

Marcel RUDLOFF

*Professeur à la Faculté de Droit
et des Sciences Economiques
de Madagascar*

**UN NOUVEAU SOUTIEN
DU DOLLAR-STANDARD :
LE MARCHÉ
DES EURO-DOLLARS**

Dans le monde d'après-guerre, les opérations d'emprunts courts et de commercialisation ont trouvé leur source de financement principalement dans le crédit bancaire et dans le recours aux marchés monétaires nationaux. Un volume limité d'opérations de première importance se réglait cependant, en devises, par intervention directe des grandes banques sur une sorte d'embryon de marché monétaire international. Trop d'obstacles réglementaires et le principe même de l'inconvertibilité des monnaies européennes rendaient longtemps les opérations difficiles sur ce marché limité et discret.

Avec le retour à la convertibilité extérieure des monnaies européennes vers 1958, et le passage à la convertibilité totale et à la liberté des transferts en 1967, la situation monétaire s'est foncièrement modifiée. Des barrières sont tombées qui empêchaient la formation d'un marché monétaire international. En même temps, après dix années d'expansion, l'Europe a reconstitué ses liquidités, rétabli ses balances des paiements et renforcé ses réserves de devises ; cela, en une période où les Etats-Unis s'enlisaient dans les déficits de balance et des exportations de liquidités.

C'est ainsi, qu'après 1958-1960, ce petit marché international du temps de l'inconvertibilité a pris rapidement les dimensions d'un vrai marché monétaire international. Bien des problèmes cependant restent en suspens, de même que demeurent provisoires les structures et les modes de fonctionnement actuels de ce marché. Mais ce dernier répond à des besoins certains dans un univers en expansion commerciale ; par ailleurs, il n'est pas sans apporter un soutien sensible au système

monétaire international en vigueur, c'est-à-dire au système du dollar-stantard.

Ce nouveau marché monétaire international est connu sous le nom de *marché des euro-devises*. L'on entend par là un marché sur lequel s'effectuent, à court terme, des opérations de prêts et d'emprunts libellées en devises. C'est là un fait original : alors que les opérations sur les marchés monétaires nationaux portent exclusivement sur la monnaie locale, sur le marché des euro-devises l'on négocie exclusivement des monnaies étrangères au pays. C'est ainsi qu'à Paris, l'on opère sur le dollar, le sterling, le mark, le franc suisse ; à Londres, on négocie le dollar, le franc français, le mark, etc... Ces euro-marchés se tiennent dans les grandes capitales financières de l'Europe Occidentale. Le terme d'euro-devises ou d'euro-marchés prête cependant à bien des critiques : d'abord l'on y rencontre une devise non-européenne et dont le rôle est dominant : le dollar des Etats-Unis ; d'autre part, ce marché s'ouvre à des pays non-européens de premier plan, tels que le Canada, le Japon et les Etats-Unis.

Les opérations sur euro-devises portent, d'après les estimations officielles, pour quelques 85 % sur des dollars américains et pour quelques 15 % sur des devises européennes, dont essentiellement le sterling, le mark et les francs français et suisse. En raison de l'importance des liquidités en dollars, l'on parle souvent de marché des *euro-dollars*. La banque des règlements internationaux (Bâle), qui suit de près l'évolution du marché monétaire international, admet, sous toute réserve, qu'un total de liquidités évalué à 8 milliards de dollars U.S. circulait sur l'euro-marché en 1964, et que cette somme s'est élevée en 1966 à 13 milliards.

L'euro-dollar, matière principale de ce marché, ne revêt pas la forme de billets fiduciaires, mais celle de la monnaie scripturale ; les opérations en euro-dollars se nouent et se dénouent par des écritures comptables et par des transferts de liquidité en compte. Ces liquidités scripturales se négocient hors des Etats-Unis, c'est-à-dire pratiquement en Europe. Le bulletin de la FIRST National City Bank définit comme suit l'euro-dollar : « C'est un dollar E.-U. en dépôt chez des banques situées à l'extérieur des Etats-Unis et que celles-ci utilisent pour faire face à leurs propres besoins de liquidités additionnelles, ou pour consentir plus aisément des prêts aux entreprises ». En somme, il s'agit de dollars américains détenus dans une banque située en dehors des Etats-Unis.

Le marché des euro-devises, et spécialement celui des euro-dollars, connaît une extension croissante parce que les prêteurs non-résidents américains et étrangers y trouvent des rémunérations supérieures à celles offertes par leurs banques nationales respectives ; d'autre part, les emprunteurs en euro-devises bénéficient de taux d'intérêt inférieurs à ceux de leurs marchés monétaires nationaux. Enfin, ce marché demeure

accessible à des grandes firmes et banques européennes qui n'auraient pas les mêmes facilités sur le marché monétaire de New York soumis à une réglementation restrictive. N'oublions pas non plus que ce marché entre dans la stratégie de défense du dollar menée par les autorités américaines.

Si donc ce marché répond à d'indiscutables besoins, il s'inspire également d'impératifs stratégiques et n'est pas sans introduire dans l'économie monétaire mondiale des éléments d'instabilité. Tels sont les problèmes que nous retrouverons en analysant la structure et la dynamique du marché international des euro-devises.

A. — LA STRUCTURE DES MARCHÉS D'EURO-DEVISES

Quels sont les pôles monétaires qui dominent le marché des euro-monnaies ? Quelle est la structure des ressources et des emplois de liquidités sur ce marché ?

1) Les pôles monétaires de l'Euro-marché

L'on rencontre sur ce marché un certain nombre d'organismes bancaires et financiers, mais aussi quelques très puissants groupes industriels.

Les *banques centrales*, estime-t-on, fournissent près des 2/3 des liquidités sur l'euro-marché. Ces banques détiennent d'importantes quantités de dollars et en placent une fraction dans les banques commerciales, moyennant un taux d'intérêt légèrement supérieur à celui du marché de New York. Les banques commerciales repréent ces liquidités reçues en dépôt.

Les *banques commerciales*, par ailleurs, acceptent des particuliers et des entreprises des dépôts en monnaies étrangères. A leur tour, ces sommes sont replacées sur le marché européen. C'est ainsi que des banques commerciales françaises prêtent des euro-dollars à des entreprises japonaises. Un temps, les banques commerciales américaines offraient elles aussi des dollars par le truchement de leurs filiales en Europe. Depuis quelques temps, ces filiales sont plutôt acquéreurs de dollars qu'elles rapatrient sur les banques-mères américaines. Deux banques commerciales sous patronage soviétique agissent également sur l'euro-marché, évitant par là aux banques centrales socialistes de prendre contact avec le marché monétaire de New York.

La *Banque des Règlements Internationaux* (B.R.I.), située à Bâle, et quelques autres Institutions financières internationales interviennent couramment sur ce marché.

Enfin, il se trouve quelques très puissants *groupes industriels, voire commerciaux* et financiers, qui opèrent sur les euro-devises. L'on peut citer comme exemples des groupes pétroliers et des Institutions financières non bancaires.

Dans l'ensemble, quelques 40 à 50 pays, opèreraient sur l'euro-marché (évaluation pour 1967). Ces pays se répartissent en *trois groupes géographiques* :

Les *Etats-Unis* s'intéressent très vivement aux euro-devises. Depuis quelque temps, ils sont devenus emprunteurs nets. En 1966 par exemple, les Etats-Unis avaient emprunté (emprunt net) quelques 3 milliards de dollars, et cela principalement pour parer à la diminution des dépôts à terme à l'intérieur du pays.

Un second groupe comprend les pays du *Moyen Orient* (pays pétroliers) et l'*Amérique Latine* (les filiales américaines en Amérique Latine placent leurs liquidités sur l'euro-marché). Dans ce groupe l'on range également, comme pays emprunteurs, le Japon et l'Europe de l'Est.

Enfin, un troisième groupe englobe les pays d'*Europe Occidentale* (Europe Continentale et Royaume-Uni). Ce groupe joue un rôle très important dans les opérations bancaires en euro-devises. La Suisse et l'Italie tout particulièrement offrent d'importantes liquidités en dollars. L'Office des changes italien vend des sommes élevées de dollars dans le but de régulariser le marché monétaire interne et d'agir sur les taux d'intérêt.

Si tels sont les principaux pôles monétaires, comment se présente la structure des ressources et des emplois sur ce marché ?

2) Les ressources et les emplois sur les euro-marchés.

Les opérations sur les euro-marchés répondent à plusieurs objectifs.

Les *prêteurs* y déposent leurs avoirs en monnaies étrangères pour bénéficier de taux d'intérêt plus élevés qu'ailleurs. Un dépôt en euro-dollars rapporte plus qu'un dépôt en dollars auprès d'une banque américaine située aux Etats-Unis. Les ressources augmentent ainsi d'année en année sur ce marché, de 8 milliards de dollars en 1964, l'offre d'euro-devises aurait atteint au moins 13 milliards en 1966.

De leur côté, les *emprunteurs* s'intéressent de façon croissante aux euro-devises pour plusieurs raisons. Les grandes entreprises d'exportation et d'importation y trouvent des liquidités moins chères et plus importantes que celles disponibles sur les marchés monétaires internes. Une part considérable du commerce international tend à être réglée en euro-dollars. Les investisseurs, acquéreurs d'équipements étrangers, empruntent également sur ce marché. Enfin, il arrive fréquemment que

des entreprises ne se livrant ni à l'exportation, ni à l'importation demandent des euro-dollars pour financer des transactions internes ou la constitution de stocks. Dans ce cas, les euro-dollars sont offerts à la Banque Centrale Nationale et échangés contre de la monnaie locale. Ce type d'opération lié à une conversion en monnaie interne est assez mal vu des gouvernements qui risquent de perdre le contrôle du crédit interne ; aussi applique-t-on dans certains pays tels la France et l'Allemagne Occidentale des réglementations restrictives.

Tableau et graphiques suivants donnent la situation des ressources et des emplois en euro-devises (estimation en euro-dollars) et la position nette, débitrice ou créditrice, des principaux pôles monétaires classés selon un critère géographique.

● **Dimensions nettes du Marché des Euro-devises. Estimation.**

Postes	Sources			Utilisations			Net		
	1964	1965	1966	1964	1965	1966	1964	1965	1966
chiffres de fin d'année, en milliards de dollars E.U.									
Zone extérieure aux huit pays :									
Etats-Unis	0,7	0,8	1,1	1,5	1,8	4,1	+ 0,8	+ 1,0	+ 3,0
Autres	4,0	4,2	5,1	2,2	3,2	3,9	- 1,8	- 1,0	- 1,2
Total	4,7	5,0	6,2	3,7	5,0	8,0	- 1,0	—	+ 1,18
Intérieur de la zone des huit pays (1) :									
Organismes monétaires officiels	0,8	2,2	2,8	—	—	—	- 0,8	- 2,2	- 2,8
Non-résidents autre que des banques	0,8	1,0	1,5	0,5	0,6	0,8	- 0,3	- 0,4	- 0,7
Résidents autre que des banques, compte tenu des conversions de monnaies nationales ou en devises tierces*.	1,7	1,8	2,5	3,8	4,4	4,2	+ 2,1	+ 2,6	+ 1,7
Total	3,3	5,0	6,8	4,3	5,0	5,0	+ 1,0	—	- 1,8
Volume net du marché	8,0	10,0	13,0	8,0	10,0	13,0	—	—	—

* A l'exclusion des swaps noués en vertu d'arrangements spéciaux avec des organismes monétaires officiels, mais en comprenant, dans la rubrique « Utilisations », les Euro-dollars mis en œuvre par les banques communiquant des renseignements, pour aménager leur propre position de liquidité et présenter leur bilan sous un jour favorable (conversion temporaire de dollars en monnaie nationale).

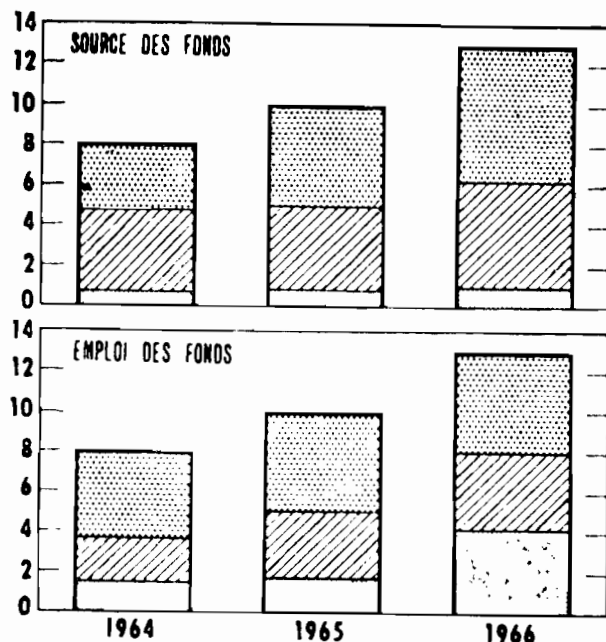
Source : BRI, Rapport annuel 1967, p. 187.

(1) Par « zone des huit pays », la BRI entend les pays européens qui lui communiquent des renseignements, à savoir, le Belgique-Luxembourg, la France, la Grande-Bretagne, l'Italie, les Pays-Bas, la Rép. Féd. d'Allemagne, la Suède et la Suisse.

● **Estimation nette des Ressources, des emplois et des positions nettes sur le marché des Euro-devises.**

(Source : Bulletin de la First National City Bank, août 1967).

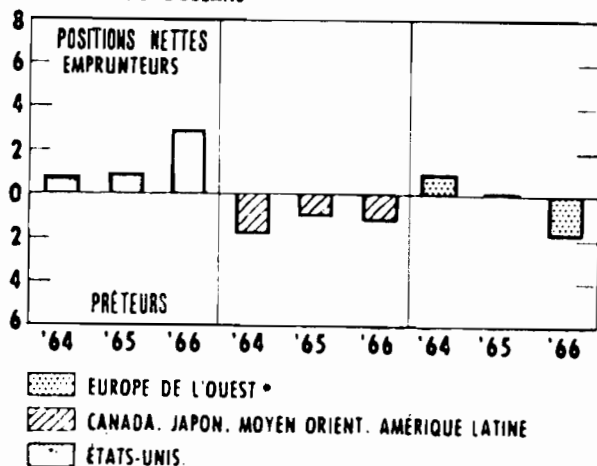
MILLIARDS DE DOLLARS



Note : L'estimation nette de l'importance du marché est nécessairement très approximative. Pour établir cette estimation, la B.R.I. d'une part, élimine les fonds redéposés entre banques et les avoirs et engagements en dollars qui sont sans relation avec les opérations du marché euro-dollars et inclut, d'autre part, les prêts et les emprunts euro-dollar entre résidents d'un même pays ainsi que les dollars absorbés ou placés par les institutions monétaires officielles sous forme de swaps.

Source : chiffres tirés des informations publiées par la Banque des règlements internationaux 37^e rapport annuel, 12 juin 1967.

MILLIARDS DE DOLLARS



(a) Principaux pays de l'Europe de l'Ouest dont les banques commerciales communiquent à la B.R.I. le montant de leurs avoirs et de leurs engagements en devises étrangères : Belgique, France, Allemagne, Italie, Pays-Bas, Suède, Suisse et Royaume Uni y compris également l'Europe de l'Est et certains pays de l'Europe de l'Ouest qui ne font pas rapport à la B.R.I.

B) LA DYNAMIQUE DES MARCHES D'EURO-DEVICES

La mise en œuvre d'opérations sur euro-devises n'est guère compliquée. Oscar L. ALTMAN, haut-fonctionnaire du F.M.I., les résume ainsi :

« L'utilisation des euro-dollars et des autres monnaies commence lorsqu'une banque qui exerce son activité sur le marché réunit des capitaux sous forme de dépôts. La banque utilise une partie de ces fonds pour ses propres opérations et vire le solde à une autre banque sous forme de dépôts. Cette opération peut se répéter plusieurs fois, jusqu'à ce que tous les capitaux soient finalement utilisés de l'une des deux façons suivantes : les capitaux sont prêtés à une entreprise commerciale autre qu'une banque pour financer des transactions commerciales ou industrielles ; ou bien, ils sont utilisés par les banques pour accroître leurs réserves ou leurs liquidités, et s'intègrent ainsi dans leurs opérations globales ».

L'analyse se complique quelque peu lorsqu'on cherche les dynamismes à la base de ces opérations. L'on se rend compte alors que les niveaux et les écarts de taux d'intérêt jouent un rôle d'entraînement, que les opérations en euro-devises donnent lieu à un processus multiplicateur et que le fonctionnement global des euro-marchés influence sensiblement l'évolution des liquidités monétaires internes et internationales.

1) La dynamique des taux d'intérêt.

L'économie monétaire juxtapose, et parfois superpose, marchés monétaires nationaux et marché monétaire international. L'essor de ce dernier trouve une explication partielle dans les limitations des premiers. Par ailleurs, en matière monétaire, les taux d'intérêt et surtout les écarts entre taux jouent un rôle déterminant dans l'orientation des flux monétaires. Cela est particulièrement vrai sur les marchés internationaux, et, de nos jours, sur le marché des euro-devises.

Le marché des euro-devises présente des *caractéristiques particulières* : un nombre limité d'opérateurs, des sommes très importantes en négociation, l'unité de prêt ne tombant presque jamais en-dessous de 100.000 dollars, un coût de fonctionnement relativement faible, des marges bénéficiaires d'intermédiaires moins élevées que sur le marché monétaire américain. Dès lors, un *écart de taux* créditeur ou débiteur suscite des opérations et des arbitrages entre marchés nationaux et euro-marché.

« Le marché de l'euro-dollar attire les capitaux, car il offre des taux d'intérêt plus élevés, une plus grande souplesse dans les échéances, et une gamme plus large de placements que les autres marchés des capitaux à court terme ; et ce marché est en mesure d'attirer les emprun-

teurs, car il prête les fonds à des taux d'intérêt relativement faibles. Il sert donc d'intermédiaire financier entre les détenteurs de fonds et les emprunteurs éventuels. Les coûts de fonctionnement du marché sont peu élevés du fait que les banques et autres sociétés qui l'utilisent sont très connues, que les transactions portent sur des sommes considérables et que les opérations sont extrêmement compétitives ». (ALTMAN).

Or, les *écarts de taux*, inducteurs d'opérations, se maintiennent pour diverses raisons : structures spécifiques des marchés monétaires nationaux, insuffisance de liquidités nationales prêtables à des taux compétitifs, et surtout interventions des Banques Centrales qui plafonnent les taux d'intérêt payés sur dépôts (ex. de la Régulation Q aux États-Unis). L'euro-marché échappe à la plupart de ces contraintes. Ces taux d'intérêt sont attractifs à la fois pour le financement des opérations commerciales et pour la spéculation (ou le placement) financier de capitaux courts. Un taux créditeur légèrement supérieur à celui du marché de New York appelle des capitaux américains vers l'Europe. Le gouvernement américain a d'ailleurs réagi en relevant les taux locaux et en suscitant la multiplication de certificats de dépôts-dollars librement négociables et bénéficiaires d'un taux d'intérêt plus important. Les taux se rapprochent sans devenir identiques, la dynamique des taux demeure déterminante.

Les *deux graphiques* de la page 257 retracent l'évolution des écarts de taux d'intérêt entre euro-marché de Londres et marché monétaire de New York.

2) Le processus multiplicateur des euro-devises.

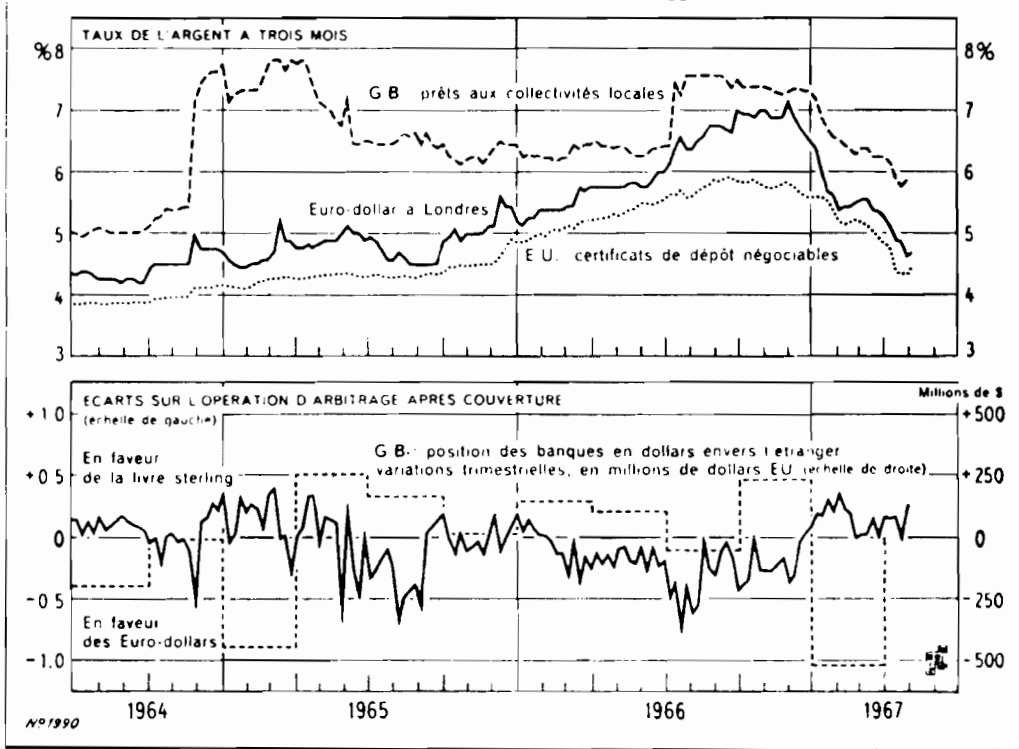
L'extension du marché des euro-devises, et plus particulièrement celui des euro-dollars, pose un problème délicat au niveau des processus multiplicateurs des dépôts en euro-devises. L'on se rappelle qu'un système bancaire national dispose du pouvoir créateur de monnaie scripturale ; ce pouvoir subit deux limitations sur le plan interne : celle imposée par le coefficient de réserve (dépôts obligatoires ou coutumiers que tiennent les banques commerciales auprès de la Banque Centrale), celle imposée par le coefficient représentatif de la part de monnaie scripturale additionnelle donnant lieu à retrait sous forme de monnaie fiduciaire ; le premier coefficient est symbolisé par r et le second par c . Or, ce processus se répète sur les marchés internationaux sur lequel opèrent des banques multiples. Il présente cependant quelques traits originaux.

C'est un expert financier américain, Charles W. DUNN, qui a mis récemment en lumière le processus multiplicateur des dépôts en euro-devises et signalé les problèmes nouveaux qui en découlent. Son étude a de surcroît le mérite d'exposer la technique des transferts en euro-dollars. Reprenons son analyse (1) :

(1) Cf. Bibliographie en fin d'article.

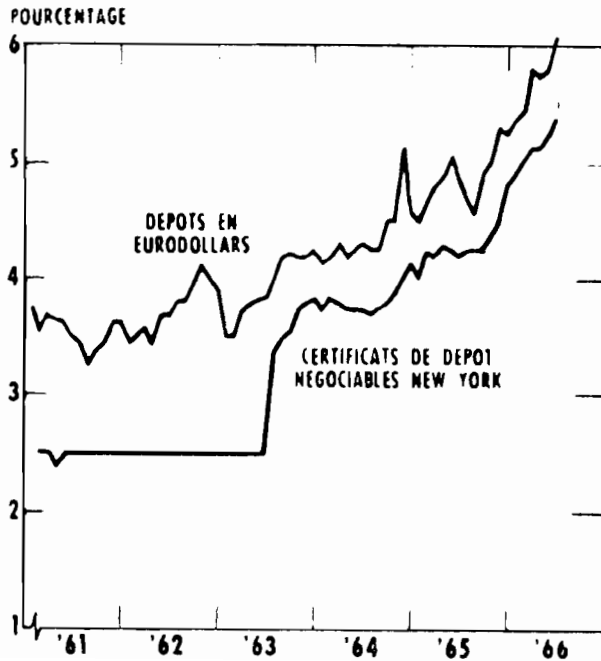
● Taux d'intérêt sur les places de Londres et de New York.
et écarts sur l'opération d'arbitrage à Londres.

(Source : B.R.I., 37^e Rapport 1967)



● Taux d'intérêt comparés sur dépôts euro-dollars (Londres) et sur certificats de dépôts (New York)

Source : Bulletin First National City Bank, juillet 1966.



« Prenons à titre d'exemple une société hypothétique initiale, l'American oil Company (AMOCO) qui transfère des dollars en dépôt de son compte à New York à celui d'une banque suisse à Genève. AMOCO se trouve avoir une créance sur la banque suisse, cette dernière, ayant à son tour une créance équivalente sur la banque américaine. L'opération se résume sur les livres de la banque américaine par un transfert du compte AMOCO au compte de la banque suisse.

Supposons que la banque américaine ait prêté (il s'agit donc d'un actif) sur le marché monétaire la contrepartie du dépôt qui était celui de l'AMOCO et qui est maintenant celui de la banque suisse. Le transfert de la créance vis-à-vis de la banque américaine de l'AMOCO au profit de la banque suisse n'a en aucun cas affecté la banque américaine dont le passif global n'a pas bougé. L'intérêt à payer sur le dépôt est le même, comme l'est l'intérêt du placement monétaire correspondant.

Mais, entre-temps, globalement, le montant total d'argent disponible a doublé. Si le montant transféré est d'un million, c'est toujours d'un million qu'AMOCO dispose, AMOCO ayant transféré sa créance de la banque américaine à la banque suisse. Mais la banque suisse, elle aussi, a maintenant un dépôt de 1 million de dollars qu'elle n'avait pas avant. Le total des liquidités est maintenant de 2 millions de dollars.

L'expansion conséquente des dépôts au-delà des frontières nationales n'est pas au sens propre et véritable du terme une opération sur euro-dollars. Elle correspond mieux à ce type d'opérations classiques qu'on rencontrait couramment dans le financement traditionnel du commerce international. Nous avons pris ce cas pour établir un point de départ aussi simple que possible. Une véritable opération en euro-dollars entraîne un transfert de propriété des dollars (il y a achat et vente) entre deux parties titulaires de comptes en dollars dans des pays étrangers aux Etats-Unis (les intéressés ayant le statut de non-résidents vis-à-vis des Etats-Unis).

Repartant de l'exemple précédent, observons maintenant l'opération qui se développe, se transforme en opération en euro-dollars et se multiplie sur le marché. Supposons que la banque suisse place le dépôt de l'AMOCO à Londres. Le transfert est matérialisé par un ordre de transfert à New York qui a pour effet de transférer le dépôt du compte de la banque suisse à New York au compte en dollars de la banque anglaise dans une seconde banque de New York. Dans ce cas, la première banque à New York doit réaliser le placement qu'elle avait fait du dépôt sur le marché monétaire pour compenser la perte d'actif correspondante. Au total, sur le seul marché américain, la situation de liquidité est inchangée. La perte de l'un fait le profit de l'autre.

En Europe, cependant, l'opération entraîne une multiplication des liquidités. AMOCO a un million de dollars en compte dans sa banque suisse. La banque londonienne dispose d'un montant de un million de dollars représentant le dépôt que lui a confié la banque suisse, ce dépôt

étant détenu effectivement par la seconde banque de New York qui en investit le montant correspondant sur le marché local. L'opération cumulée se solde par un total de 3 millions de dollars de dépôts, dont un million de dollars aux Etats-Unis représentant le dépôt originel et 2 millions de dollars en Europe nés du dépôt originel.

La réaction en chaîne pourrait ainsi développer indéfiniment le dépôt premier... ».

L'analyse de Charles W. DUNN pose un double problème. Jusqu'où peut être mené le processus multiplicateur d'euro-devises ? Que représentent en réalité ces euro-devises créées en Europe et n'ayant pas nécessairement un dépôt de contrepartie aux Etats-Unis ?

L'étude du *processus multiplicateur* des euro-dollars, en l'occurrence, peut utiliser les instruments d'analyse dégagés par la théorie monétaire générale. Nous pouvons recourir à la formule simplifiée du multiplicateur de la monnaie scripturale :

$$dM_s = \frac{A}{c + r}$$

A : dépôt additionnel en euro-devises prêtables
 dM : accroissement induit d'Euro-monnaie scripturale
 c et r : les deux coefficients cités au texte.

Cette formule appelle cependant quelques *précisions*. Il importe de savoir si, aux Etats-Unis, les transferts en euro-dollars donnent lieu à retrait en monnaie fiduciaire. L'on serait alors en face d'une fuite de circuit et le coefficient *c* présenterait une valeur positive. S'il n'y a pas retrait, ou si les retraits sont négligeables, le coefficient *c* disparaît de la formule. De même, est-il essentiel de connaître la valeur du coefficient *r*, représentatif du taux de réserve minimal en euro-dollars ? Il est des pays où la réserve minimale n'est pas imposée pour les dépôts en euro-dollars ; il en est d'autres, tels la France, qui imposent une réserve minimale. Le coefficient *r* dépend ainsi des politiques nationales à l'encontre des dépôts en euro-devises. L'on peut cependant admettre que ce coefficient n'est pas nul, c'est-à-dire que les euro-devises ne peuvent pas se multiplier indéfiniment ; aucune étude statistique n'a encore été publiée sur la valeur des deux coefficients cités, il est vrai que l'euro-marché, discret, échappe grandement à l'analyse chiffrée. Mais il résulte également de l'analyse qu'un processus multiplicateur d'euro-dollars joue effectivement.

Le deuxième problème posé concerne la *contrepartie des euro-dollars* en circulation hors des Etats-Unis. Ch. DUNN montre que l'axiome est erroné qui prétend que « tous les euro-dollars ont une contrepartie de dépôt à New York ». Trois processus empêchent qu'il en soit ainsi :

1) Des banques commerciales créent de toute pièce des euro-dollars en vertu même de leur pouvoir créateur de monnaie scripturale ;

2) Les euro-dollars achetés en Europe par les filiales américaines et rapatriés sur des banques américaines situées aux Etats-Unis n'entraînent pas dans ce pays une réduction des dollars en circulation. Pour le système bancaire américain, il n'y a de ce fait ni gain ni perte de liquidité ;

3) Les banques commerciales européennes sont nécessairement amenées à faire circuler les euro-dollars, c'est-à-dire à faciliter leur multiplication. Elles ne peuvent les garder en dépôt aux Etats-Unis puisque le taux créditeur versé est inférieur au taux qu'elles doivent elles-mêmes payer au déposant ; l'euro-marché présente ainsi pour elle le meilleur placement. Mais, de ce fait, les dépôts induits se trouvent coupés du dépôt initial dans une banque américaine située aux Etats-Unis. Une pyramide renversée de créances-dollars s'échafaude ainsi, avec, à sa pointe, les dépôts d'origine, et à sa base, la masse des dépôts induits libellés en euro-dollars. En d'autres termes, une fraction des euro-dollars en circulation n'engage pas les Etats-Unis et ne représente pas une créance sur le stock-or américain. L'on comprend alors pourquoi, en période de méfiance monétaire, des euro-dollars s'échangent massivement contre des lingots d'or, ou des euro-devises pouvant servir passagèrement de refuge.

Dynamique des taux d'intérêt et surtout dynamique multiplicatrice des euro-dollars agissent également sur la liquidité monétaire nationale et internationale.

3) L'incidence des opérations en euro-dollars sur les liquidités monétaires.

Les euro-devises, et particulièrement les euro-dollars qui représentent l'essentiel de l'offre sur le marché, servent pratiquement à un double but : l'on emprunte des euro-monnaies, soit pour financer des exportations et des importations, ou pour exporter du capital ; soit pour financer des opérations intérieures. Dans le premier cas, l'expansion des euro-dollars s'analyse comme un accroissement de la liquidité internationale ; l'on ne perdra pas de vue qu'une fraction de cette liquidité additionnelle ne présente aucun droit sur le stock-or américain. Dans le deuxième cas, l'emprunt en euro-dollars donne lieu à un change sur le marché interne et suscite, en contrepartie, une création de monnaie nationale : la liquidité monétaire interne s'élargit.

L'extension de la *liquidité internationale* introduit un élément d'instabilité supplémentaire dans le système monétaire international. Elle répond certes à un besoin croissant de liquidité, elle traduit la réponse des praticiens au problème discuté mais non résolu par les responsables politiques des pays industriels dominants.

L'extension de la *liquidité interne* remet en question le monopole de la Banque Centrale nationale dans la direction des crédits et de l'économie monétaire. Elle suscite des réactions compensatoires. P. DIETERLEN a montré que deux impulsions inflationnistes peuvent venir de l'extérieur : la première, liée à l'afflux de capitaux étrangers résultant d'une balance des paiements excédentaires ; la seconde, imputable à la création de monnaie interne par conversion de devises empruntées sur l'euro-marché. C'est pour contrer cette dernière impulsion inflationniste que les banques centrales interviennent par divers moyens. La Banque de France, par exemple, impose une réserve minimale de quelques 33 % du dépôt en euro-dollars. Elle interdit par ailleurs aux banques commerciales d'emprunter sur l'euro-marché avec le seul objectif de reconvertir ces devises en monnaie nationale. Enfin, elle se sert des euro-dollars comme instrument d'une politique d'open-market ; achats et ventes d'euro-dollars lui permettent de régulariser la liquidité interne, en même temps ces opérations lui facilitent l'action régulatrice sur les taux de change du franc français.

L'on concluera que les opérations en euro-devises exercent normalement sur l'économie interne un effet inflationniste, ou un effet anti-déflationniste si la conjoncture est à la baisse. Les banques centrales disposent de moyens d'intervention et doivent intégrer dans le champ de leur contrôle les impulsions qui viennent des euro-marchés. L'économie nationale tire cependant un avantage de l'existence de ce marché chaque fois qu'elle peut emprunter des devises pour régler le commerce extérieur, sans réduire les réserves-devises de la Banque Centrale. De tels emprunts cependant peuvent endetter le système bancaire commercial, d'où la nécessité d'un contrôle de la Banque Centrale sur les emprunts en euro-devises.

*
**

En définitive, les euro-marchés de devises, nés après 1958 dans les principales capitales financières de l'Europe Occidentale, ont pris une importance considérable. Des masses croissantes de liquidités apparaissent sur ces marchés : 7 milliards de dollars environ en 1962, 13 milliards en 1966 ; de plus, cette monnaie circule très rapidement, son coefficient de rotation est élevé ; il en résulte que le pouvoir d'achat total, prêté et emprunté, dépasse largement les chiffres relatifs à la seule masse monétaire. Ces liquidités permettent à divers pays déficitaires en balance des paiements d'acquérir des devises sans entamer gravement leurs propres réserves ; elles permettent aux banques centrales d'agir rapidement par des opérations de type SWAP et d'établir un réseau d'entraide et d'arrangements. Par là, l'euro-marché apporte un soutien efficace à l'actuel système monétaire international.

Mais l'euro-marché remplit également d'autres fonctions. La domination du dollar sur les marchés monétaires européens conduit les praticiens à substituer progressivement le dollar à l'ancienne monnaie-clé du commerce mondial, le sterling. Cela pourrait devenir plus évident encore à la suite de la dévaluation du sterling en novembre 1967 : à moins, réserve qu'il n'est pas superflu de faire, que la méfiance touche aussi le dollar dont la parité-or commence à être contestée. L'euro-marché consolide, sur ce plan et pour le moment, la suprématie du dollar. Il consolide le dollar lui-même, et c'est là un fait capital qui explique l'attention que porte le gouvernement américain à ce marché : tant que le dollar circule, et sa circulation est constante sur l'euro-marché, il ne sera pas présenté à la Banque Centrale américaine pour être converti en or. Particuliers, firmes et banques conservent des dépôts en euro-dollars qui leur rapportent plus que d'autres placements à court terme. Les banques centrales elles-mêmes opèrent sur euro-dollars et placent en dépôt euro-devises une fraction de leur liquidité. L'euro-dollar décourage les sorties d'or américain et c'est ce que recherchent actuellement les responsables monétaires américains qui ont vu ce stock tomber de 20 milliards de dollars à quelques 12 ou 13 milliards depuis la fin de la guerre. L'euro-marché, qu'on l'ait voulu ou non à l'origine, entre désormais dans la stratégie du dollar.

Cela est d'autant plus vrai que les firmes américaines voulant s'implanter en Europe empruntent massivement les euro-dollars pour financer leurs investissements. Un euro-marché des capitaux s'ébauche à côté de l'euro-marché des liquidités courtes. Une monnaie scripturale, dont la création dépend des banques américaines, dont la multiplication se fait quasi-automatiquement en Europe et dont la conversion en or est douteuse, permet aux filiales américaines d'envahir le marché commun européen et de coiffer les réseaux nationaux de production. Il est évident que des mesures de sauvegarde sont nécessaires quand le système monétaire international s'est faussé au point de privilégier un système de braconnage par le dollar scriptural. Les Etats-Unis obtiennent de leurs obligés de maintien de leur encaisse-dollars, c'est-à-dire sa non-conversion en métal-or, ce qui pousse tel pays ou tel autre, par exemple l'Italie, à placer son surplus en dollars sur l'euro-marché.

Depuis quelques temps, les autorités américaines s'efforcent de transformer cette aide à court terme, dont elles bénéficient, en aide à moyen et à long terme en organisant la consolidation de leur dette flottante. Des bons du Trésor et des certificats de dépôt négociables constitueraient un nouveau rempart face à la menace de conversion en or des créances dollars détenus à l'étranger. Tout en soutenant le système du dollar-standard, l'euro-marché ne peut que souligner l'extrême fragilité du système monétaire mondial actuel. Dans l'« Ere de l'Opulence », GALBRAITH dénonçait le cercle vicieux de la production aux Etats-Unis : l'on produit, dit-il, non pour consommer, mais pour maintenir le niveau de la production et de l'emploi, et éviter récession ou crise ; un cercle

vicieux comparable menace l'économie monétaire internationale : l'on active le marché des euro-dollars, non parce que ce marché finance des opérations commerciales, mais parce qu'il consolide ou maintient un système monétaire international branlant que les Etats-Unis ont intérêt à prolonger en raison des multiples avantages qu'il leur apporte.

D'aucuns pensent que l'euro-marché des dollars s'étiolerait si la balance des paiements américaine était ramenée à l'équilibre. C'est possible, mais cela ne signifierait pas la disparition du marché des euro-devises dont, par ailleurs, la finalité pourrait se modifier profondément. D'autres monnaies européennes, faiblement représentées actuellement sur le marché, pourraient gagner en importance. Cependant, ces monnaies européennes ne traduisent jamais que des puissances économiques nationales, limitées, contestées. Seule une devise européenne unique, représentative de l'économie européenne unifiée, peut se substituer au dollar comme monnaie dominante en Europe. C'est là une des mille raisons qui militent en faveur d'une intégration économique rapide et qui, à contrario, souligne l'inanité des arguments anglo-saxons en faveur d'une Europe du libre échange et des marchés nationaux juxtaposés. Le Tiers-Monde retiendra qu'il n'est de meilleure monnaie que celle qui traduit la puissance économique de communautés plurinationales intégrées et dynamiques, et qu'il n'est de meilleure réserve internationale, actuellement du moins, que l'or et les devises n'entraînant pas dans leur sillage la puissance de domination et de contrainte d'un super-grand engagé de surcroît dans sa crise d'impérialisme épileptique.

Tananarive, novembre 1967.

BIBLIOGRAPHIE SOMMAIRE

- DAUPHIN-MEUNIER. — *La cité de Londres*, Paris, Editions Latines.
- NIVEAU. — *Le marché monétaire de New York et sa subordination au marché de Londres*. EA 1956, n° 1-2.
- J. HACKETT. — *Les marchés monétaires de New York et de Londres depuis 1945*, idem.
- W. BAGEHOT. — *Lombard Street*, London, 1873.
- P. GOETSCHIN. — *L'évolution du marché monétaire de Londres 1931-1952*, Lausanne, 1963.
- D. ALTMAN. — *Recent developments in foreign Markets for dollars and other currencies*, Staff Papers, mars 1963.
- D. ALTMAN. — *Euro-dollars, some further comments*, Staff Papers, mars 1965.
- D. ALTMAN. — *Le marché de l'euro-dollar, fonctionnement et rôle dans le système monétaire international*. Probl. Econ. 1.015 (juin 1967) et Fin. et Dével., mars 1967.
- P. DIETERLEN. — *Un marché monétaire parallèle : l'euro-dollar*, SEDEIS, Etude 869 (novembre 1963).
- Ch. W. DUNN. — *L'euro-dollar*, SEDEIS, *Analyse et Prévision*, 1966, p. 245-256.
- P. EINZIG. — *The Two-dollars system*, London, 1964.
- J. MARCHAL. — *Monnaie et Crédit*, Edit. Cujas, 1964, p. 335 s.
- V.-J. NAHOUM. — *Le marché de l'euro-dollar*, Banque, avril 1965.
- W. M. CLARKE. — *The city in the World Economy*, Penguin Books, 1967.

Pour la tenue à jour des problèmes monétaires internationaux :

- Revue Staff Papers, Finance et Développement, les rapports annuels de la B.I.R.D. et de la B.R.I., Banque, Problèmes économiques, Bulletin mensuel de la First national City Bank (New York).