs dollars, et ainsi de suite. Finalement, c'est la Bundesbank qui va être obligée d'acheter ces dollars supplémentaires en vendant elle-même des marks !. En effet, dans l'exemple que nous avons choisi où il n'y a que deux banques centrales, les dollars douteux ne peuvent qu'aboutir finalement à la Bundesbank parce que c'est le seul endroit où leurs détenteurs sont assurés d'acheter des marks au taux de change en vigueur. Si la Bundesbank refusait d'acheter ces dollars en surnombre contre ses propres marks, alors le prix du dollar en mark chuterait — comme n'importe quelle marchandise qui souffre d'une mévente, et l'on sortirait de l'hypothèse des taux de change fixes posée au départ.

Supposons donc que les 20 milliards de dollars en surnombre aient été présentés aux guichets de la Bundesbank, cette dernière a été obligée d'émettre en échange 20 milliards de dollars supplémentaires de marks. Ainsi le Fed, en pratiquant une politique laxiste, a obligé la Bundesbank à en faire autant. Beau résultat, n'est-il pas vrai ? Vous comprenez maintenant pourquoi la Bundesbank ne veut plus de taux de change fixe avec le dollar depuis la crise du dollar de 1971. La fixité du taux de change l'obligeait à avaler des milliards de dollars, et à émettre

plus de marks qu'elle ne l'aurait voulu. Et vous comprenez aussi pourquoi la même Bundesbank a été tellement réticente à admettre des monnaies faibles (livre, lire, peseta, drachme) dans le Système monétaire européen qui était jusqu'à l'explosion d'août 1994 un système à taux de change fixe entre les devises européennes. Elle craignait d'être obligée d'ingurgiter des masses de toutes ces devises.

Maintenant, demandons-nous ce qui figure au passif de la Bundesbank après qu'elle a ingurgité les 20 milliards de dollars supplémentaires. On trouve 20 milliards de dollars de marks déjà émis, auxquels il faut ajouter 20 milliards de dollars de marks émis en contrepartie des achats de dollars. En tout 40 milliards de dollars.

À l'actif, figurent 10 milliards de réserves en or, 10 milliards de créances, plus les 20 milliards de dollars achetés. Au total, 40 milliards de dollars.

C'est dire qu'en sus de ses créances qui lui rapportent un intérêt, la Bundesbank dispose de créances sur le Fed, les 20 milliards de dollars qu'elle a achetés, qui eux ne lui rapportent rien du tout.

Quant au bilan du Fed, en apparence il n'a pas changé. À l'actif, nous avons toujours 10 milliards de dollars en or, et 30 milliards de dollars de créances, et au passif 40 milliards de dollars de billets. Ce qui n'apparaît pas, c'est que sur ces 40 milliards de dollars de billets, la moitié ont été retirés de la circulation puisqu'ils sont entre les mains de la Bundesbank. Voici ce que cela donne en tableau :

Actif du Fed	Passif du Fed
Or : 10 MM \$ Prêts : 30 MM \$	Billets : 40 MM \$
Actif de la Bundesbank	Passif de la Bundesbank
Or : 10 MM \$ Prêts : 10 MM \$ Créances sur le Fed : 20 MM \$	Billets : 40 MM \$

Ainsi, c'est la banque qui émet le plus qui risque de gagner le plus. Le vice est récompensé et la vertu punie ! Il n'y a que deux systèmes qui peuvent empêcher une banque centrale de se lancer dans une aventure aussi profitable et deux seulement. L'éta-lon-or et les changes flottants.

Dans l'éta-lon-or, les monnaies ont entre elles des parités fixes, mais elles ont aussi un prix fixe en or, défini à l'avance en principe une fois pour toutes. Rien n'empêche donc la Bundesbank de demander au Fed la conversion de ses dollars en or au prix en vigueur. Nous voyons dans le cas que nous avons examiné ci-dessus que le Fed, qui ne dispose que de 10 milliards de réserves en or, serait incapable d'assurer cette conversion. On peut supposer qu'avec si peu de réserves il ne se serait pas risqué à des émissions supplémentaires de dollars. Cela vous rappelle sans doute ce qui s'est passé à la fin des années 1960. À l'époque les Allemands se faisaient encore tout petits devant l'Oncle Sam, et ils n'osaient pas trop rouspé-ter contre le gavage en dollars que leur imposaient les Américains. Mais en France, un certain général

de Gaulle ne s'en privait pas. Et il demandait que les excédents de dollars qui arrivaient au guichet de la Banque de France soient convertis en or. En même temps, Jacques Rueff, qui lui servait de conseiller en la matière, demandait le retour à l'étalon-or.

Le système en vigueur à l'époque était le *Gold Exchange Standard*, littéralement l'étalon change-or. En deux mots : les taux de change entre les devises étaient fixes, mais seul le dollar était convertible en or à parité fixe. La parité en question était de 35 dollars l'once et datait de 1934. C'est dire déjà qu'elle avait peu de chances d'être réaliste. Le *Gold Exchange Standard* a été instauré au lendemain de la Seconde Guerre mondiale par les accords dits de Bretton-Woods. À l'époque, les États-Unis avaient ramassé à peu près les trois quarts des réserves mondiales en or, et les autres pays dévastés par la guerre avaient soif, non pas d'or — le métal jaune ne nourrit pas ! — mais de marchandises, de blé et de machines *made in USA*, et donc de dollars pour les acheter. On appelait ça le *dollar gap*. Les banques centrales ne rechignaient donc pas à accumuler des dollars. Le vrai nom du système aurait dû être le *Gold Dollar Standard*. Aussi bien pendant toutes ces années de reconstruction, le dollar était considéré aussi bon que l'or — *as good as gold*. Puis petit à petit, à mesure que les autres pays redevenaient prospères, ils ont regimbé contre cet « impérialisme du dollar ». Et l'étrange tandem de Gaulle-Rueff a pris la tête de cette espèce de croisade. À mesure que les dollars étaient échangés contre de l'or, les réserves américaines en métal jaune diminuaient, et il est arrivé ce qui devait arriver. Ces réserves sont descendues jusqu'à un seuil défini comme stratégique, et Richard Nixon, alors président des États-

Unis, a pris la seule décision qui s'imposait : il a fermé la *golden window*, le guichet où s'échangeaient les dollars contre l'or, supprimant du même coup ce qui restait de discipline dans le système.

Dès lors, il ne restait que les changes flottants pour empêcher une banque centrale de se lancer dans une politique expansionniste. Tout simplement parce que, en régime de changes flottants, la banque centrale qui est menacée d'un envahissement de devises indésirables dispose d'une arme absolue pour se protéger : elle refuse d'acheter ces devises à un taux de change fixé à l'avance. Du coup les changes flottent au gré de l'offre et de la demande. Dans l'exemple que nous avons étudié plus haut, les changes flottants auraient abouti à une réévaluation du mark, évitant à la Bundesbank d'absorber 20 milliards de dollars et d'émettre autant de marks en contrepartie.

Certes, les changes flottants accroissent les incertitudes du négoce international. Mais entre deux maux, il fallait choisir le moindre. Ce qu'à l'époque les Allemands voulaient éviter, et ce qu'ils cherchent toujours à éviter, c'est d'être obligés d'avaler des devises faibles et d'émettre des marks en contrepartie. C'est pourquoi le Système monétaire européen a fini, lui aussi, par exploser.

Il faut voir, d'autre part, que la banque centrale qui se lance dans une politique expansionniste est bientôt sanctionnée par la chute de sa devise sur les marchés des changes, et donc sa dévaluation. C'est peut-être ce qu'elle cherche pour faire gagner des marchés aux industriels de son pays. Mais c'est plus compliqué que cela n'en a l'air. Une dévaluation, c'est d'abord un appauvrissement pour le pays qui la pratique. Nous y reviendrons quand nous étudierons la balance des paiements.