

LES PAYS FACE AU PROBLEME DE LA DETTE

Alvaro Cencini*

No. 2, juin 1991

** Professeur au Centre d'Etudes Bancaires, Vezia. Docteur en économie, Université de Fribourg et London School of Economics. Professeur au Centre d'études monétaires et financières à l'Université de Dijon.*

L'évolution pendant les dernières décennies dans les domaines bancaire, financier et monétaire en général et l'échéance européenne en particulier demandent au banquier une capacité d'analyse et d'évaluation qui dépassent les seules compétences pour décisions à court terme. A cet effet la recherche scientifique peut devenir un point de repère fondamental pour les choix stratégiques de l'entreprise.

En outre, le rôle et la complexité de la banque sont souvent méconnues des non-spécialistes. La mise à disposition de travaux d'approfondissement sur des thèmes bancaires, financiers, monétaires, économiques et législatifs apparaît comme une nécessité.

Pour ces raisons, parallèlement à son activité de formation, le Centre d'Etudes Bancaires veut jouer le rôle de catalyseur pour la recherche scientifique en publiant sous forme de cahiers de recherche des travaux dans les domaines bancaire, financier et monétaire.

Nous avons le plaisir de présenter le deuxième de ces cahiers qui présente une contribution théorique du Prof. A. Cencini sur la problématique fondamentale du service de la dette extérieure des pays.

*Dr. René Chopard,
Directeur du Centre d'Etudes Bancaires*

Index

L'endettement extérieur: cause et effets	7
Le cercle vicieux du service de la dette extérieure.....	9
La fuite de capitaux une conséquence inévitable du non-système actuel des paiements internationaux	14
Les principes de la transformation de l'actuel non-système des paiements internationaux en un système ordonné	17
Plan de réforme du non-système actuel des paiements internationaux, applicable par tout pays isolement	21
Références	27

L'endettement extérieur: cause et effets

Objet central des débats économiques des dernières années, l'endettement des pays du "Tiers Monde" est une réalité qui ne cesse de peser lourdement sur l'appareil productif de ces pays avec les conséquences socio-économiques que nous connaissons tous. Or, il est habituel d'attribuer la cause de l'endettement aux pays endettés eux-mêmes. Comme la récente analyse monétaire le démontre, cette affirmation est profondément fautive et résulte d'une approche empirique qui ne va pas au-delà des apparences trompeuses.

L'endettement n'est pas dû au fait que les pays endettés auraient vécu au-dessus de leurs moyens

Ayant dépensé au delà de leur possibilités, il est normal que les pays du Tiers Monde doivent maintenant freiner leur consommation pour repayer le Reste du Monde du crédit qu'il leur avait accordé. Tel est le raisonnement suivi par la grande majorité des "observateurs objectifs" de la réalité économique. Apparemment conforme au bon sens, ce raisonnement est en réalité vicieux, comme il résulte clairement de l'observation suivante:

Les USA, le pays dont la balance commerciale est déficitaire depuis 1976 ne sont pas endettés pour un montant équivalent à leur déficit cumulé

Le privilège dont jouissent les Etats Unis de payer leurs importations même nettes au moyen de leur propre dette (le dollar en dehors des USA étant par définition la reconnaissance de dette de la "Maison Amérique") est le symptôme le plus évident du désordre qui règne dans le système actuel des paiements internationaux. Que pour des raisons de domination politique ou économique la monnaie américaine soit considérée plus "puissante" que le peso ou le crusado cela ne peut en aucun cas justifier le fait qu'une monnaie nationale puisse jouer le rôle d'unité de paiement internationale. Tout puissant qu'il soit, le dollar demeure la monnaie nationale des USA et son domaine de validité est logiquement limité par les frontières de son pays d'origine. Ainsi il n'y a aucune raison pour affirmer que les paiements internationaux effectués en dollars aient un degré de validité plus élevé que ceux effectués en pesos ou en crusados. En général toute monnaie nationale est une bonne monnaie à l'intérieur du pays où elle est émise, mais aucune monnaie

nationale n'est une bonne monnaie internationale. Cette conclusion, seulement apparemment surprenante, est confirmée sous un double point de vue:

Le système actuel des paiements internationaux ne respecte pas la loi logique d'après laquelle nul ne paie avec sa propre dette.

Le principe est très clair et il est sans aucun doute respecté à l'intérieur de chaque économie nationale. Les paiements entre résidents nationaux ont tous lieu en une monnaie qui ne définit pas l'endettement de ces mêmes résidents. Si un agent économique quelconque en payait un autre en émettant une dette sur lui-même, le paiement ne serait pas effectif. La cession d'une promesse ne libère pas son émetteur, qui se doit de la remplir à l'échéance. Payées en monnaie nationale, les transactions à l'intérieur du pays, au contraire, respectent la logique, car elles sont effectuées en une monnaie qui définit l'endettement spontané du système bancaire et non pas celui des agents économiques entre lesquels les transactions ont lieu.

Transposée au niveau international, l'analyse établit que pour que les paiements internationaux soient valides il est nécessaire qu'ils ne soient pas effectués en monnaie nationale car, hors des frontières nationales, toute monnaie est une reconnaissance de dette du pays qui l'émet et dont le paiement est ainsi simplement promis. Dans le système actuel les promesses de la maison Amérique ne sont jamais tenues et cela ne manque pas d'avoir des répercussions graves surtout pour les pays qui, ne disposant pas d'une monnaie "forte", ne jouissent pas du privilège de "payer" avec leur propre dette; une des conséquences les plus graves étant justement l'accroissement continu de la dette extérieure des pays du Tiers Monde.

L'endettement croissant des pays est dû au désordre du système actuel des paiements internationaux. Etant entendu que l'analyse qui suit est valide pour n'importe quel pays endetté, appliquons-la au cas du Mexique.

En devant payer ses importations nettes en dollars, le Mexique a été obligé de recourir au marché international des devises. Ce faisant le pays s'est endetté, non seulement dans la mesure de ses achats excédentaires mais aussi dans celle des intérêts exorbitants qui lui sont demandés comme prix du prêt international. Or, l'endettement monétaire du Mexique résultant de ses importations nettes est une conséquence aberrante du système actuel et non pas la conséquence logique de sa politique économique. En fait, lorsqu'un pays achète plus de biens qu'il n'en vend cela signifie que l'ensemble des autres pays lui avance des revenus en échange d'un

titre à ses revenus futurs. Cette opération ne définit évidemment pas un appauvrissement en monnaie du pays emprunteur qui finance ses achats excédentaires de biens et services par une vente excédentaire de titres. Si néanmoins un endettement monétaire s'ajoute à l'endettement financier (défini par les titres cédés à l'étrangers) c'est là le signe évident du désordre du système. Si par la vente excédentaire de titres le Mexique s'endette aussi *en monnaie* cela signifie que le pays est condamné à payer *deux fois* ses importations nettes: une première fois par une vente excédentaire correspondante qui lui permette de rembourser le revenu emprunté et une deuxième fois par un achat forcé de devises qui entraîne la dévaluation de sa monnaie. Cet appauvrissement du peso découle directement de l'endettement monétaire du Mexique, endettement qui, répétons-le, est la marque du non-système des paiements internationaux, régime du "dollar-roi" sous lequel le pays est littéralement dépouillé d'une importante partie de ses richesses. Les importations commerciales nettes du Mexique sont le fruit d'une vente nette de titres et définissent donc l'investissement étranger dans le pays. Si cet investissement conduit à une dévaluation du peso, cela signifie qu'au moment de son remboursement le Mexique perd la partie de l'épargne nationale correspondant à sa vente excédentaire de titres.

Le cercle vicieux du service de la dette extérieure

Une des conséquences les plus importantes du système des paiements internationaux fondé sur l'étalon-dollar est la dévaluation progressive des monnaies nationales des pays du Tiers Monde. La dévaluation est une réalité que nul ne saurait contester. Par exemple la baisse du cruado par rapport au dollar est un événement presque quotidien et dont l'ampleur ne cesse de croître. Il en va de même pour le peso et ceci bien que le taux de change de la monnaie mexicaine soit périodiquement maintenu fixe. La série de dévaluations dont a souffert le peso depuis 1949 est bien la preuve que les changes fixes ne représentent pas une vraie solution au problème de l'endettement. Cela est d'autant plus vrai que la cause de l'endettement monétaire du Mexique (et des autres pays du Tiers Monde) n'est pas la politique économique suivie par le pays, mais le fonctionnement pathologique d'un système qui accorde à une monnaie nationale (le dollar) le privilège de fonctionner en tant qu'unité de paiement international. Pour mieux souligner l'injustice caractérisant le système actuel il est suffisant de remarquer que, même lorsque le pays réussit à rembourser une partie de sa dette, au prix d'énormes efforts qui en entravent le développement économique et social, le montant de celle-ci n'est pas diminué pour autant.

Le service de la dette a comme résultat l'endettement du pays.

Evidemment absurde, ce résultat est néanmoins inéluctable dès lors que le Mexique est obligé de servir sa dette en dollars (ou en n'importe quelle autre monnaie nationale). Pour le prouver raisonnons sur un cas stylisé. Supposons que le Mexique réussisse à suivre les contraintes que le FMI ne cesse de lui imposer et qu'il demeure exportateur net. Le prix à payer est énorme, c'est entendu. La diminution des importations et des dépenses publiques pèse lourdement sur la population et sur l'appareil productif du pays. Cependant la diminution de la dette extérieure du pays vaut bien cet effort car elle est le préalable nécessaire au développement d'une économie saine: c'est le discours tenu aux pays endettés par le FMI. Or, l'analyse démontre que ces deux opérations ne sont nullement en corrélation: l'excédent des exportations sur les importations ne permettant pas au pays de diminuer son endettement monétaire.

Suivons le raisonnement pas à pas. Tout d'abord il est certain qu'en étant exportateur net de biens et services le Mexique reçoit plus de dollars qu'il n'en dépense à l'étranger. Cet excédent en dollars peut ensuite être utilisé pour servir la dette. Ce faisant le pays perd le dépôt net en dollars résultant de l'excédent de sa balance commerciale au profit de l'étranger. Devant rembourser sa dette, cela ne paraît pas surprenant. Ce qui l'est d'avantage c'est que cette opération s'accompagne d'une dévaluation du peso et donc d'un accroissement équivalent de la dette monétaire du Mexique. En effet, pour servir la dette les dépôts en dollars gagnés dans les exportations nettes doivent être achetés par les résidents mexicains titulaires de la dette. Ainsi, dans le non-système actuel, le pays endetté paie en transmettant à l'étranger les dépôts en devises achetés par les agents porteurs de la dette (les éléments de l'ensemble Casa Mexico, dont les particuliers, les firmes établies au Mexique et l'Etat lui-même). Le service de la dette entraîne donc une demande nette de dollars en termes de pesos, ce qui provoque nécessairement une dévaluation de la monnaie mexicaine. C'est parce que les pays endettés sont obligés de porter contre les monnaies fortes leurs monnaies nationales que le paiement de la dette entraîne nécessairement leur dépréciation. En définitive le Mexique, et avec lui tous les autres pays endettés à l'exclusion des USA, paient deux fois leur dette extérieure: une première fois en envoyant à l'étranger le produit de leurs exportations nettes et une deuxième fois en soumettant leurs monnaies à un processus de dépréciation.

L'existence du double paiement de la dette met les pays endettés dans l'impossibilité absolue de s'acquitter.

Cette conclusion découle immédiatement du fait que, dans le cas où le pays paie sa dette, la dévaluation de la monnaie nationale reporte automatiquement le niveau de l'endettement à son niveau initial.

Ceci est encore plus évident si l'on considère le fait que le service de la dette conduit à une diminution du revenu réel intérieur, ce qui signifie que la population ne peut maintenir son pouvoir d'achat que par une importation supplémentaire de biens et services et, donc, par le renouvellement de la dette extérieure du pays. Etant obligé d'acheter les devises gagnées par ses exportations commerciales nettes, le pays doit sacrifier à la fois son revenu extérieur, ce qui est parfaitement logique, et une partie de son revenu intérieur, ce qui est illogique car personne ne devrait être tenue à servir sa dette deux fois. Ayant affecté son revenu extérieur au service courant de ses créanciers étrangers, le pays endetté se voit ainsi obligé d'avoir recours à un nouvel endettement afin de suppléer au manque de pouvoir d'achat dérivé de la dépréciation de la valeur extérieure dont souffre sa monnaie domestique du fait de l'achat forcé de devises.

L'iniquité d'un tel système n'est pas à prouver. Qu'un pays comme le Mexique soit condamné à restreindre ses importations (lorsqu'il aurait, au contraire, besoin de les augmenter pour assurer le développement de son industrie) sans pouvoir pour autant réduire sa dette, voilà une aberration dont l'évidence ne devrait échapper à personne. L'injustice est d'ailleurs d'autant plus grande que le pays le plus endetté du monde jouit du privilège injustifiable de ne pas payer sa dette même une seule fois. Le déficit de la balance commerciale américaine définit en fait la mesure de l'endettement de la "Maison Amérique", endettement dont le paiement effectif requiert que les USA deviennent des exportateurs nets de biens et services. Or, le non-système sous le régime duquel nous vivons aujourd'hui permet aux Etats-Unis de payer leur dette en monnaie nationale, c'est-à-dire de s'acquitter en envoyant à l'étranger une simple promesse de paiement. Non seulement ils ne sont pas obligés d'acheter des devises pour servir leur dette, mais ils peuvent l'annuler par un simple trait de plume. L'émission de dollars ne coûte strictement rien aux USA et néanmoins le Reste du Monde se considère payé lorsqu'il est crédité d'un dépôt en dollars, c'est-à-dire en une simple promesse dont le paiement est indéfiniment reporté.

Encore une fois les données statistiques confirment les résultats de l'analyse.

De 1970 à 1987 la dette extérieure du Mexique est passée de 6'091.4 millions de dollars à 107'882.00 millions enregistrant des augmentations annuelles d'intensité variable mais jamais de réduction. Néanmoins le pays n'a pas cessé de servir sa dette et notamment en 1981, 1982 et 1983 où ce paiement représentait des chiffres considérables. Il est vrai que la plus grande partie de ces versements était affectée au paiement des intérêts, mais il est vrai aussi que l'amortissement représentait cependant le 40% environ des dépenses.

Dans ces conditions on ne comprend pas comment la dette ait pu augmenter sinon à cause d'un dysfonctionnement grave du système des paiements internationaux. Ainsi les restrictions drastiques auxquelles le pays s'est soumis et qui ont causé une diminution des importations du 37,5% en 1982 et du 46,5% en 1983, n'ont aucunement servi à diminuer l'endettement extérieur du Mexique qui se retrouve plus endetté qu'avant et avec une croissance bien moins rapide.

Mais une autre constatation et bien plus inquiétante. D'après les statistiques officielles de la Banque Mondiale, en effet, l'accroissement effectif de la dette extérieure du Mexique est beaucoup plus élevé de ce qu'il devrait être étant donné les chiffres afférents à ces causes. Compte tenu du fait que le Mexique s'endette dans la mesure:

- du déficit de sa balance des transactions courantes;
- de ses investissements directs, et
- de l'accroissement de ses réserves officielles,

et qu'il se désendette dans la mesure:

- de l'excédent de sa balance des transactions courantes,
- des investissements directs dont il bénéficie, et
- de la diminution de ses réserves officielles,

son endettement extérieur aurait dû s'accroître de 3,961 milliards de dollars en 1985 et de 1,145 milliards en 1986. Or, la dette extérieure du Mexique s'est effectivement accrue de 6,014 milliards de dollars en 1985 et de 2,856 milliards en 1986, ce qui signifie qu'en 1985 et en 1986 le Mexique a subi un accroissement *injustifié* de sa dette de 2,053 milliards de dollars et de 1,711 milliards respectivement.

C'est là, la marque d'un vice qui pèse lourdement sur les pays endettés car il s'oppose au service positif de leur dette extérieure en entraînant une perte irréparable de leurs ressources nationales.

Tout en payant sa dette le Mexique perd une partie de sa substance au profit du capital international

Si les exportations mexicaines dépassent le montant des importations le pays gagne des dépôts en dollars qui sont ensuite virés à l'étranger pour le service de la dette. Par ailleurs, une autre conséquence de l'excédent de la balance commerciale est que le pays constitue une épargne en monnaie nationale. Il est en fait évident que si le Mexique est exportateur net cela signifie que ses résidents sont des épargnants nets dans la mesure de l'excédant commercial. Dans un système ordonné des paiements internationaux cette épargne resterait déposée dans le pays, où elle serait disponible pour l'investissement et permettrait ainsi le développement de l'appareil productif mexicain.

Dans le non-système actuel, au contraire, l'épargne nationale est déversée à l'étranger, ce qui définit bien un appauvrissement net du pays. Afin que l'épargne dégagée par l'excédent des exportations ne quitte pas le Mexique ou, ce qui revient au même, pour que le peso ne se dévalue pas par rapport au dollar lors même que le Mexique rembourse sa dette, il est nécessaire de remplacer le système actuel fondé sur l'étalon-dollar par un système où aucun flux net de monnaies nationales n'ait lieu entre les pays. En d'autres termes il faut que tous les circuits extérieurs en monnaie nationale soient définis dans un mouvement instantané de flux-reflux. C'est seulement ainsi qu'on éviterait qu'une ou plusieurs monnaies nationales fonctionnent comme unité de paiement internationale. L'identité du flux et du reflux implique, en effet, que toutes les importations soient payées au moyen des exportations et vice-versa.

La logique du système ordonné des paiements exige que toute monnaie gagnée sur l'extérieur soit dépensée dans un achat extérieur.

Si tous les pays, y compris les Etats-Unis, étaient soumis à cette règle de logique aucun déséquilibre d'origine internationale ne pourrait plus avoir lieu. Comme B. Schmitt l'a bien montré (*Les pays au régime du FMI*, UAM, 1985) le Mexique tout seul pourrait d'un jour à l'autre se mettre à l'abri des effets pervers du système actuel par la simple institution d'un Bureau National chargé d'assurer le circuit parfait des mouvements de devises. Avant de présenter le nouveau plan quelque peu en détail montrons encore une fois que le système actuel s'oppose au paiement de la dette. La raison centrale en est que les pays endettés sont obligés de payer en devises bien qu'ils aient déjà payé grâce à l'excédent de leurs exportations. Le rachat du dépôt en devises de la part des agents endettés définit le deuxième paiement qui, comme nous l'avons vu, correspond à la dépréciation de la monnaie nationale face aux devises et notamment face au dollar. Si la logique était respectée

le reflux des dollars gagnés dans les exportations nettes ne devrait pas comporter la perte de l'épargne en monnaie nationale formé dans le pays. Le flux-reflux de dollars ne doit impliquer aucune opération d'achat ou de vente de dollars en termes de la monnaie nationale. Cette règle n'étant pas respectée, la sanction est irrévocable: les pays endettés ne pourront jamais s'acquitter de leur dette.

Le désordre caractérisant le système actuel des paiements internationaux ne profite à aucun pays.

Bien qu'il soit vrai que les Etats Unis puissent se permettre de ne jamais honorer leur dette car tous les pays acceptent la fausse idée que le dollar vaut paiement même en dehors des USA, il n'en reste pas moins qu'eux aussi peuvent souffrir des effets de l'actuel système. Si les pays du Tiers Monde sont condamnés à ne pas pouvoir payer leur dette tout le monde en souffrira tôt ou tard. De surcroît l'effet du double paiement de la dette est celui d'accroître le capital financier off-shore (dont le montant a depuis longtemps dépassé les 500 milliards de dollars et correspond à celui des euro-devises accumulées surtout grâce au déficit américain). Ce capital apatride échappe à tout contrôle et ses mouvements sont purement spéculatifs. Inutile de dire que tous les pays peuvent être touchés par les mouvements erratiques de ce capital et qu'il est donc conforme à l'intérêt général de pouvoir éviter son accroissement ultérieur.

La fuite de capitaux: une conséquence inévitable du non-système actuel des paiements internationaux

Il n'est certes pas à prouver que les pays endettés souffrent aujourd'hui d'une émigration de capitaux qui a de graves répercussions sur la valeur de leurs monnaies nationales et sur le niveau d'investissement interne. Les raisons de cette fuite de capitaux sont tout aussi connues. Le manque de confiance dans la monnaie nationale pousse certains agents économiques à l'exporter, plus ou moins illégalement, pour la changer en dépôt dans les banques étrangères. Considérons le cas du Mexique et supposons pour l'instant que l'exportation de pesos ait lieu seulement par voie bancaire. Dans ce cas le mouvement provoque une dévaluation de la monnaie mexicaine dans la mesure où les pesos exportés ne reviennent pas pour s'investir au Mexique. Si les titulaires de revenus mexicains décident d'en placer une partie dans

les banques américaines (ou dans des euro-banques) et si des titulaires de revenus américains placent des dollars dans les banques mexicaines pour un montant équivalent aux pesos reçus, l'opération n'a évidemment aucune répercussion sur le change. En effet, à l'achat de dollars en pesos (le dépôt mexicain dans les banques américaines) correspond un achat équivalent de pesos en dollars (le dépôt américain dans les banques mexicaines) qui garantit la parfaite symétrie des deux opérations. Au contraire, si le mouvement de sortie des pesos est net, cela provoque nécessairement la dépréciation du pesos face au dollar. Ceci s'explique par le fait que les pesos reçus par les banques étrangères vont aussitôt être renvoyés au Mexique pour être changés contre des dollars. Définissant une demande excédentaire de dollars en termes de pesos, cette opération conduit de facto à l'appréciation de la monnaie américaine face au peso. Si nous comparons le montant des pesos placés à l'étranger avec le montant de dollars placés au Mexique, la différence entre ces deux sommes nous donne la mesure dans laquelle le peso se déprécie à cause de l'exportation de capitaux.

L'effet de la fuite de capitaux est celui de renforcer sa cause

Les pesos sont placés à l'étranger parce qu'on considère que la monnaie mexicaine n'a pas une valeur stable face aux autres monnaies et en particulier face au dollar américain. Or, comme nous venons de le voir, l'effet de cette fuite de capitaux mexicains est une diminution de la valeur du peso en termes de dollars. Ainsi plus la fuite est grande plus on est poussé à exporter le peso car son instabilité s'accroît.

Pour éviter la fuite de capitaux il est nécessaire de remplacer le non-système actuel par un système ordonné des paiements internationaux

Comme nous le verrons par la suite, il est possible de remplacer l'actuel non-système par un nouveau système qui ne permette plus l'intersection des deux circuits monétaires, national et international. Si ce but est réalisé sans avoir recours à aucune mesure de contrôle imposée par l'Autorité mais par une simple réforme du système bancaire, et donc grâce à des automatismes qui n'entravent en rien la liberté des agents économiques, alors il ne sera plus possible qu'une monnaie nationale en achète une autre. En particulier le peso ne pourra plus acheter le dollar ni le dollar le peso. La dévaluation de la monnaie mexicaine étant en grande partie due à la demande excédentaire de dollars en termes de pesos, il est clair que si le nouveau système ne permet pas l'achat de dollars, la demande excédentaire ne pourra plus se

produire. Le peso acquerrait dès lors une bien plus grande stabilité en rendant par-là même inattractive son exportation. Mais les avantages du nouveau système proposé par B. Schmitt (*Les pays endettés au régime du FMI*, UAM, 1985) sont encore plus importants.

Le nouveau système permet la libre exportation de capitaux sans que cela ne provoque ni la dévaluation du peso ni la perte d'une partie importante de l'épargne interne du Mexique

Supposons qu'une entreprise mexicaine veuille placer à l'étranger une partie de son profit. Dans le système actuel cette opération ne manque pas de provoquer une pression à la baisse sur le peso, en achetant des dollars l'entreprise mexicaine envoie des pesos à l'étranger qui reviennent aussitôt pour être changés en dollars. Cette conversion des pesos en dollars (qui peut être seulement implicite lorsque l'entreprise achète les dollars à une banque mexicaine mais qui, même dans ce cas, est logiquement inévitable) définit une demande nette de dollars et entraîne nécessairement la dépréciation du peso. Dans le nouveau système l'entreprise mexicaine ne pourra plus acheter directement les dépôts en dollars mais, pour pouvoir placer son profit à l'étranger, elle devra s'adresser au Secrétariat d'Hacienda et lui verser l'équivalent en pesos du placement en dollars qu'elle veut effectuer. Les pesos perçus par le Secrétariat d'Hacienda constituent ainsi une épargne interne du Mexique qui reste déposée dans le pays et qui peut être utilisée, par exemple, pour financer le déficit budgétaire de l'Etat. Tout en permettant aux entreprises de placer librement leur profit, l'ordre rétabli permet au pays tout entier de jouir de l'épargne dégagée par l'exportation de capitaux.

Dans le nouveau système même l'exportation de billets (bank notes) serait sans effet sur le change

Parfaitement contrôlables au niveau bancaire, les exportations de capitaux sous forme de billets de banque semblent pouvoir échapper aux règles du nouveau plan. Les billets exportés par les mexicains peuvent en effet se changer contre des dollars, contrevenant ainsi à la règle d'après laquelle aucune monnaie nationale ne devrait pouvoir être l'objet d'un achat net de la part d'une autre monnaie nationale. En réalité on peut facilement démontrer que cet achat de dollars n'est pas net et n'exerce donc aucune pression à la baisse sur le taux de change. Une fois échangés, les pesos (billets) peuvent être revendus contre des dollars, par exemple à des touristes

américains qui veulent se rendre au Mexique, ou bien ils peuvent être présentés à une banque mexicaine pour être échangés contre des dollars. Dans le premier cas l'achat de pesos en termes de dollars est symétrique à la conversion initiale des pesos en dollars. Les deux opérations se compensent mutuellement et finalement le taux de change demeure invarié. Dans le deuxième cas la demande de dollars exercée par les pesos que l'étranger envoie au Mexique est nécessairement canalisée par le Secrétariat d'Hacienda. Celui-ci, en échange des pesos, peut donner une partie des dollars gagnés par le Mexique dans ses exportations excédentaires ou, dans le cas où la balance commerciale mexicaine ne serait pas positive, il doit emprunter les dépôts en dollars sur le marché financier international (ou, bien entendu, il peut aussi entamer les réserves en devises du pays). Dans les deux cas le Mexique doit payer des intérêts à l'extérieur car, dans la mesure du reflux des pesos il doit sacrifier une partie des dépôts en dollars gagnés ou empruntés qu'il aurait pu utiliser pour servir sa dette extérieure. Cependant, grâce au nouveau système le pays ne s'appauvrit pas pour autant car dans la même opération le Secrétariat d'Hacienda gagne en pesos ce qu'il perd en dollars. L'emprunt externe est ainsi compensé par un prêt interne, ce qui neutralise l'effet pervers qui caractérise aujourd'hui l'exportation de capitaux mexicains. En définitive, l'exportation de capitaux se résout en un investissement mexicain à l'étranger qui dégage une épargne équivalente à l'intérieur du Mexique.

Les principes de la transformation de l'actuel non-système des paiements internationaux en un système ordonné

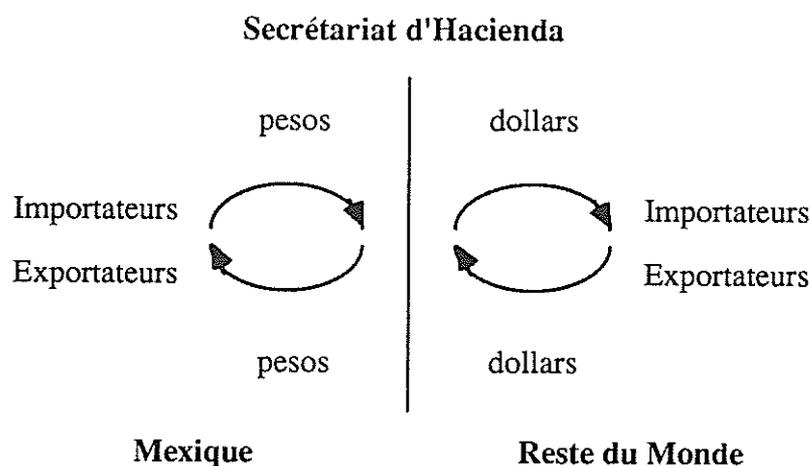
Rappelons brièvement quels sont les conséquences négatives de l'actuel système des paiements internationaux. Tout d'abord, et c'est là un des points souvent oubliés par l'analyse traditionnelle, il faut mentionner la création même de la dette externe. Bien qu'aparamment paradoxal, il est néanmoins certain que l'endettement monétaire des pays est dû au désordre du système monétaire international et n'est donc pas la conséquence logique du déficit de la balance commerciale de ces pays. La théorie prouve, en effet, que l'importation nette de biens et services définit nécessairement une exportation nette de titres. Ainsi, si le Mexique importe plus de biens qu'il n'en exporte, cela signifie qu'il paie la différence par une exportation nette de titres. Dans ces conditions il serait faux de dire que le pays n'a pas payé ses importations nettes et qu'il est normal qu'il soit endetté monétairement. Lorsque la balance commerciale d'un pays est déficitaire c'est que le pays a dépensé non seulement ces revenus actuels mais aussi une partie de ses revenus futurs. En tout état de cause le pays a

donc payé la totalité de ses achats et sa dette monétaire ne peut être que nulle. Si néanmoins il existe aujourd'hui des pays fortement endettés monétairement, cela est dû au fait que le système est profondément vicié. Ce sont les mécanismes mêmes des paiements internationaux qui engendrent l'endettement monétaire des pays et qui s'opposent à sa résorption. Une fois créée, la dette ne peut jamais être remboursée, elle devient littéralement éternelle, car son paiement engendre nécessairement la dévaluation de la monnaie nationale du pays endetté et, par la même, la nécessité de son réendettement afin de rétablir le pouvoir d'achat interne perdu vers l'extérieur.

Pour les pays du Tiers Monde le régime actuel de l'étalon-dollar est la cause de loin la plus importante du ralentissement de leur croissance, car il provoque le déversement à l'extérieur d'une partie de leur épargne interne et est à l'origine de la fuite de capitaux. En partant des anomalies engendrées par le non-système il est aisé de voir quels sont les principes qui doivent régler l'instauration d'un régime ordonné des paiements internationaux.

Règle 1. Aucune monnaie nationale ne doit pouvoir être achetée ou vendue contre d'autres monnaies nationales

La dévaluation du peso face au dollar a une signification très claire: c'est que le dollar (reconnaissance de dette du système bancaire américain) est transformé en bien final et que la demande de ce bien est nette en termes de pesos. Or, il est logiquement faux d'identifier le dollar à un bien final. En dehors des Etats-Unis cette monnaie n'a aucune valeur réelle et elle usurpe, en fait, la place réservée à la monnaie internationale. Pour qu'aucune monnaie nationale ne puisse être objet direct des transitions monétaires il est nécessaire que dans le nouveau système la circulation de chaque monnaie nationale à l'intérieur de son pays d'origine soit parfaitement séparée de la circulation monétaire entre pays. La séparation des deux circuits représentée ci-dessous est le principe clef sur lequel se fonde la proposition de réforme du système des paiements internationaux.



Dès que toute interpénétration de ces deux circuits sera évitée, il est évident qu'aucune monnaie nationale ne pourra plus être traitée en tant que bien final, ce qui permettra d'éviter la dévaluation incontrôlée et sauvage à laquelle les monnaies "faibles" sont soumises aujourd'hui.

Règle 2. Le paiement des exportations ne doit provoquer aucun écart inflationniste dans les pays exportateurs

Afin d'éviter la formation d'un tel écart il est nécessaire que, dans la mesure où les exportations sont compensées par les importations, aucune monnaie nationale ne soit créée en contrepartie des dollars gagnés et que, dans la mesure où les exportations sont nettes, la création de monnaie nationale définisse une épargne équivalente déposée auprès du Secrétariat d'Hacienda. Dans le non-système actuel l'inflation est inévitable car le système bancaire mexicain peut acquérir des dépôts en dollars en contrepartie desquels la Banque centrale émet de la monnaie nationale créée de toute pièce. Cette opération, rendue possible - répétons-le - par le fait que les dollars gagnés par les exportateurs mexicains sont nécessairement déposés dans les banques américaines, a lieu pour le montant total des exportations, commerciales nettes. En effet les dollars reçus en paiement des exportations commerciales nettes sont achetés par la Banque centrale mexicaine qui accroît ainsi ses réserves officielles de devises. Or, pour financer cet achat la Banque centrale a recours au "droit du seigneur" de battre monnaie (seigneurage), ce qui, de toute évidence, ne manque pas de créer un écart inflationniste à l'intérieur du pays. C'est seulement parce que, dans le désordre du système actuel, le dollar est perçu comme un actif net qu'il y a émission pléthorique de monnaie nationale. Dès que le dollar sera saisi seulement dans son mouvement circulaire de flux-reflux, cette émission n'aura plus raison d'être et l'économie de chaque pays s'en trouvera renforcée. Dans le cas des

exportations nettes l'analyse est quelque peu différente car, tout en respectant l'égalité du flux et du reflux des dollars, les banques doivent permettre la formation d'un capital en monnaie nationale détenu par la Banque Centrale au nom du Secrétariat d'Hacienda. Ceci découle du fait que les exportations excédentaires de biens et services définissent un gain net en titres et donc une épargne interne égale au montant de l'excédent. Le nouveau système permet la formation de ce capital tout en évitant l'écart inflationniste caractérisant le non-système actuel.

Règle 3. Le paiement des importations nettes ne doit pas endetter monétairement le pays importateur

Nous savons tous qu'il est hautement souhaitable que les pays en voie de développement puissent augmenter leurs importations afin de pouvoir accélérer leur croissance économique qui aujourd'hui est dans bien des cas négative. D'autre part il est tout aussi certain qu'il est dans l'intérêt des pays développés d'accroître leurs exportations de produits finis et de technologie. Ainsi l'actuel non-système nuit à tout le monde car, en accroissant la dette monétaire des pays du Tiers Monde importateurs nets il les condamne à restreindre leurs achats extérieurs ainsi que leur dépense publique. Encore une fois l'anomalie est due à l'utilisation du dollar (ou de n'importe quelle autre monnaie nationale) comme moyen de paiement international doué du pouvoir exorbitant d'être considéré comme un bien final. Sous le régime du roi-dollar, en effet, les pays en voie de développement sont obligés de s'endetter monétairement afin de pouvoir financer leurs importations commerciales nettes précisément parce qu'ils sont dans l'impossibilité de s'acquitter du prêt en envoyant à l'étranger une partie de leur épargne en monnaie nationale. S'ils pouvaient rembourser le revenu extérieur obtenu aujourd'hui par un revenu intérieur de demain, le paiement des importations nettes ne poserait qu'un problème financier et se déroulerait dans le parfait équilibre monétaire. En réalité, cependant, les pays à monnaie "faible" sont tenus à dégager une épargne intérieure et, de surcroît, à acheter onéreusement les devises gagnées par leurs exportations nettes de biens et services.

Pour éviter cette conséquence vicieuse il faut que le nouveau système permette au Mexique de payer ses achats excédentaires au moyen des dépôts en dollars gagnés dans la vente nette de titres sans pour autant être obligé d'acheter ces mêmes dépôts avec des pesos au moment où il deviendra vendeur excédentaire. De nouveau la solution est fondée sur la nécessité de séparer les circuits monétaires national et international, de sorte que les achats excédentaires de biens et services

soient payés par une vente excédentaire de titres et vice versa. Nous verrons aussitôt comment cet objectif peut être pratiquement atteint sans que cela ne nuise à personne.

Règle 4. Le service de la dette ne doit pas priver le pays endetté d'une partie de son épargne interne au profit du capital financier off-shore

Lorsqu'un pays endetté, comme le Mexique, réussit à dégager un excédent commercial, le montant de sa dette devrait normalement diminuer d'un montant équivalent. Pourtant ce n'est pas ce qui se passe sous le régime de l'étalon-dollar. Tout en payant sa dette en envoyant à l'extérieur les dépôts en dollars gagnés dans ses ventes excédentaires de biens et services, le Mexique voit sa dette extérieure augmenter année après année. En effet, dans le non-système où nous vivons, les dépôts en dollars gagnés par Casa Mexico ne sont pas suffisants pour garantir le paiement de la dette; encore faut-il que ces dépôts soient virés aux créanciers étrangers par une dépense nette de pesos de la part des résidents mexicains endettés. Nous retrouvons ainsi l'analyse du cas précédent. La demande de dollars en termes de pesos étant une demande sans offre correspondante, elle entraîne nécessairement la dévaluation du peso. L'épargne interne dégagée par la diminution des importations est ainsi définitivement perdue pour le pays dans la mesure même de la dévaluation. Cette perte de substance des pays qui servent leur dette provoque par ailleurs un accroissement de la masse (ou de la densité) des euro-dollars, capital financier apatride dont les mouvements spéculatifs sont une source incontrôlable de déstabilisation pour l'ensemble de tous les pays. Le nouveau système, ordonné, des paiements internationaux empêchera le double service de la dette en permettant aux pays exportateurs nets de garder chez eux l'épargne d'origine externe qui pourra dès lors servir à leur développement économique et social.

Plan de réforme du non-système actuel des paiements internationaux, applicable par tout pays isolément

Comme nous avons essayé de le montrer théoriquement et comme il est immédiatement vérifiable empiriquement, le régime de l'étalon-dollar est la cause première de la dévaluation des monnaies "faibles" face aux devises "fortes" et d'une bonne partie de l'écart inflationniste constaté à l'intérieur des pays du Tiers Monde. Dès lors il ne serait pas seulement moraliste mais faux d'attribuer l'endettement des

pays à leur politique économique. Dans un système bien ordonné les pays pourraient être des importateurs nets de biens et services sans être endettés monétairement pour autant, le déficit commercial étant nécessairement compensé par une vente excédentaire de titres. Mais comment éviter que l'endettement des pays en voie de développement continue de s'accroître dans un monde qui ne semble pas encore prêt à réformer le système des paiements internationaux? Le Mexique tout seul pourrait-il trouver les moyens pour sortir du non-système sans pour autant renoncer, ce qui serait absurde dans un monde fondé sur l'interdépendance, aux échanges avec l'extérieur? Depuis les temps de Ricardo il est reconnu que la spécialisation et l'échange sont des sources d'enrichissement pour tous les pays. Il serait donc faux de penser que l'autarcie soit une bonne solution aux problèmes actuels. La réduction des importations ne peut que nuire tant aux pays en voie de développement qu'aux pays industrialisés. Il n'est donc pas question de retourner au protectionnisme mais il faut trouver une solution qui, tout en assurant la plus complète liberté aux agents économiques du pays, permette d'éviter le cercle vicieux des faux paiements qui caractérise le non-système actuel. Or, une telle solution existe et pourrait être appliquée dès demain par le Mexique (ou par n'importe quel autre pays, même isolément), ce qui lui permettrait de recouvrer la souveraineté de sa monnaie en jetant ainsi les bases pour une relance économique dont on sent de plus en plus la nécessité. Le plan de réforme peut être résumé comme suit.

1. Toutes les transactions internationales des résidents mexicains seront prises en charge par le Secrétariat d'Hacienda du Mexique

Soyons très clairs. Il ne s'agit pas d'instaurer un système de contrôle sur l'activité des entreprises et des particuliers. Tout plan de réforme fondé sur un tel contrôle est destiné à la faillite: la fuite de capitaux et le marché noir en témoignent. Le rôle du Secrétariat d'Hacienda est parfaitement délimité. Il doit assurer le paiement des importations et des exportations librement effectuées par les divers agents économiques tout en empêchant que le dollar soit transformé en bien final. En effet nous savons que si le dollar est l'objet d'une demande excédentaire en termes de pesos la monnaie mexicaine se dévalue nécessairement par rapport au dollar. Nous savons aussi que le contrôle des changes n'est pas une vraie solution, car tout au plus il peut retarder la dévaluation mais il ne peut pas empêcher qu'elle se produise avec une intensité d'autant plus grande qu'elle aura été artificiellement contenue dans le temps. Pour éviter la dépréciation du pesos il est donc suffisant que le Secrétariat d'Hacienda puisse assurer l'achat-vente de tous les dollars nécessaires au paiement

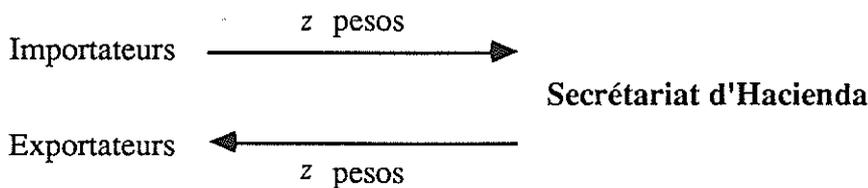
des importations mexicaines ainsi qu'au service de la dette extérieure. Il est évident que si tous les dollars achetés sont vendus, aucune pression, ni à la hausse ni à la baisse, ne pourra s'exercer sur le peso, le dollar étant dès lors un simple intermédiaire dans les échanges réels. Pour mieux comprendre les mécanismes par lesquels le Secrétariat d'Hacienda peut réaliser cet objectif analysons l'un après l'autre le paiement des importations, des exportations et le service de la dette.

2. Le Secrétariat d'Hacienda est payé en pesos par les importateurs mexicains et paie leurs partenaires étrangers en dollars

La règle à respecter est toujours la même: il faut éviter que les monnaies nationales soient transformées en biens finaux. A cette fin il est nécessaire et suffisant que les circuits monétaires national et international soient complètement séparés. Le Secrétariat d'Hacienda se charge donc de tous les paiements d'origine externe en maintenant séparé le circuit du peso et le circuit du dollar. Supposons que les importateurs mexicains doivent x dollars à l'étranger. Comme aujourd'hui ils vont envoyer l'équivalent en pesos des x dollars dus mais, à la différence de ce qui se passe dans le système actuel, les pesos ne sont plus portés à l'achat du dollar. Ils sont perçus par le Secrétariat d'Hacienda et ne quittent jamais le pays, constituant ainsi une épargne monétaire dont le pays peut disposer à sa guise. A cet épargne constitué en monnaie nationale correspond une vente de titres à l'étranger de la part du Secrétariat d'Hacienda. Ainsi le Secrétariat d'Hacienda peut-il capter de deux façons les dollars qu'il doit envoyer à l'étranger pour le compte des importateurs mexicains: il peut acheter des titres mexicains sur le marché interne en utilisant les pesos reçus des importateurs pour les placer ensuite sur le marché international contre des dollars; ou bien il peut vendre à l'étranger des titres d'Etat pour le même montant de dollars. Dans les deux cas l'opération définit un investissement étranger au Mexique, investissement qui, tout en permettant le développement économique du pays ne l'appauvrit pas (comme c'est le cas aujourd'hui) car l'épargne interne dégagée dans l'opération demeure disponible à l'intérieur du pays. Autrement dit, le dollar n'étant plus un bien final il n'est plus acheté par le peso dont la valeur ne se déprécie donc pas.

3. Le Secrétariat d'Hacienda est payé en dollars par les importateurs étrangers et paie en pesos les exportateurs mexicains

Comme dans le cas précédent le Secrétariat d'Hacienda évite toute interaction entre les circuits monétaires national et international. Si les pays étrangers achètent au Mexique pour y dollars de biens et de services le département extérieur du Secrétariat d'Hacienda est crédité en dollars pour ce montant. Simultanément le département intérieur du Secrétariat crédite l'exportateur mexicain de l'équivalent en pesos des y dollars perçus de l'étranger. Dans la mesure où les exportations sont égales aux importations les pesos payés par le Secrétariat d'Hacienda correspondent aux pesos que celui-ci reçoit des importateurs:



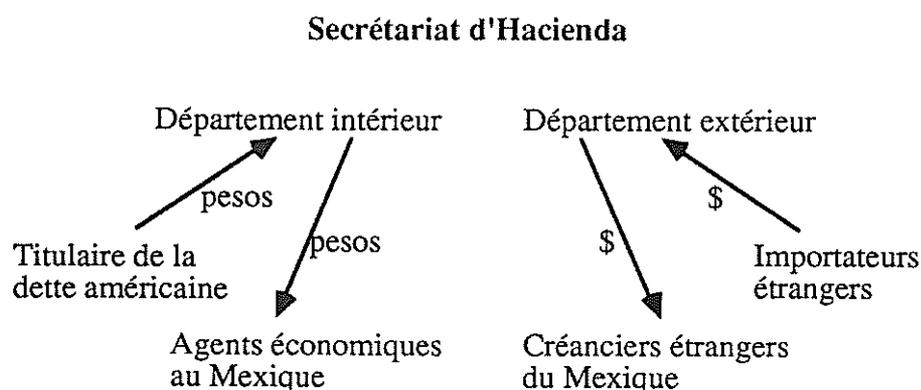
En définitive ce sont les importateurs mexicains qui paient les exportateurs mexicains par l'intermédiaire du Secrétariat d'Hacienda. Par contre pour le paiement intérieur des exportations excédentaires il faut que les exportateurs mexicains soit payés par création monétaire. Or, une telle création est parfaitement compatible avec le nouveau système des paiements internationaux sans que cela ne comporte aucun déséquilibre inflationniste à l'intérieur du Mexique. Dans le nouveau système, en effet, la création de pesos équivalente aux exportations nettes n'est nécessaire qu'une seule fois, (d'autres créations devant avoir lieu seulement dans le cas où l'excédent des exportations sur les importations continuerait à s'accroître) et est immédiatement neutralisée par sa constitution en dépôt servant par la suite comme fonds, continuellement et automatiquement reconstitué, pour le paiement des exportations excédentaires.

4. Le Secrétariat d'Hacienda assure le paiement en dollars du service de la dette sans que cela n'entraîne la dévaluation du peso

Le raisonnement est très clair. Nous savons que pour éviter le double paiement de la dette il faut que les dollars que le Mexique doit envoyer au Reste du Monde ne soient pas achetés par le peso. Gagnés dans les exportations nettes du Mexique, les dépôts en dollars doivent pouvoir servir la dette du pays sans que ce dernier souffre d'une perte équivalente due à la dévaluation de sa monnaie nationale.

Ce résultat est obtenu à partir du moment où le département extérieur du Secrétariat d'Hacienda se charge de virer aux pays créditeurs les dépôts en dollars

gagnés dans les exportations excédentaires du Mexique sans faire porter cette opération par les titulaires mexicains de la dette extérieure. Il ne s'agit évidemment pas d'éviter le paiement des débiteurs, mais d'éviter que ce paiement ait des répercussions sur le taux de change de la monnaie nationale. Ainsi les détenteurs de la dette mexicaine paient au département intérieur du Secrétariat d'Hacienda le montant en pesos du service de la dette. A la place d'utiliser ces pesos pour acheter des dépôts en dollars, le Secrétariat les investit dans le pays. Ceci n'est pas surprenant car il est tout à fait conforme à la logique et au bon sens que le Mexique puisse disposer de l'épargne interne dégagée par l'excédent commercial qu'il arrive à réaliser au prix d'énormes efforts. D'autre part le département extérieur du Secrétariat d'Hacienda dispose des dépôts en dollars gagnés dans les transactions internationales et il peut donc les virer aux créanciers étrangers en paiement de la dette mexicaine. L'effet de ce paiement sur le taux de change du peso en dollars est nul, car l'opération n'implique aucun achat (net) de dollars en pesos. Le dollar n'est plus un bien final et son flux-reflux n'a plus aucune répercussion sur la valeur du peso



La séparation des deux circuits monétaires est la clef de la solution proposée. Dès lors qu'aucune monnaie nationale ne sera plus achetée par le peso, le taux de change de la monnaie mexicaine ne sera plus soumis aux variations à la baisse causées aujourd'hui par le double paiement de la dette. Le peso atteindra ainsi une stabilité que le non-système actuel ne lui a jamais permis d'atteindre. Inutile de dire que si le taux de change du peso tend à se stabiliser (sans aucune intervention de contrôle des changes de la part de l'Etat), les mouvements spéculatifs sur la monnaie mexicaine, dont la fuite de capitaux, n'auront plus de quoi se nourrir, ce qui, à son tour, augmentera encore plus la stabilité de la monnaie mexicaine.

Le nouveau système des paiements internationaux permettrait au Mexique de recouvrer la souveraineté de sa monnaie sans nuire aux intérêts du Reste du Monde

Il s'agit là d'une condition nécessaire afin que toute réforme monétaire proposée par le Mexique puisse être mise sur pied sans que le Reste du Monde s'y oppose. Il est clair que si le nouveau système comportait des désavantages ou des risques, notamment pour les Etats-Unis, ceux-ci ne permettraient jamais au Mexique de l'adopter. Or, le nouveau plan, tout en permettant au Mexique de ne plus s'endetter en payant sa dette, ne nuîra en aucune manière aux autres pays. Ceux-ci continueront, comme avant, à être payés en dollars pour leurs exportations et à payer en dollars pour leurs importations. Non seulement les pays créditeurs du Mexique ne souffriront pas de l'adoption du nouveau système, mais ils en tireront des avantages car, en étant enfin capable de payer sa dette, le Mexique pourra se développer plus rapidement (l'épargne dégagée par les exportations commerciales nettes étant investie dans le pays) en devenant un partenaire d'autant plus valide.

Références

- CENCINI, A., *Money, Income and Time*, Frances Pinter, London 1988.
- CENCINI, A., "Moneta e Produzione", *Studi economici*, N° 25, Franco Angeli, Milano 1985.
- CENCINI, A., "L'attuale non-sistema dei pagamenti internazionali: una diagnosi", *Contributi di analisi economica* a cura di M. Baranzini e A. Cencini, Edizioni Casagrande, Bellinzona 1987.
- CENCINI, A., e SCHMITT, B., *External Debt Servicing: A Vicious Circle* Pinter Publishers, London and New York, 1991.
- COAKLEY, J. and HARRIS, L., *The city of Capital*, Basil Blackwell, Oxford 1983.
- FRIBOULET, J.J., "Ressources et emplois dans la comptabilité du commerce extérieur", Working Paper, CEMF Université de Dijon, Dijon 1988.
- FRIEDEN, J., "Endeudamiento y fuga de capital", *Investigación económica*, México 1984.
- KEYNES, J.M., "The German Transfer Problem", *The Economic Journal*, March, Cambridge 1929.
- KEYNES, J.M., "A Rejoinder", *The Economic Journal*, June, Cambridge 1929.
- KEYNES, J.M., "Mr. Keynes' Views on the Transfer Problem: A Reply by Mr. Keynes", *The Economic Journal*, Sept., Cambridge 1929.
- MEIER, G.M., *Problems of a World Monetary Order*, Oxford University Press, Oxford 1982.
- OHLIN, B., "The Reparation problem: a Discussion, Transfer Difficulties, Real and Imagined", *The Economic Journal*, June, Cambridge 1929.
- OHLIN, B., "Mr. Keynes' Views on the Transfer Problem: A Rejoinder from Professor Ohlin", *The Economic Journal*, Sept., Cambridge 1929.
- RICARDO, D., *The Works and Correspondence of David Ricardo*, Cambridge University Press, Cambridge 1951.
- RUEFF, J., "Mr. Keynes' Views on the Transfer Problem, A Criticism by M. Jacques Rueff", *The Economic Journal*, Sept., Cambridge 1929.
- SAYERS, R.S., *Modern Banking*, Oxford University Press: Oxford, 1958.
- SCHMITT, B., *La France souveraine de sa monnaie*, Economica et Castella, Paris and Albeuve 1984.
- SCHMITT, B., *Les pays au régime du FMI*, Economica et Castella: Paris and Albeuve 1985.
- SCHMITT, B., *L'ECU et la souveraineté des nations européennes*, Dunod: Paris 1989.

SCHVARZER, J., "Deuda externa: un enfoque no ortodoxo desde la perspectiva del deudor", *El Bimestre*, Marzo-Abril, Buenos Aires 1985.

**LISTE DES CAHIERS DE RECHERCHE DU CENTRE D'ETUDES
BANCAIRES:**

No. 1 René Chopard

La banca ticinese. Alcune considerazioni sul fenomeno di apertura e il concetto di identità, février 1991, 44 pp.

No. 2 Alvaro Cencini

Les pays face au problème de la dette, juin 1991, 28 pp.

No. 3 René Chopard

Sciences économiques et systèmes monétaires informels, septembre 1991,(en préparation)

Les cahiers de recherche peuvent être obtenus auprès du Centre d'Etudes Bancaires. Une contribution de Fr.5.-- est demandée pour couvrir les dépenses de publication.

