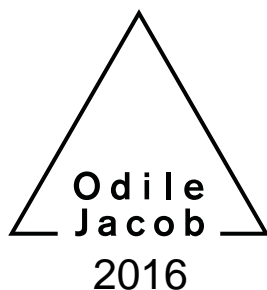


MICHEL AGLIETTA
en collaboration avec
Pepita Ould Ahmed
et Jean-François Ponsot

La Monnaie

Entre dettes et souveraineté



Introduction générale

À la mi-septembre 2008, la crise financière qui balayait le monde occidental depuis plus d'un an a atteint son paroxysme. L'ensemble du système financier de ces pays était en train de s'effondrer sans coup férir. À ce moment critique, le personnage le plus puissant de la planète a été Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale, la banque centrale des États-Unis. Les décisions dramatiques se prennent toujours le week-end, lorsque les marchés financiers sont fermés, ce qui est symptomatique de la confiance que l'on peut leur accorder. À un sénateur qui lui demandait ce qui se passerait si la banque centrale ne faisait rien, Ben Bernanke répondit : « Si on ne fait rien, lundi matin il n'y a plus d'économie. » La finance et donc l'économie occidentale furent sauvées par la monnaie.

À cette réalité s'oppose la doxa dite libérale, nourrie de l'idéologie entièrement dominante de la finance efficiente après un quart de siècle de libéralisation financière. Bien sûr, ce savoir a été incapable de voir venir la crise financière globale, puisqu'il exclut de son cœur théorique la possibilité qu'une crise systémique puisse exister. Mais, plus grave, il a été incapable de se réformer pour tenter d'analyser ce qui s'est passé et d'en tirer les leçons. Le lobby financier fut sauvé par les banques centrales. Puis les autorités de régulation sous le patronage du G20 ont essayé timidement d'imposer quelques miniréformes pour éviter de répéter les dérapages qui venaient de se produire. Cependant, le lobby financier

international ignore la gratitude. Il cherche à torpiller ou à contourner les nouvelles réglementations sans vergogne. Après la crise, les malversations qui s'étaient produites dans le financement de la bulle spéculative immobilière ont pris une ampleur beaucoup plus grande. Elles ont été facilitées par la collusion des principales banques internationales dans la manipulation des prix des deux plus importants marchés monétaires du monde : le LIBOR ou taux d'intérêt pivot du marché international des prêts interbancaires en dollar d'une part, le marché des changes du dollar d'autre part. Car les responsables de ces atteintes au droit et à la morale sont immunisés de toute responsabilité pénale.

Plus grave encore pour le progrès de la connaissance, le monde académique, qui répand la bonne parole financière, est resté imperturbable devant le cataclysme. La finance est toujours supposée efficiente. Cette « vérité » est enseignée dans tous les départements financiers des grandes universités et des écoles de commerce (*business schools*) en ignorant superbement la mise en question que le cataclysme financier devrait susciter pour tout chercheur épris de méthode scientifique. Las ! Le dogme de l'efficacité de la finance a gagné la politique économique. Ainsi, en Europe, où l'incapacité de contenir la crise grecque a provoqué un marasme économique prolongé, les politiques économiques dites « orthodoxes » attribuent l'incapacité à retrouver le chemin de la croissance au marché du travail. Ce marché imparfait, qui pourtant n'a rien à voir avec la crise, serait la cause de tous les maux d'après-crise par opposition à la finance postulée de nouveau sans reproche.

Pis encore, il n'est plus guère possible de faire une carrière académique si l'on n'épouse pas ce credo. C'est particulièrement le cas en France, où un gouvernement s'est renié sous l'injonction comminatoire d'un seul économiste – auréolé du prix Nobel, il est vrai – revenant sur sa décision d'ouvrir un espace de diversité à la recherche en créant une section universitaire destinée à mettre l'économie dans la société.

Cette intoxication intellectuelle est grave à une époque où l'impuissance à retrouver les fils du progrès est ressentie de toutes parts. C'est particulièrement le cas en finance. En effet, comme l'a

dénoncé lors d'une conférence le 21 septembre 2015 le gouverneur de la Banque d'Angleterre Mark Carney, qui sait de quoi il parle puisque Londres abrite la plus grande place financière du monde, la rhétorique du lobby financier et la théorie financière qui la supporte et la justifie reposent sur trois mensonges (*three lies*) :

– Le premier mensonge est que, si la finance est entièrement libre, globalisée et déréglementée, elle développe des instruments d'assurance contre les risques (produits dérivés), rendant impossibles la propagation et le renforcement de l'incendie. Après deux décennies de libéralisation financière et de stabilité de l'inflation, la communauté financière, les médias et l'establishment politique avaient beau jeu de clamer qu'une crise systémique était devenue impossible (*this time is different*). C'est l'impossible qui s'est déchaîné, non pas à cause d'un méga-événement exogène, mais parce que la spéculation a rongé de l'intérieur et de manière endogène tout sens du raisonnable et toute barrière à l'appel du lucre. D'où les deux mensonges suivants.

– Le deuxième mensonge est donc que les marchés financiers trouvent spontanément leur équilibre. Ils peuvent en être écartés par des chocs. Mais ceux-ci sont supposés être exogènes à la logique des marchés. Les acteurs sur les marchés ont la sagesse de percevoir les écarts et ont intérêt à agir de manière à les réduire car ils disposent, prétend-on, d'une boussole infaillible : la connaissance des valeurs « fondamentales » des titres financiers qui sont négociés dans les marchés, c'est-à-dire les « vraies » valeurs à long terme des entreprises. Grâce à cette boussole, Milton Friedman prétendait que seule la spéculation équilibrante, c'est-à-dire celle qui fait retour vers la valeur fondamentale lorsque le prix de marché s'en est écarté, était gagnante. Pourtant les bulles spéculatives qui finissent par éclater en faisant implorer les dettes qui les ont financées jalonnent l'histoire de la finance depuis le début de l'essor de la finance de marché au XIII^e siècle. Avec le retour de la libéralisation financière au début des années 1980, les crises les plus dévastatrices ont été les crises immobilières. L'actif immobilier est, en effet, celui qui pèse le plus lourd dans la richesse privée et qui requiert l'endettement pour être financé. L'immobilier étant fondé sur la rente foncière qui est le

revenu d'un actif non produit – le sol –, il n'a pas de prix d'équilibre, donc pas de valeur fondamentale. Il en va d'ailleurs de même de toutes les ressources naturelles qui ne peuvent être reproduites. La compétition pour leur appropriation n'entraîne qu'une hausse de la rente, limitée seulement par la capacité monétaire des acheteurs. Les dynamiques financières de l'immobilier sont donc mues par la logique du *momentum*, spirale de hausses interactives du crédit et des prix, non pas par le retour à un prix d'équilibre prédéterminé. Parce que le paroxysme et la date de retournement sont radicalement incertains, les acteurs qui alimentent la bulle des valeurs ont intérêt à tenir leurs positions jusqu'au sauve-qui-peut suivant l'implosion des valeurs fictives autoengendrées.

– Le troisième mensonge est que les marchés financiers sont moraux. Cela veut dire que, quelle que soit l'éthique des acteurs, le fonctionnement des marchés est transparent. Il débusque les déviances en sorte que l'intérêt social est toujours sauvegardé. Il s'ensuit, selon cette idéologie, que seule l'inflation, parce qu'elle est créée par l'État, peut perturber les marchés de manière durable. Cette affirmation serait risible si elle n'était pas tragique. Les plus grandes crises financières, et notamment celle dont nous supportons toujours les effets, se sont produites dans des périodes de basse inflation qui favorise la prise de risques financiers. Les malversations organisées à grande échelle, qui sont survenues après la crise et que l'on a évoquées ci-dessus, viennent contredire l'argument que le marché discipline ses acteurs. Pour que les marchés œuvrent dans l'intérêt de la société, il faut un cadre institutionnel qui est un bien public, imposé par une volonté politique et intrinsèquement lié à la monnaie.

Remettre la monnaie au cœur de l'économie

L'énoncé des trois mensonges de la finance incite au minimum à une approche critique. Toutefois, cette démarche doit plonger dans les fondements de ce qu'on appelle la science économique,

c'est-à-dire la théorie de la valeur. Car c'est dans ses fondements que les trois mensonges trouvent leur racine. Ces fondements ne sont pas innocents parce qu'ils participent d'un projet intellectuel de plus de trois siècles, qui fut appelé « ordre naturel » à l'origine. Ce projet consiste à séparer totalement l'économie du reste de la société. La prétendue science économique qui l'énonce n'a aucun lien avec les autres disciplines appelées sciences sociales. C'est une théorie de l'économie pure dont le concept intégrateur est le Marché. Elle présente un trait essentiel qui est l'insignifiance de la monnaie.

Les théorèmes fondamentaux de cette théorie qui veut montrer que la finance est efficiente sont ceux d'une économie sans monnaie : celle-ci est soit totalement ignorée, soit surajoutée sur un socle qui a déjà déterminé un système de prix efficients pour guider les actes économiques. Dans le second cas, la monnaie est supposée neutre ; certains ajoutent à long terme. Comme on le verra dans la première partie de ce livre, cette restriction ne change rien à la proposition essentielle de la théorie de la valeur. La coordination des échanges économiques est totalement et exclusivement prise en charge par le Marché. Elle ne doit rien aux liens sociaux et rien à l'espace politique. Et pourtant les débats sur la nature de la monnaie et sur son rôle dans le mouvement d'ensemble de l'économie remontent aux origines de la pensée économique moderne dès le *xvi^e* siècle. L'opposition entre la monnaie comme marchandise particulière, simple appendice dans l'économie coordonnée par le Marché, et la monnaie comme système institutionnel qui fait l'unité de l'économie n'a jamais cessé de traverser la pensée économique. Ce livre veut donner toute son ampleur à cette seconde tradition qui permet d'insérer entièrement l'économie dans la société.

En tant que membres de la société, nous faisons l'expérience quotidienne de l'imbrication de l'économique et du social, notamment à travers l'omniprésence obsédante de la monnaie. C'est pourquoi nous ne pouvons qu'être choqués par l'oubli de la monnaie dans une théorie qui prétend nous dire comment nous devons nous comporter. Mais il faut aller plus loin. Car la monnaie est essentiellement un animal politique. Ce n'est donc pas par hasard

si la théorie qui prône le Marché comme principe exclusif de coordination économique exclut la monnaie. Cela lui permet de fonder l'idéologie d'une économie « pure », entièrement séparée du politique. Inversement, penser l'économie comme un sous-ensemble des rapports sociaux requiert une économie politique fondée sur la monnaie. C'est alors la monnaie qui est le mode de coordination des actes économiques. Cependant, la manière dont cette coordination s'opère ne fait pas de l'équilibre l'alpha et l'oméga de la connaissance en économie. Il faut, au contraire, penser l'économie en termes de résilience, domaines de viabilité, bifurcations et crises. La coordination par la monnaie rend possibles les crises comme une caractéristique endogène de sa régulation. Elle réfute les trois mensonges de la finance. Elle rejette le déni du politique dans la théorie économique puisque la monnaie est elle-même politique. Se pose alors la question : comment la monnaie est-elle légitime dans la pratique de ses utilisateurs ? Qu'est-ce qui donne confiance dans la monnaie ? Ces questions appellent une première réponse théorique que l'on examinera dans la première partie.

Les trajectoires historiques de la monnaie conditionnent les régulations économiques

La monnaie n'est pas un objet immuable. C'est un système institutionnel qui se développe dans l'histoire. Cela importe au plus haut point pour une conception monétaire de l'économie parce que les transformations de la monnaie en tant qu'institution influencent ses modes d'action sur l'économie. Cela veut dire que les modes de coordination des marchés par la monnaie ont des caractéristiques historiques. Il s'ensuit que l'investigation empirique des modes de coordination économique par la monnaie trouve ses matériaux dans l'histoire longue. L'interaction entre les métamorphoses de la monnaie et les transformations des systèmes politiques permet de valider les hypothèses théoriques sur la coordination économique par la monnaie.

La deuxième partie va donc faire une incursion dans la très longue durée. Les anthropologues nous enseignent que la monnaie a existé au moins depuis que les populations humaines se sont sédentarisées et que la division du travail est apparue. De plus, la monnaie a acquis la capacité d'exprimer la valeur sous la forme que nous connaissons, c'est-à-dire en définissant un espace d'équivalence appelé comptabilité, dès que l'État a centralisé la souveraineté de la société sur ses membres. Invention de l'écriture et invention de la monnaie en tant qu'unité de compte vont ensemble. À partir de là, nous rechercherons un fil d'intelligibilité pour parcourir à très grands traits les trajectoires historiques de la monnaie, en nous appuyant sur les enseignements les plus saillants de la recherche historique.

Les deux voies d'interprétation imbriquées sont les liens historiques entre monnaie et dettes, donc monnaie et finance d'une part, monnaie et souveraineté d'autre part. La prépondérance du politique sur l'économique apparaîtra clairement, comme les tensions qu'entretiennent financiers et souverains et leurs transformations à différentes époques. Nous prolongerons cette quête des interdépendances dynamiques entre formes politiques de la souveraineté et doctrines monétaires. Nous insisterons sur les conséquences des différentes formes de la souveraineté démocratique en Europe sur les conceptions de la gouvernance économique par la monnaie. Plus fondamentalement, les différences politico-culturelles entre les nations s'enracinent dans des manières différentes de vivre la citoyenneté. Or la monnaie en tant que contrat social fait partie de la citoyenneté. Prendre en compte ces différences donne un autre regard sur les difficultés de l'Europe, les raisons de la distance anglaise vis-à-vis de l'euro. En s'interrogeant sur le malaise actuel de la démocratie, on fera une incursion prospective dans les inventions récentes des monnaies virtuelles qui en apparence échappent à la souveraineté d'une part, et dans les monnaies locales qui signalent de nouvelles transformations de la souveraineté d'autre part.

*Les crises monétaires dans l'histoire,
leurs liens avec les crises financières
et les moyens politiques de les conjurer*

Dans la troisième partie, on montre que les crises monétaires sont décrites par les historiens contemporains des époques considérées dès que la monnaie acquiert un caractère fiduciaire au VI^e siècle avant J.-C. en Asie Mineure et en Grèce. En même temps apparaissent les politiques monétaires, c'est-à-dire les décisions de la puissance souveraine pour concilier les besoins de financement de l'État et la confiance dans la monnaie. En effet, étant le mode de coordination générale dans les sociétés unifiées par des États, la monnaie est ambivalente. D'une part, c'est un système de règles et de normes instituées pour réaliser la coordination économique par les paiements, d'autre part, c'est un objet (concret ou abstrait) appropriable privativement que l'on appelle la liquidité.

Pourquoi la possibilité des crises se trouve-t-elle dans cette ambivalence ? Parce que les comportements à l'égard de la liquidité violent les hypothèses que la théorie de la valeur pose pour parvenir à la coordination des échanges par l'équilibre. En effet, le désir privé de liquidité est sans limites, il ne connaît pas de saturation, parce que la liquidité est une pure relation sociale sans autre valeur d'usage que le pouvoir d'agir sur la société par la vertu de l'acceptation universelle de la monnaie. Il s'ensuit que chacun demande la liquidité parce que les autres la demandent. La séparation des comportements pour les désirs d'objet, c'est-à-dire l'absence totale de l'influence des autres sur ses propres désirs, est absolument essentielle pour parvenir à une coordination par le Marché. Si elle est mise en question, le système interdépendant des prix d'équilibre ne peut pas s'établir. Donc la coordination par les marchés, c'est-à-dire par les prix d'équilibre, s'évanouit. On aboutit alors à deux processus opposés de crises : les crises financières pour lesquelles le désir de liquidité l'emporte parce que la continuité des relations financières, donc de la structure des créances et des dettes, est

mise en doute ; les crises monétaires où la forme de la liquidité instituée par l'État, qui normalement éteint toutes les autres dettes, est rejetée par perte de confiance dans l'ordre monétaire.

Cette clé d'interprétation nous permettra d'analyser les grandes crises monétaires dans l'histoire longue, la différence entre les crises financières de l'Antiquité et celles du capitalisme, et l'invention des moyens politiques de régulation de la monnaie aux différentes époques de l'histoire. Cette partie met donc en scène les relations contradictoires entre la finance et la souveraineté. Elle montre que les crises monétaires sont toujours aussi des crises sociales et politiques. Citant Lénine, pour qui pervertir la monnaie est le meilleur moyen de détruire le système capitaliste, Lord Keynes note que la perte de confiance dans la monnaie affaiblit l'éthique de l'appartenance sociale, donc le sentiment de citoyenneté. La résolution des crises monétaires peut aboutir à des transformations du régime politique, ou pour le moins à des changements de gouvernement et à une refondation des normes qui régissent l'ordre monétaire. Les crises monétaires enseignent donc que les systèmes monétaires sont mortels, mais que le système monétaire en tant que contrat social doit toujours être reconstitué si la société perdure.

Explicitement l'énigme non résolue de la monnaie internationale

Dès ses origines au temps des croisades, le capitalisme est né financier et d'ambition mondiale. Comme l'a montré Fernand Braudel, il ne s'est emparé de la vie matérielle que beaucoup plus tard et ne l'a entièrement dominée que par la révolution industrielle. Car sa logique est l'accumulation illimitée de la valeur sous la forme pure de la liquidité. Or celle-ci ne peut s'exprimer que dans des monnaies qui sont légitimées par des souverainetés politiques. L'expansion du capitalisme entraîne donc la confrontation des monnaies. Comment cette confrontation peut-elle être réglée ? Quels principes acceptables par les souverains peuvent-ils

s'imposer ? Dans l'arène internationale, la tension entre la finance et la souveraineté politique est à son comble. C'est par sa capacité à internationaliser le capital, lorsqu'il est sous forme liquide, qu'une élite financière peut mettre des États à genoux, comme cela s'est passé tout récemment pour la Grèce. Dans l'histoire, cette tension a trop souvent dégénéré en crises politiques et en guerres. Comment se fait-il qu'il n'en soit pas toujours ainsi ? Ce sont les questions de la définition du système monétaire international, du problème théorique qu'il pose, de ses formes historiques dans le capitalisme développé et de l'interrogation sur son avenir au XXI^e siècle. Ces questions font l'objet de la quatrième partie.

On montre que la contradiction entre la prétention du capitalisme à l'universalité et la pluralité indépassable des souverainetés dans l'ère historique où se déploie le capitalisme est irréductible. La conciliation toujours précaire est un système monétaire international qui organise la confrontation des monnaies selon le principe de la convertibilité. On étudie en détail les principes, les normes et les conditions d'acceptabilité de deux systèmes internationaux qui ont tenu quatre décennies pour le premier, l'étalon-or, et deux décennies pour le second, le système de Bretton Woods. On examine les conditions endogènes de leur dégradation et de leur destruction finale.

La leçon que l'on peut en tirer est que ces systèmes sont à devise-clé : une devise est supérieure aux autres en ce qu'elle est le support de la liquidité internationale. L'organisation monétaire est donc hiérarchique et placée sous le leadership d'un pays hégémonique. Elle ne tient qu'autant que cet hégémon n'est pas contesté, c'est-à-dire qu'il est capable de donner des avantages économiques, politiques et militaires aux autres pays qui acceptent de participer au système, demeurant supérieurs aux inconvénients pour ceux-ci de la subordination. Les systèmes dégèrent lorsque la position hégémonique de l'émetteur de la devise-clé se dégrade sur le plan économique, mais que l'avantage financier d'émettre la devise-clé permet aux institutions financières de ce pays de continuer à dominer les relations internationales.

On analyse l'évolution des relations monétaires internationales après la disparition du système de Bretton Woods en 1971 et les

accords de la Jamaïque en 1976 comme une forme de système dégénéré, appelé le semi-étalon dollar. Il perdure par inertie, par défaut d'alternative et par les avantages que la domination financière procure aux États-Unis. Mais il ne fournit pas le bien commun que l'on attend d'un système international organisé et accepté, c'est-à-dire la stabilité monétaire pour tous les pays participants.

Cette analyse permet de poser finalement l'un des grands problèmes de ce siècle. Que va-t-il se passer si les évolutions actuelles se poursuivent ? Le poids économique relatif des États-Unis ne peut que continuer à décliner face à la montée des puissances continentales émergentes. La Chine a récemment affiché une stratégie de découplage monétaire vis-à-vis du dollar pour aider ses entreprises à devenir des acteurs globaux. La finance chinoise demeure largement sous contrôle public et n'est pas du tout dans la ligne de Wall Street. De son côté, l'euro est une monnaie incomplète par déficience de sa gouvernance. Les marchés financiers de l'euro sont fragmentés, et aucune politique extérieure, y compris dans le domaine monétaire, ne peut exister pour la zone euro.

La domination du dollar a subsisté jusqu'ici parce que l'unilatéralisme américain a été validé par l'asymétrie financière. Les perturbations créées dans le reste du monde par la politique économique américaine ne faisaient pas retour sur l'économie des États-Unis. Mais le changement de stratégie chinoise pourrait mettre en cause cette asymétrie. Les forces à l'œuvre conduisent-elles à un système monétaire multipolaire structuré par des zones monétaires régionales ? Il serait dangereux qu'aucune coordination internationale ne se manifeste. Le problème de l'organisation monétaire mondiale va devenir incontournable s'il s'avère que le principe de la devise-clé est celui d'une époque dépassée de l'histoire. La globalisation financière ne pourrait que reculer, comme elle l'a fait à plusieurs reprises dans le passé, si l'énigme de la monnaie internationale n'était pas résolue par un principe de coordination autour de l'émission d'une liquidité ultime qui soit pleinement supranationale.

PREMIÈRE PARTIE

La monnaie comme rapport d'appartenance sociale

Les croyances qui relient chacun d'entre nous à ce que nous avons en commun et donc qui nous permettent de vivre – Dieu, la nation, les principes de justice, la Loi, l'éthique civique, etc., et la monnaie – sont les objets d'études essentiels des sciences sociales. Accéder aux connaissances accumulées par les sciences sociales en ces matières nous aide à donner forme à nos interrogations sur le sens de la vie. Dans cette quête, surtout n'ouvrons pas un manuel d'économie. Nous n'y trouverons rien pour calmer nos angoisses. Tout se passe dans ces ouvrages comme si l'économie ne faisait pas partie de la société. Aucune notion, aucun concept exprimant le lien social n'y figure, sauf sous la forme paradoxale d'une harmonie complète des individus avec la société énoncée dans le concept d'équilibre. En réalisant ses désirs indépendamment de tous les autres, chacun contribue à l'harmonisation sociale parfaite. Le savoir, qui prétend être condensé dans ces ouvrages et qui est enseigné comme élément de base, présente, en effet, ses concepts fondateurs indépendamment de toute hypothèse sur la nature des liens sociaux.

La question de la monnaie devient intrigante. Car qui peut prétendre que la monnaie n'appartient pas à l'économie ? Elle est

omniprésente dans nos vies quotidiennes. Nous en sommes tous obsédés. Ne pas avoir accès à la monnaie exclut de la société, ou tout au moins requiert des palliatifs sociaux humiliants relevant de la survie plutôt que de la vie. Pourtant rien dans la théorie économique, qui conçoit la société comme un système autosuffisant de marchés, ne garantit que tous les membres de la société puissent être inclus. Sous des hypothèses très éloignées du sens commun, la théorie des marchés prétend que tout le monde trouvera un emploi, mais non que le revenu tiré de cet emploi permettra de vivre décemment au sens de n'importe quel principe de justice acceptable.

Une autre manière d'éprouver le malaise est de se demander quelle est la contribution de la théorie pure de l'économie de marché à l'enjeu du développement durable qui est le thème émergent de ce siècle. La formulation même des enjeux du développement durable implique de tenir compte des relations économiques entre les groupes sociaux et entre les nations et des liens entre l'économie et la nature. Ces thèmes sont extérieurs à la théorie économique dominante et n'en sont pas moins intérieurs à une conception pertinente de l'économie au sein de la société. C'est la monnaie, définie comme lien social fondamental, qui permet cette intégration. Mais elle ne peut le faire qu'en rejetant la prétention de la science économique à être une discipline autonome.

Faisons un pas supplémentaire dans le sens de notre expérience récente, celle de la crise financière et de ses séquelles que nous avons connues depuis 2007 et que nous continuons à vivre. Cette crise aux conséquences dévastatrices ne peut être comprise ni interprétée dans une logique, l'équilibre général des marchés, qui ignore la monnaie et ne la réintroduit après coup que comme un objet périphérique dont la caractéristique essentielle est d'être neutre sur le système des échanges économiques « réels ». Or comprendre la crise actuelle exige de saisir comment monnaie et finance sont en réalité fortement liées. Cette imbrication fondamentale constitue la trame de ce livre.

Les sociétés perdurent dans le temps. Elles ne peuvent le faire que si elles sont capables de produire et de renouveler dans la

continuité historique les bases matérielles de la vie sociale. C'est à cela que sert le capital dans son acception courante, c'est-à-dire un ensemble d'infrastructures, de moyens matériels, de compétences et de techniques au service de la production. Admettons ici ce que nous allons remettre en cause plus loin. Le substitut des liens sociaux est appelé « le Marché ». Il détermine des prix qui font la cohérence entre ce que peut produire le capital existant, principalement logé dans les entreprises, et ce que les individus isolés, appelés « consommateurs », demandent. Une période de marché est le temps requis entre la découverte des prix d'équilibre et la réalisation effective des échanges. Entre l'annonce des prix et la réalisation des échanges, il y a un temps en quelque sorte *causal*. En effet, lorsque les prix qui équilibrent l'offre possible des producteurs et les besoins des consommateurs sont connus, les entreprises savent ce qu'elles doivent produire. Les conditions de la production qui font passer des intrants à la production finale pour la consommation sont supposées entièrement objectives si le système des prix est parfaitement cohérent. Ces intrants (usage des machines, emploi de la main-d'œuvre, consommation de matières premières et de produits intermédiaires) sont combinés selon ce qu'on appelle une fonction de production. Toute offre issue de l'appareil de production rencontre sa demande au bout d'un temps qui est la période de production et d'échange. Les processus de production et d'échange se déroulent selon un temps causal, c'est-à-dire dans une direction qui est univoque.

Mais que va-t-il se passer au-delà ? Comment le capital va-t-il être renouvelé ? Doit-il être accru ou non ? Bref, comment les « producteurs » vont-ils investir ? Si l'économie est stationnaire et si tous les acteurs séparés de cette économie le savent, il n'y a pas de problème. Le temps économique se compose de la succession de périodes causales identiques. Mais, si cette économie est insérée dans une société où les désirs changent, sans que des individus qui les expriment ne puissent les communiquer par des liens sociaux, puisqu'ils n'ont par hypothèse aucune relation dans cette conception de l'économie, comment les producteurs vont-ils faire leurs investissements ? Il s'agit du temps des anticipations. Ce temps du

futur ne peut pas être la répétition du passé, parce que le futur sera modelé par des innovations de toute nature, tant dans les manières de produire, que dans des styles de vie et dans des mutations politiques qui sont radicalement incertaines. En effet, l'innovation est, par définition, ce qui n'est pas contenu dans l'ensemble des connaissances issues de l'expérience passée. Le temps du futur ne peut être que subjectif, c'est-à-dire constitué de croyances. Comment celles-ci vont-elles structurer l'avenir en influençant les décisions présentes qu'elles informent ?

La réponse de la théorie économique *mainstream*, c'est la finance. Comment la finance influence-t-elle l'économie ? C'est une question majeure. Car la finance agit à partir du futur. Or cela n'a pas de sens de supposer que le futur puisse agir causalement sur ce qui est son passé, c'est-à-dire sur l'action présente. La causalité respecte nécessairement la flèche du temps. Toute action présente s'appuie sur un substrat objectif issu du passé et prolonge ou fait évoluer les interactions qui étendent la flèche du temps. Au contraire, le futur agit par les croyances que forment les acteurs de la société. Or il n'existe aucune base objective qui préexiste aux croyances. C'est pourquoi les processus par lesquels les croyances portant sur le futur influencent les actions présentes relèvent d'une inversion du temps. Cette inversion est indispensable pour que des sociétés qui ne se projettent pas dans l'avenir par action collective organisée puissent évoluer sans reproduire un éternel présent. Mais elle est hétérogène au temps causal. On dit que l'influence des croyances relève du temps *contrefactuel* de l'avenir¹. Si je pensais que tel événement puisse se produire dans l'avenir, alors j'agis de telle manière aujourd'hui. Mais, si je pensais qu'un autre événement puisse se produire, alors j'agis différemment. Or je n'ai aucune base objective pour distinguer l'une ou l'autre des éventualités. Le temps des croyances est par nature subjectif. Comment la finance lève-t-elle l'indétermination pour que les entreprises fassent les investissements qui permettront de produire les biens satisfaisant les désirs futurs des consommateurs qu'ils ne connaissent pas ?

1. Voir J.-P. Dupuy (2012), p. 75-150.

La théorie de l'économie de marché prétend avoir une réponse pour objectiver les croyances. C'est l'efficience de la finance. Les croyances ne seraient pas des anticipations subjectives, donc ouvertes sur l'incertitude du futur, mais des vues sur ce qui se produirait effectivement du moins en moyenne. En somme, le marché serait beaucoup plus qu'un prédicteur qui, bien entendu, a toutes les chances de se tromper. En effet, aucun prévisionniste ne peut prétendre lever l'incertitude radicale de l'avenir. Le marché financier jouerait un rôle tout à fait différent, celui du prophète biblique. S'il n'est pas un usurpateur mais un « vrai » prophète, celui-ci ne se trompe pas parce qu'il connaît la parole de Dieu. Le marché est un prophète anonyme selon la théorie de l'efficience financière. Il connaît et révèle à tout un chacun le « vrai modèle » de l'économie. Il sera vrai puisque, si tout le monde le suit, il se réalisera, de la même manière que la parole du prophète est vraie parce que tous ceux qui l'écoutent croient que Dieu parle par sa bouche. Pour tout individu raisonnable et « laïque », cela paraît absurde. D'ailleurs, cette hypothèse a un coût énorme pour la discipline : celui de rejeter ce que Karl Popper appelle le *principe de réfutabilité* par l'expérience qui est le critère d'une science expérimentale par opposition à un dogme normatif. En l'occurrence, cette propriété prêtée au marché de ne jamais se tromper en moyenne rend impossible la réalisation de crises financières systémiques globales suivies de phases d'évolutions dépressives, telles que le capitalisme contemporain en a connu à trois reprises dans les époques dites de libéralisation financière : de 1873 à 1896, de 1929 à 1938 et de 2008 à... ? Certes, l'hypothèse d'efficience admet l'erreur. Mais celle-ci est bornée par la nature stochastique supposée des événements perturbateurs qui sont traités comme des chocs. Cette hypothèse réduit la représentation de l'incertitude en supposant que les « états futurs du monde » sont de connaissance objective, donc commune puisque cette connaissance est centralisée par la finance et incorporée dans les prix de marché. Il n'y aurait donc qu'à observer les prix sur les marchés financiers pour agir en fonction de la connaissance la plus complète, et, en prime, il est

affirmé que c'est la connaissance « vraie ». C'est donc le meilleur des mondes possibles qui nous est dépeint.

Allons plus loin et voyons ce qui s'est passé lors de la crise que nous avons tous en mémoire puisque nous l'avons vécue. Après la faillite de la banque Lehman Brothers, la finance des pays dits avancés était engagée dans un processus d'autodestruction sans capacité de se stabiliser par ses propres moyens. C'est elle-même qui a engendré la contagion dévastatrice qui allait l'emporter sans coup férir. Tout s'est passé comme si l'horizon contrefactuel de l'avenir avait disparu. Les agents de la finance ont été mus exclusivement par l'immédiateté, c'est-à-dire par la recherche exclusive de la monnaie, non pas pour relancer des dépenses, mais pour se protéger. C'est pourquoi la finance a été sauvée uniquement par l'action coordonnée des banques centrales, c'est-à-dire par la monnaie. Les économies sont néanmoins tombées dans une récession profonde qui n'a pu être surmontée que par une politique d'expansion budgétaire coordonnée au niveau du G20, donc par la puissance de l'État cherchant à reconstruire un futur au niveau de l'économie mondiale.

Penser de tels phénomènes suppose plusieurs exigences théoriques :

1. L'économie est coordonnée non pas par la figure de l'Équilibre, mais par des relations de paiements qui rendent possibles des déséquilibres cumulatifs et endogènes.

2. La monnaie qui réalise cette coordination est le lien social le plus général qui met en relation tous les échangistes d'une société marchande utilisant la même monnaie. La monnaie est donc le concept le plus fondamental de l'économie.

3. La monnaie est néanmoins ambivalente. C'est le désir qu'on en a qui conduit la finance dans les délires de l'*hubris* collectif, mais c'est la force collective de la monnaie qui rétablit un ordre dans les échanges et qui redonne une dimension contrefactuelle au futur.

4. Le rôle de la puissance publique est décisif pour restaurer l'ordre monétaire, économique et social. La monnaie n'est pas une créature de l'État ou d'une puissance publique. C'est le point fixe d'un processus de coordination qui s'établit à l'insu de chacun,

alors que tous y participent. La Loi, en tant qu'ordre constitutionnel dans les sociétés démocratiques, va néanmoins jouer un rôle central pour stabiliser et réguler la forme objectivée de la monnaie, c'est-à-dire le système de paiements. Il va en résulter des liens organiques qu'on explicitera entre l'institution responsable de la monnaie (la banque centrale dans les sociétés contemporaines) et l'État en tant que pouvoir exécutif.

Cependant, pour parvenir à établir ces résultats, donc pour aller dans le secret des crises, il faut fournir des hypothèses capables de cerner la nature de la monnaie au cœur du lien social. Cela ne va pas sans remettre en cause les présupposés de la théorie économique qui conduisent à faire de la monnaie une notion périphérique sans véritable impact sur son message central : l'équilibre général des marchés. Bref, il n'est pas possible de réhabiliter la place universellement dominante de la monnaie dans l'économie sans remettre en cause la théorie dominante de la valeur qui exclut la monnaie du principe fondamental de la coordination des marchés.

CHAPITRE 1

La monnaie est le fondement de la valeur

Le défi de la « théorie pure de l'économie de marché » est de concevoir un mode de coordination entre sujets économiques qui soit autosuffisant. La monnaie n'a aucune part dans la formation du système de prix d'équilibre qui fait la cohérence de l'économie marchande. Comment ce résultat paradoxal peut-il être atteint ?

L'hypothèse naturaliste de la valeur et sa critique

Qu'est-ce qui fait que les biens s'échangent ? Selon la théorie de la valeur devenue dominante dans la pensée économique, ils ont une nature commune, une substance préalable à tout échange qui permet de définir des équivalences dans l'échange. Cette substance est appelée « *utilité rareté* ». C'est le point de départ de l'ouvrage fondamental de Léon Walras. Les choses matérielles ou immatérielles sont utiles aux individus et ne sont disponibles qu'en quantités limitées. Cela suffit à définir la richesse sociale. Une fois définie la valeur, Walras (1952, p. 21) démontre que les rapports de valeur dans l'échange sont égaux aux rapports de rareté.

Ce point de départ est d'autant plus étonnant que Walras, contrairement à la vulgate des économistes dits « néoclassiques »,

était tout à fait conscient de l'importance en économie des rapports sociaux et attentif aux actions nécessaires pour les améliorer. Cette définition de la valeur comme substance objective, hors de tout cadre institutionnel, est une démarche délibérée pour autonomiser l'économie dite pure des liens sociaux. Ainsi Walras va-t-il distinguer soigneusement l'économie pure et l'économie sociale pour pouvoir penser la première selon des principes analogues aux sciences physiques.

Ce point de départ a des conséquences énormes. D'abord, l'hypothèse de la valeur substance est une abstraction conceptuelle qui heurte nos expériences de la vie quotidienne dans laquelle nous éprouvons constamment que nos désirs sont modelés par nos rapports à autrui. Cela devient particulièrement surprenant lorsqu'on en arrive au travail. En effet, dans les sociétés capitalistes, où l'immense majorité de la population est constituée de salariés, le travail est le principal mode d'appartenance sociale. Comme Amartya Sen (2010, p. 277-307) l'a démontré, la possibilité de s'impliquer dans le travail est le principal levier de réalisation de nos *capabilities*, donc de nos projets de vie. Leur réalisation ou non-réalisation dépend essentiellement des institutions dans lesquelles le travail se déroule, au premier chef l'entreprise. À l'opposé de l'hypothèse de la théorie substantielle de la valeur, on pourrait même soutenir que le travail n'est que relation sociale. Mais, dans le cadre de la théorie substantielle de l'utilité, on ne peut penser le travail que comme une désutilité, puisqu'il s'oppose au loisir qui est l'utilité. Corrélativement, les désirs des individus ne s'expriment que dans un arbitrage travail loisir. Leur seule motivation serait de fuir le travail. Ils ne l'acceptent que pour acquérir des biens utiles. Symétriquement, il n'est qu'un coût pour les employeurs qui achètent les services du travail.

Cela veut dire qu'à la conception naturaliste de la valeur correspond une conception naturaliste de la production. Des « facteurs de production » sont combinés dans une « fonction de production » dont on suppose qu'elle a un caractère purement technique. Or, si le management des entreprises comprend que l'implication dans le travail est une finalité des individus, le *business model*

de l'entreprise fera de la coopération des employés la principale source de la productivité. Au contraire, dans la conception du travail comme coût et désutilité, la pression sur le coût salarial est le souci unique du management. L'orientation de la gouvernance des entreprises démotivera les salariés et donc finira par autovalider la conception du travail comme désutilité au détriment de l'économie dans son ensemble.

LE PROBLÈME DE LA COORDINATION DES ÉCHANGES MARCHANDS SANS MONNAIE

Considérons à présent la manière dont la coordination marchande s'opère dans une économie sans monnaie afin de mieux saisir le problème qu'elle soulève. Les théoriciens de la valeur utilité appellent une telle organisation des échanges une économie pure. Le mode de coordination n'est pas la monnaie, ce sont les prix. Il n'est pas question de transactions dites de troc décentralisées, mais de centralisation d'offres et de demandes sur ce qu'on appelle des marchés. On voit tout de suite qu'il s'agit d'un problème d'auto-organisation. Pour centraliser les offres et les demandes, il faut des prix pour les agréger en valeurs. Mais les prix résultent de la confrontation des offres et des demandes agrégées. C'est ce que les théoriciens de l'économie pure appellent la recherche d'un point fixe. C'est un problème logique dont la solution n'a rien de banal. Car, si les individus cherchent à entrer dans l'échange en sachant bien quelles sont leurs préférences, il n'existe pas de prix pour les communiquer aux autres. Comme ils ne se connaissent pas et ne se parlent pas, ils en sont forcément réduits à spéculer sur ce que pensent les autres. Mais cela ne suffit pas. Il faut spéculer sur ce que les autres pensent de ce que chacun pense dans une course à l'abîme qui est infinie.

Il ne peut exister de prix d'équilibre si sa recherche est un jeu de miroirs se reflétant les uns dans les autres à l'infini. La manière la plus efficace de casser cette indétermination est l'hypothèse de *fixité des prix*. Mais comment chacun peut-il tenir les prix

pour fixes, donc extérieurs à son libre arbitre ? Comment se fait-il qu'une société supposée fondée sur la souveraineté de l'individu se transforme en son contraire, la dictature du marché ? Par une hypothèse qui transforme les échanges qui devraient être décentralisés en leur contraire, une hypercentralisation sous l'égide d'une entité métaphorique que Walras appelle « le secrétaire de Marché », et qu'Adam Smith appelait « la main invisible du Marché ». Cette hypothèse est qu'aucun acteur dans le marché n'a d'influence sur les prix. Tous sont preneurs des prix que leur annonce le secrétaire de Marché. Mais ce dernier n'est qu'une métaphore !

Pourquoi les acteurs de marché tiennent-ils les prix pour fixes ? Dire qu'ils sont trop petits pour influencer les prix n'a guère de sens. Il y a sur les marchés des acteurs de toutes tailles et des acteurs qui forment des coalitions. En outre, on ne peut justifier une hypothèse théorique fondamentale par des considérations empiriques fortuites. Si l'hypothèse de fixité des prix, indispensable pour que le marché lui-même fasse coordination des acteurs, reposait sur une hypothèse *ad hoc* de ce type, comme le croient la plupart des économistes, l'hypothèse du marché pur tomberait dans l'insignifiance. Il ne s'agit pas d'une question empirique mais axiomatique. C'est l'hypothèse cardinale sans laquelle la formulation théorique de l'économie pure n'a aucun sens.

Jean-Pierre Dupuy (2012, p. 75-87) donne une interprétation éclairante de cette énigme. C'est l'*autotranscendance des prix*. Derrière le secrétaire de Marché se cache le projet de l'économie pure. Les acteurs du marché doivent n'avoir aucun comportement stratégique, car cela ruinerait l'hypothèse d'absence de relation sociale entre eux et donc tout l'édifice de la valeur substance. Le comportement stratégique découlerait d'un jeu de miroirs entre les acteurs qui, pour fixer leurs choix, devraient se demander ce que les autres pensent, ce que les autres pensent de ce que chacun pense, etc., dans une régression infinie qui ne peut déterminer aucun point fixe. La base même de la théorie de la valeur, conçue comme préférence intrinsèque des individus sur les biens, jamais altérée par l'observation des préférences des autres, serait violée. L'hypothèse de fixité stipule que c'est

au niveau du prix que la régression spéculative s'arrête. En effet, pour faire des choix dans le marché, les individus font nécessairement des hypothèses contrefactuelles : quelle serait ma satisfaction si je choisissais ceci plutôt que cela ? Si ces choix influençaient les prix, leurs supputations contrefactuelles les mettraient en interaction stratégique avec le contrefactuel des autres participants au marché. La coordination sur un point fixe serait impossible parce que le jeu stratégique de miroirs n'a pas de solution bien déterminée et unique. Il n'y a pas de point fixe. Celui-ci n'est possible que si les acteurs tiennent les prix comme indépendants de leurs actions (Dupuy, 2012, p. 81).

Sous l'hypothèse que les prix sont des entités extérieures aux décisions des acteurs et ne sont révisés que par le secrétaire de Marché avant que tout échange ait lieu, il est possible de montrer l'existence de configurations d'équilibre. Mais on a ajouté au naturalisme de la valeur une hypothèse permettant que les prix d'équilibre soient connus avant tout échange. Cette hypothèse permet un mode de coordination compatible avec l'indépendance des choix des acteurs. Le marché est devenu une convention de coordination. Il s'ensuit que la théorie du marché pur n'a strictement rien à voir avec une quelconque considération sur le troc puisque les prix se déterminent avant qu'aucun échange n'ait lieu. Le marché est une auto-organisation qui institue le système de prix comme principe unique de coordination dont la métaphore est le secrétaire de Marché walrasien.

Il est paradoxal de prétendre que cette convention de coordination respecte la liberté des acteurs, alors qu'elle rend impossibles leur commerce réciproque et donc leur influence sur les prix. Toutefois, cet abandon de liberté est doux. L'utilité est supposée avoir une propriété bien commode. Elle est certes plus élevée lorsqu'on consomme une unité supplémentaire d'un bien. Mais cette utilité supplémentaire que l'on appelle marginale est décroissante au fur et à mesure que l'on augmente la quantité de biens consommés. Aux prix d'équilibre, toutes les utilités marginales sont égalisées sur tous les biens échangés ; ce qui est la condition pour que tous les acteurs du marché maximisent leurs utilités. En effet, s'il

n'en était pas ainsi, ils amélioreraient leur bien-être en consommant plus de certains biens et moins d'autres biens. Les prix ne seraient pas d'équilibre, et leur recherche se poursuivrait.

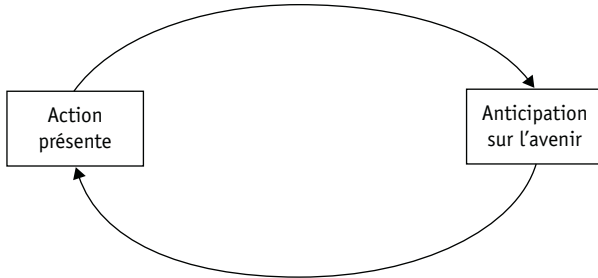
On comprend donc en quoi l'équilibre est un principe de coordination. Chacun calcule ses offres et ses demandes en tenant les prix pour fixes. Pourtant, les offres et les demandes agrégées aux prix qui sont annoncés par le secrétaire de Marché ont un pouvoir causal sur les prix. À l'équilibre, les prix qui se réalisent sont ceux que les acteurs du marché avaient tenus individuellement pour fixes. La coordination se fait exclusivement par les prix d'équilibre. Une fois ce point fixe connu, tout est déterminé. La réalisation des transactions n'a aucune importance, puisqu'elle est supposée se faire sans coût, sinon le point fixe unique qu'est le système des prix d'équilibre ne pourrait pas exister.

Mais l'honnête homme qui n'est pas familier avec les arcanes de la théorie du marché pur n'est pas au bout de ses surprises. Jusqu'ici ce qu'on a dit de la théorie des prix est statique. Mais que devient l'équilibre au fil du temps ? Comment peut-on tenir pour fixes des prix futurs ? Qu'est-ce qu'un équilibre intertemporel ? Chacun sait que le futur économique est l'objet de la finance, comme on l'a évoqué dans l'introduction. Mais chacun a l'intuition que la finance est intrinsèquement liée à la monnaie. Non les théoriciens du marché pur qui considèrent la finance comme indépendante de la monnaie si elle est efficiente. Cette théorie réalise un tour de force qui est la coordination par le futur.

L'EFFICIENCE FINANCIÈRE ET LA COORDINATION PAR LE FUTUR

La question essentielle pour comprendre ce que fait la finance est la suivante : comment les actions et donc la situation présente peuvent-elles dépendre des comportements à l'égard de l'avenir ? Comme on y a insisté dans l'introduction, elles ne peuvent en dépendre causalement. Toute relation causale respecte la flèche du temps. La réflexivité du futur vers le présent est contrefactuelle.

En retour, elle détermine causalement le futur qui va se réaliser. C'est ce qu'on appelle le bouclage autoréférentiel.



Il s'ensuit que la finance, en engendrant une croyance commune sur l'avenir, écarte tous les autres futurs possibles qui ne se réaliseront pas. Comment une croyance collective peut-elle se former ? Pourquoi cette autoréalisation peut-elle être dite un équilibre ? L'hypothèse du prix fixe est encore essentielle pour justifier la dépendance contrefactuelle du présent vis-à-vis de l'avenir. Car le futur ne peut agir causalement sur son passé. C'est la puissance de l'auto-organisation qui permet de penser la réflexivité du futur. Mais ce processus d'inversion du temps ne peut être que subjectif. Comme évoqué dans l'introduction, le marché financier prend la place du prophète. À partir des croyances individuelles, il fait émerger une croyance commune que les participants aux marchés tiennent pour extérieure à eux-mêmes, alors qu'ils l'ont produite collectivement.

Ce qu'on peut appeler l'autotranscendance de la finance est très exactement son efficience. Mais, comme l'histoire a permis de le constater à maintes reprises depuis que les marchés financiers se sont développés comme interface dans la production du temps économique, l'avenir ainsi produit peut être extrêmement néfaste du point de vue de la vie des sociétés. Cette auto-organisation du marché financier produit d'énormes engouements collectifs, des bulles spéculatives, suivies de crises et de croyances dépressives. Comment se fait-il que les théoriciens de l'économie pure nient les fluctuations financières géantes des trois dernières décennies, bien mises en évidence par la Banque des règlements internationaux

(BRI), pour prétendre à une autre conception de l'efficacité¹ ? Ils affirment que la finance produit le « vrai » modèle de l'économie et que ce modèle est un équilibre, généralisant ainsi au futur le modèle du prix d'équilibre. C'est ce qu'ils appellent l'efficacité forte, comme s'ils tenaient la réflexivité de la croyance future sur l'action présente pour causale. Le temps économique est ainsi homogénéisé. En supprimant l'altérité radicale entre les relations causales et les relations contrefactuelles, le modèle dit d'efficacité forte fait du temps économique un éternel présent où l'incertitude a été bannie. Cette caractéristique fondamentale n'est pas altérée par l'existence d'aléas, puisqu'ils sont supposés identifiables et objectivement probabilisables.

En quelque sorte, le marché financier prend bien la place du prophète. Celui-ci ne se contente pas de fixer un cap prévisionnel qui est validé parce que les acteurs le suivent. S'il ne s'agit que de prédiction, aucune prédiction n'est plus vraie qu'une autre en un sens plus fondamental que le fait qu'elle est autoréalisée. En ce cas, la trajectoire de l'économie dans le temps historique n'est rien d'autre qu'un processus dépendant du sentier. Elle ne peut être caractérisée comme un équilibre au sens de la théorie de l'économie pure, c'est-à-dire comme le système des prix qui optimise le bien-être de tous les participants aux marchés. Mais le prophète n'est pas un prédicteur. Il dit le « Vrai » parce qu'il énonce la parole de Dieu. Il ne provoque pas la convergence sur un point fixe contingent à une prédiction. Il fait advenir l'ordre des choses qui doit être. Si incroyable que cela puisse paraître à n'importe quel individu raisonnable, la théorie de l'économie pure dit qu'il existe un « Vrai » modèle de l'économie, et le marché financier le révèle à tous les participants au marché. Ce modèle est ce qui doit être ; il est appelé Équilibre général intertemporel. Les prix futurs des biens et services associés à cet équilibre sont appelés valeurs fondamentales².

1. La recherche de la BRI étudie le caractère cyclique de la finance et sa forte instabilité circonstancielle depuis plus de trente ans. Voir C. Borio, C. Furfine et P. Lowe (2001) ; et C. Borio, N. Kennedy et S. Prowse (1994).

2. Pour une critique détaillée de l'hypothèse d'objectivité des prix des actifs financiers conduisant à la notion de « valeur fondamentale », voir A. Orléan (2011), chap. 6, p. 31-50.

UNE CATHÉDRALE DOGMATIQUE : L'ÉCONOMIE PURE

La théorie de l'efficiencia forte est donc la pointe extrême de la domination académique de la « science normale » qui n'est autre qu'un dogme. Elle en épouse entièrement la logique. Elle est entretenue et consolidée par le monopole exercé par l'institution académique sur les programmes de recherche « acceptables ».

Cette théorie s'est développée à partir des années 1950 et a atteint sa maturité dans les années 1970. L'essor et l'enrichissement des classes moyennes salariées ont permis un accroissement de leur épargne. La gestion financière de cette épargne pour constituer une richesse financière en vue de la retraite est devenue une demande sociale et donc une préoccupation pour les institutions financières qui collectent l'épargne. Cette préoccupation a suscité des programmes de recherche. Une théorie de l'allocation optimale de la richesse financière a vu le jour. La percée intellectuelle fut réalisée par Harry Markowitz dès 1952. Il généralisa la théorie de l'optimisation de l'utilité en la transposant de la consommation à la richesse. Au lieu d'appliquer leurs choix à rechercher la structure de consommation qui optimise leur bien-être, les individus recherchent celle des placements d'épargne qui optimisent leur richesse.

La combinaison de placements constitue ce qu'on appelle un portefeuille d'actifs financiers. Les choix vers le futur étant bien plus complexes que les choix de consommation, les épargnants confient cette recherche à des intermédiaires, à charge pour ceux-ci de déterminer le portefeuille optimal des épargnants compte tenu de leur âge, de leur situation professionnelle et d'autres caractéristiques. Markowitz (1952) a montré que le placement optimal de l'épargne confiée à l'institution financière est un portefeuille diversifié entre catégories d'actifs, découlant de l'optimisation d'une fonction d'utilité de la richesse financière dont les arguments sont le rendement et le risque. Sa démarche consista à démontrer l'existence d'un portefeuille optimal en tenant compte des *shadow prices*

(prix fantômes). Cette démarche et la détermination des prix futurs associés généralisent la théorie walrasienne des prix d'équilibre. De même que ceux-ci exprimaient les utilités marginales de la consommation présente, de même ceux-là représentent les utilités marginales anticipées aujourd'hui de la consommation des biens futurs. C'est pourquoi on les appelle des prix fantômes. Ce portefeuille optimal est donc conditionné au fait que les prix du futur soient des utilités marginales des biens futurs par rapport aux biens présents. Dans les années 1960, les conséquences pratiques de la théorie ont été développées. William Sharpe (1964) a fait faire un pas pratique essentiel à la gestion financière en identifiant le portefeuille optimal de Markowitz au portefeuille de marché. Il y a donc bien coordination par le marché, étendue au futur. Cette avancée aboutira au fameux modèle d'évaluation des actifs financiers ou MEDAF (*Capital Asset Pricing Model*, CAPM en anglais) utilisé par les gestionnaires d'actifs du monde entier.

Dès lors se pose le problème suivant : comment le marché organise-t-il l'information pour que cette identification soit possible ? L'auteur incontournable sur cette question est Eugene Fama. Il va décliner les formes possibles de l'efficience. Grâce au bouclage autoréférentiel expliqué plus haut, l'auto-organisation du marché réalise l'efficience faible. Toute l'information provenant de l'évolution passée de l'économie est contenue dans les prix futurs affichés dès aujourd'hui par le marché financier. Personne ne peut « battre le marché » puisque celui-ci condense les anticipations de tous. Cela justifie la proposition de Sharpe. Puisque le portefeuille optimal de Markowitz est le portefeuille de marché, la meilleure méthode de gestion financière est le *benchmarking*. Mais Eugene Fama (1976) va plus loin. Il définit une forme d'efficience semi-forte où le marché est supposé condenser toute l'information publique et surtout une forme forte où le marché condense toute l'information « susceptible d'être connue ».

Qu'est-ce que cela peut bien signifier ? Quelle relation y a-t-il entre l'efficience forte au sens de Fama et le « Vrai modèle de l'Économie » déterminant les valeurs fondamentales des biens et services futurs ? Il revient ensuite à la révolution des anticipations

rationnelles d'achever la théorie de l'économie pure qui va établir ce lien. Le texte fondateur est celui de John Muth dès 1961. Il se place entièrement dans la configuration du prophète. Le théoricien de l'économie pure dit le « Vrai ». Il énonce la parole de l'Équilibre qui est le Dieu de l'économie. L'auto-organisation du marché financier la répercute sur les acteurs dont les anticipations l'auto-réalisent. Il s'ensuit que pour un ensemble d'informations donné, qui englobe toute l'information susceptible d'être connue dans un univers stochastique, les anticipations des agents économiques sont distribuées exactement selon les probabilités objectives contenues dans le modèle « vrai » de l'économie. En moyenne, en espérance mathématique, dit-on dans le jargon théorique, les agents qui se conforment implicitement à ce modèle en suivant le prix du marché ne peuvent pas se tromper.

L'étape finale revient à Robert Lucas (1972) qui va adapter la macroéconomie à l'hypothèse d'anticipation rationnelle. Puisque tous les agents connaissent le modèle vrai de l'économie en espérance mathématique, ils sont tous pareils. On peut faire l'hypothèse que l'économie globale elle-même est un seul individu, l'agent représentatif. En outre, le modèle vrai de l'économie n'a pas de temporalité historique ; il s'étend à l'infini. Dans ce modèle la macroéconomie n'a aucune existence propre. Elle est entièrement déterminée par ses fondements microéconomiques. Comme l'équilibre est toujours optimal, la politique macroéconomique n'a pas lieu d'être car elle n'a aucune influence sur le modèle vrai. Seules ont un sens les politiques qui changent les paramètres structurels entrant dans les relations fondamentales. Ce sont les fameuses « politiques structurelles » dont les dirigeants européens sont friands, ainsi que la Commission européenne.

Mais où se situe l'incertitude possible qui provoque des fluctuations économiques que l'on constate empiriquement ? Elles ne peuvent se trouver que dans des innovations sur les paramètres structurels de l'économie tels qu'ils sont incorporés dans le modèle « vrai ». En effet, l'innovation est ce qui échappe au domaine d'information de l'efficace forte. On peut alors simuler des modèles

qui engendrent des fluctuations cycliques appelées « cycles de productivité ».

Telle est la cathédrale dogmatique appelée économie pure. Mais nous sommes devant un paradoxe de taille. Dans toute cette élaboration de l'équilibre, qui va de la transcendance des prix à la transcendance du futur et de celle-ci aux anticipations rationnelles, il n'a jamais été question de monnaie. L'économie pure est entièrement amonétaire. Or la présence de la monnaie est bien notre obsession permanente en tant que sujets de l'économie. Elle est universelle, et nous l'éprouvons quotidiennement. Elle fait l'objet de politiques dédiées, elle est le sujet d'une multitude de prévisions. Il faut pourtant que les anticipations rationnelles fassent comme si elle n'existait pas pour se conformer au vrai modèle de l'économie. Comment donc la théorie va-t-elle traiter la monnaie ?

LA NEUTRALITÉ DE LA MONNAIE

La neutralité de la monnaie est une condition *sine qua non* d'existence de l'économie pure. Celle-ci est définie par le concept d'équilibre. Elle est par nature toujours à l'équilibre. La loi de Say opère simultanément sur tous les marchés : l'offre et la demande doivent être égalisées au prix d'équilibre. La logique d'autotranscendance des marchés établit que les prix sont toujours d'équilibre ; la monnaie ne doit pas pouvoir les perturber. Comme l'affirme Robert Lucas à l'encontre de Milton Friedman, les anticipations rationnelles impliquent que la monnaie soit neutre, un point c'est tout. Dans la théorie de l'économie pure, il ne peut pas y avoir de distinction entre court terme et long terme. Le temps de l'équilibre est homogène jusqu'à l'éternité. Dire que la monnaie est active à court terme, même si elle est neutre à long terme, ce qui est fortement sujet à caution comme on le verra, appartient à un tout autre champ théorique qui est celui de l'économie monétaire, laquelle est l'objet du présent livre.

En ce qui concerne le modèle de l'équilibre général, pour que la monnaie puisse exister il faut lui trouver une utilité en tant que bien supplémentaire, le $(n+1)^e$ bien, et que le prix qui résulte de

cette utilité n'ait aucune influence sur les prix des n autres biens. L'économiste qui s'est attelé à cette acrobatie est Don Patinkin (1965). Pour avoir un prix, la monnaie doit avoir une valeur utilité. Il faut qu'elle offre à l'économie des services sans lesquels l'équilibre ne serait pas atteint. Il faut donc que la réalisation des transactions pose problème, même après connaissance des prix d'équilibre. Selon ce raisonnement, le temps doit avoir une épaisseur. La réalisation de l'équilibre concerne une période pendant laquelle il y a désynchronisation des dépenses et des recettes. Dès lors que les échanges sont décentralisés, la disponibilité de monnaie rétablit l'adéquation de l'offre et de la demande dans les marchés. Ainsi, pour Patinkin le problème est résolu. Un nouveau bien offre un service qui vient en aval de la formation des prix d'équilibre, donc ne les altère pas. Pourtant, il a lui-même une utilité et donc un prix puisqu'il entre dans la fonction d'utilité des participants aux marchés.

Cette tentative est, bien sûr, un échec. Le troc revient hanter la théorie de l'équilibre. Si les échanges sont décentralisés et si leur réalisation entraîne des coûts, ceux-ci font nécessairement partie de la formation des prix. La dichotomie entre des prix qui ne dépendent pas de la réalisation des transactions et un $(n+1)^e$ bien qui est parachuté et absorbe ces coûts ne tient pas logiquement. La monnaie ne peut pas être intégrée dans l'économie pure, parce qu'il n'est pas possible de montrer qu'elle puisse avoir un prix positif à l'équilibre dans l'auto-organisation du marché qui produit le bouclage autoréférentiel définissant le point fixe qu'est le système des prix d'équilibre. Si l'on veut avoir un $(n+1)^e$ bien pour faire écho à la réalité empirique massive dans une théorie qui l'exclut, il faut le postuler par une équation supplémentaire *ad hoc*, analogue à une équation offre/demande, déterminant ce qui est appelé « la valeur de la monnaie ». Il y a neutralité de la monnaie par postulat, sans qu'on puisse prétendre avoir intégré la monnaie dans la théorie de l'équilibre.

Une autre voie qui cherche à modéliser des échanges décentralisés en les superposant à la théorie pure du marché est l'hypothèse de *cash in advance* (Clower, 1996). On postule que les

échanges sont monétaires pour pouvoir être décentralisés. Ce sont des échanges hors équilibre. Les échangistes privés doivent donc disposer de réserves en monnaie pour participer à des échanges séquentiels hors équilibre. Cette structure de transactions suscite une demande de monnaie. Dans ces conditions, la monnaie a un prix positif. L'existence de la monnaie est donc présupposée d'un point de vue fonctionnel sans être reliée à une quelconque théorie de la valeur.

Si, au contraire, on veut introduire la monnaie à partir de la réalisation décentralisée des transactions, il faut montrer que les comportements des agents décentralisés, cherchant à minimiser ces coûts, conduisent à engendrer un bien accepté par tous comme moyen commun de transaction. Il s'agit d'une branche de l'économie monétaire, celle des modèles de prospection (*search*). Ces modèles font apparaître une demande de moyens de transaction à partir d'un jeu de coordination entre acteurs de marché à la recherche d'un véhicule commun de transaction pour réaliser des échanges décentralisés (Kyotaki et Wright, 1991)³. Ils peuvent contenir des équilibres multiples, donc des monnaies concurrentes, mais aussi des équilibres sans monnaie. Cette détermination endogène de la monnaie surmonte l'aporie du troc. Mais l'hypothèse de la fixité des prix dans la recherche du point fixe, dont on a montré qu'il était constitutif de l'équilibre concurrentiel unique, ne tient plus. Il n'y a plus de neutralité de la monnaie. Les comportements stratégiques dans la formation des prix ne peuvent plus être exclus. La question consiste à savoir comment l'introduction de la monnaie les maîtrise.

Nous ne poursuivrons pas cette voie parce que nous pensons que la monnaie joue un rôle bien plus fondamental dans l'économie que la seule fonction de transaction. En effet, dans toutes ces

3. Les modèles dits de prospection appartiennent à une conception évolutionniste qui se propose de montrer la possibilité d'échanges décentralisés. L'acceptation commune d'une monnaie résulte d'un effet de *bootstrap* comme résultat d'un jeu non coopératif. La monnaie est le résultat d'un équilibre de Nash. Comme il existe une multiplicité de tels équilibres, y compris une économie sans monnaie, donc sans échanges (équilibre autarcique), il demeure une indétermination fondamentale sur le moyen d'échange.

tentatives, la monnaie n'est définie que fonctionnellement. Elle n'est pas définie conceptuellement comme principe de la valeur économique. La théorie naturaliste de la valeur utilité et la coordination par le marché qui lui est consubstantielle doivent être rejetées pour entrer de plain-pied dans l'économie monétaire. Si la monnaie doit être liée à une théorie de la valeur, elle ne peut être un objet dérivé du marché ; elle en est le fondement logique. Deux propositions fondamentales en découlent : *la monnaie est logiquement antérieure aux relations de marché* (Aglietta et Orléan, 1982) ; et *la monnaie est un lien social plus fondamental que le marché* (Aglietta et Cartelier, 1998, p. 131). C'est cette conception de la valeur qu'il faut tenter de conceptualiser.

La monnaie dans l'ordre économique : l'institution de l'appartenance sociale

La théorie de l'économie pure est une cathédrale dogmatique impressionnante. Mais elle n'aide guère à défricher le monde. La raison s'en trouve dans les pages précédentes. On a vu qu'elle s'est bâtie en s'isolant de la société. Hypostasier le Marché coûte très cher. Aucun sens n'est donné au collectif, à la recherche du pouvoir, aux conflits producteurs d'innovations sociales. Toutes les médiations des institutions qui interfèrent avec l'économie sont ignorées. C'est le cas de l'institution la plus fondamentale, du lien social le plus général : la monnaie. C'est pourquoi la remise en cause doit être radicale. Une théorie économique dans laquelle la monnaie est inexistante, ou au mieux pourvue d'un appendice sous la forme d'un simulacre de monnaie neutre, et une théorie dans laquelle la monnaie est le rapport fondateur de l'économie marchande n'ont rien en commun. Abandonner l'économie pure et penser l'économie monétaire de production implique un retour sur les hypothèses fondamentales.

En abandonnant la théorie naturaliste de la valeur, on peut se libérer de l'hypothèse de la coordination exclusive par le Marché et

étudier les marchés pour ce qu'ils sont : des espaces dans lesquels se confrontent et s'affrontent les acteurs privés, candidats à l'échange. Ceux-ci ne peuvent échanger que par le médium de la monnaie. Tout échange implique paiement. La coordination économique ne se réalise pas sur le marché mais par le système des paiements. Cependant, cette coordination n'est pas condamnée à définir un équilibre. Il n'est pas nécessaire pour qu'un échange ait lieu que l'action individuelle ait rencontré l'accord implicite de tous que le secrétaire de Marché ne peut obtenir que moyennant l'hypothèse que les prix soient extérieurs aux choix contrefactuels des acteurs. Parce que tout échange a pour contrepartie un mouvement de monnaie et parce que la monnaie est unanimement acceptée, l'économie peut être à la fois décentralisée et intégrée (Orléan, 2011, p. 148-152).

DÉFINIR LA MONNAIE : LE LANGAGE DU NOMBRE INSTITUTE LA FORME VALEUR

La monnaie peut se définir comme un rapport d'appartenance des membres d'un groupe social au groupe entier. À ce niveau d'abstraction, la monnaie s'apparente au langage. Elle produit du sens pour autrui. Ce sens est la *valeur* : un espace abstrait de mesure dans lequel les activités au sein d'un groupe humain sont échangeables. Autrement dit, elle est le signifiant de la valeur des marchandises, permettant de désigner par des unités identiques des biens qualitativement incomparables. L'opération par laquelle les objets de l'échange acquièrent une valeur est le *paiement*. Il s'ensuit que la valeur des objets promis à l'échange ne préexiste pas à celui-ci. L'échange contre monnaie, c'est-à-dire le paiement, est l'opérateur de la valeur.

La monnaie institue la valeur parce que c'est une norme qui vaut pour tous. On peut donc proposer une première définition : *la monnaie est ce par quoi la société rend à chacun de ses membres ce qu'elle juge qu'ils lui ont donné*. Cette définition spécifie que la monnaie est une institution qui est extérieure aux acteurs de l'économie. Ceux-ci ont donc des stratégies d'accès à la monnaie.

Elle donne le pouvoir d'être membre de la société marchande à hauteur des montants de monnaie qui peuvent être mobilisés selon la logique qui est en cours dans cette société.

La coordination par la monnaie englobe tous les candidats à l'échange selon le principe de commensurabilité qui institue la monnaie comme unité de compte. La monnaie étant le mode d'ouverture à l'échange, personne n'a intérêt à la rejeter dès lors qu'elle est acceptée par tous. Comme le langage, la monnaie est une forme pure, un principe commun de coordination parce qu'elle est indifférente à la personnalité des sujets économiques et aux contenus de ce qu'ils échangent. Que les individus aient pour but l'usage ne définit pas la valeur. La valeur d'usage est distincte de la valeur comme le signifié est distinct du signifiant dans le langage. La séparation du signifiant et du signifié est le principe même de la relation humaine ayant la forme du langage. Le grand philosophe Hegel faisait remarquer que le concept de chien n'aboie pas. De même que le rapport de communication par le langage mobilise la grammaire pour être compris, donc pour être valide pour tout interlocuteur, de même le rapport de valeur mobilise la grammaire du nombre appelée *comptabilité* pour être reconnu socialement.

Il y a donc dans le paiement qui institue la valeur, comme dans le langage, un détachement entre le signifiant (la monnaie) et le signifié (l'objet marchand). C'est ainsi que la monnaie est un principe de commensurabilité et d'équivalence. Ce détachement est la condition de la médiation. Aristote déjà faisait remarquer que la monnaie est pure loi. Cela veut dire que la monnaie n'a pas de valeur parce qu'elle est le principe de la valeur. La valeur conférée par l'opérateur monétaire est le sens commun des choses qui deviennent des marchandises. La marchandise est une chose privée dans la production qui doit rencontrer le désir d'autrui pour devenir un objet de consommation. Elle porte donc une tension entre le privé et le social qui résulte de la séparation des activités humaines dans la société. La monnaie réunit ce qui est séparé. En permettant d'assouvir le désir d'autrui, elle valide l'activité du producteur de l'objet dans le paiement, lui donnant une reconnaissance sociale.

S'il fallait donner une définition précise de la monnaie, je le ferais ainsi : la monnaie est un contrat social objectivé dans un médium commun par lequel la collectivité qui en fait usage rend à chacun de ses membres dans l'acte de payer ce qu'elle juge avoir reçu de lui par son activité. C'est par la logique de la monnaie que se reconnaît et que s'institue la valeur (Aglietta *et al.*, 2014). La monnaie est l'institution qui donne, *via* les paiements, une valeur sociale à l'initiative privée en vue de la production de marchandises pour autrui.

LES COMPTES ET LES PAIEMENTS

Il importe de définir deux niveaux théoriques différents : les fondements de l'économie monétaire et le mode opératoire du système monétaire une fois que ses fondements ont été définis. C'est la comptabilité qui articule ces deux niveaux théoriques.

L'économie monétaire est d'abord une économie d'enregistrement des opérations économiques en termes de comptes. C'est pourquoi instituer l'unité de compte, donc l'espace de commensurabilité de la valeur, est la fonction primordiale de la monnaie. Les échanges entre acteurs de l'économie marchande sont avant tout des relations comptables sous l'égide de la monnaie. Tout échange est enregistré en partie double dans les comptes de chacun des deux échangistes comme un flux d'objets marchands ayant pour contrepartie un flux de monnaie. Cette inscription en partie double ne signifie pas que deux valeurs préexistantes aient été égalisées, mais qu'une valeur d'objets marchands a été créée et validée par un flux de monnaie. C'est en ce sens que la monnaie est l'opérateur de la valeur.

La comptabilité est la représentation quantitative de la position des acteurs dans le système économique et de leurs liens avec les autres acteurs. Les comptabilités individuelles des acteurs, entreprises et ménages, s'intègrent dans une comptabilité nationale et celle-ci dans le système mondial des comptabilités nationales. C'est ainsi que le langage de la monnaie s'étend au monde entier avec

la convertibilité d'unités de comptes et la transposition des règles comptables comme les langues se convertissent par traduction.

Les interdépendances économiques s'observent objectivement par les flux de monnaie entre les agents pendant une période de temps donnée. Pendant une période comptable (une journée), chaque acteur enregistre des flux de dépenses et de recettes exprimées en monnaie. Ces flux se synthétisent en un solde qui est la variation d'un avoir ou d'une dette en monnaie. Ce solde s'ajoute algébriquement au stock d'avoir et de dette existant en début de période. Les soldes de paiements résultant des enregistrements en partie double font le lien entre les comptes d'opérations de la période et les bilans qui portent la mémoire du passé et ouvrent la période future.

Les comptabilités de tous les acteurs font système grâce aux enregistrements comptables en miroir des échanges décentralisés entre les acteurs selon le principe de la partie double. Tout échange a une double inscription comptable par le flux de paiement et par la valeur équivalente de l'objet économique transféré. Il s'ensuit que les comptes des agents s'équilibrent. Les échanges sont à la fois décentralisés et ont une unité, non par les prix, mais par les flux de monnaie qui circulent entre les comptes. La comptabilité du système inscrit la mémoire de tous les échanges pendant une période de temps à travers le système des paiements. Celui-ci est conçu pour que l'économie dans son ensemble forme un tout intégré. Nous verrons plus loin, en étudiant le système des paiements, comment la coordination d'ensemble de l'économie s'effectue par la *finalité des paiements* qui consiste à régler les dettes issues des échanges de la période en monnaie ou à les reporter dans le temps sous la forme d'avoirs et d'engagements financiers. La finance est imbriquée dans la logique monétaire.

Dans le cadre de la coordination par le marché sous la théorie naturaliste de la valeur, on a vu que le prix fixe jouait le rôle d'une norme produite par autotranscendance. Qu'en est-il de la monnaie en tant qu'institution produisant la norme du paiement par laquelle la valeur des objets marchands s'objective ? La norme institue une valeur parce que c'est une prescription qui acquiert une signification objective. L'obligation du paiement fait de la monnaie

une norme générale parce que le jugement de la société qu'est le paiement est indépendant de la reconnaissance ou non de la norme par celui auquel elle s'applique. Le jugement de valeur résultant du paiement est prononcé par les autres membres de la société. La norme vaut pour tous. La question qui se pose maintenant est la suivante : comment la transcendance de la norme monétaire, fondatrice de l'économie marchande, peut-elle s'établir ? Car une norme fondatrice ne procède pas directement de l'autorité d'une volonté, fût-ce celle de l'État. On rencontre bien un problème d'auto-transcendance parce que la norme de base doit être présupposée par tous ceux pour qui elle vaut, c'est-à-dire par tous les candidats à l'échange. Comment éviter la régression à l'infini dans la quête du référent commun qui institue la valeur ?

*Genèse logique de la monnaie :
le modèle mimétique*

Contrairement à la théorie substantialiste de l'utilité rareté, la théorie relationnelle de la valeur stipule que cette notion n'a de sens qu'en rapport à autrui. La valeur n'est pas un rapport des « choses » aux individus isolés, c'est un rapport entre sujets participants à des sociétés où règne une norme générale appelée monnaie. Cette norme est un principe d'équivalence objectivé dans le paiement. Les sociétés régies par cette norme s'appellent marchandes. Il s'ensuit que la monnaie n'a pas la même signification théorique dans d'autres sociétés étudiées par l'anthropologie et qu'on aura l'occasion de découvrir plus loin.

La question est donc la genèse théorique de cette norme de base⁴. Ce n'est, bien sûr, pas une genèse historique. Pour des individus vivant dans une société marchande, la monnaie est toujours déjà là. L'armature des institutions sociales précède l'entrée en scène des individus qui s'insèrent dans la société en faisant l'apprentissage de leur rôle. C'est bien le problème conceptuel que l'on rencontre.

4. Sur l'ontogénèse de la monnaie, voir M. Aglietta et A. Orléan (1982).

Si l'on constate l'existence de la monnaie comme allant de soi, on ne peut pas faire mieux qu'en donner une définition fonctionnelle. La monnaie se définit par trois fonctions, dit-on : l'unité de compte, le moyen de réaliser les transactions, la réserve de valeur. Or ces fonctions sont des modes opératoires qui font unité dans un système. Quelle est l'essence de ce système et donc quelle est la position des individus à son égard ? Ce système est le mode de coordination des activités économiques, dès lors que l'on rejette l'hypothèse d'une conception naturaliste de la valeur. Les désirs et préférences des individus ne sont pas des données préalables, parce qu'ils résultent des interactions sociales qui lient ceux qui les portent. Les préférences sont indéterminées. Dans ce modèle, désir et déception sont les deux faces indissociables de l'indétermination des préférences (Hirschman, 2006). Elles sont perpétuellement redéfinies par les interactions sociales. Corrélativement, les objets ne sont pas les supports « naturels » des échanges, mais les enjeux. Le rapport générique qui engendre logiquement cette représentation de la société est exprimé par le modèle mimétique. Le modèle mimétique d'interaction sociale découle de l'hypothèse d'incomplétude radicale du désir⁵. Les désirs d'objet sont des stratégies de reconnaissance sociale. Ils ne peuvent être définis que par les autres qui sont dans une même quête existentielle. Les jeux de miroirs qui en découlent se propagent sur l'ensemble des sujets soumis à la même incertitude. Quel objet désirer ? Qu'est-ce qui me fait accéder à la reconnaissance des autres ? La force du modèle est de montrer que de la confusion générale émerge une polarisation sur un objet unique reconnu par tous (voir encadré 1.1. p. 52)⁶.

Quelles sont les propriétés théoriques de cette solution ? La société de sujets marchands, supposés tous pourvus de moyens de produire, est une société d'égaux. Dans la théorie de la coordination par le marché, cela est exprimé par l'hypothèse selon laquelle tous les sujets sont preneurs de prix qu'ils tiennent pour exogènes. Dans la théorie de l'interaction sociale, les sujets sont

5. Dans sa dimension anthropologique, le modèle mimétique est exposé par René Girard (1972).

6. Le modèle est l'œuvre d'André Orléan (1984), p. 55-68.

indifférenciés dans leur recherche d'une forme de richesse qui soit immédiatement un objet de reconnaissance sociale : *la liquidité*. C'est l'indifférenciation de tous vis-à-vis du désir de liquidité qui produit cette polarisation unanime. Mais le processus autoréférentiel engendre une multiplicité possible de résultats. La polarisation se fait sur l'une quelconque des croyances initiales sur ce que peut être l'objet pourvu de la liquidité. En effet, celle-ci n'est pas une substance prédéfinie à découvrir ; c'est le résultat inintentionnel de la polarisation. Il y a toutefois autoréalisation de l'état final du processus mimétique, parce que l'imitation prend la forme de la répétition de la croyance commune lorsqu'elle a émergé.

Cet objet commun est une convention sur ce qui est reconnu comme la forme commune de ce qui est absolument désirable. La polarisation produit donc l'unanimité sur un objet appelé monnaie. Cet objet ne préexiste pas aux interactions sociales des candidats aux échanges. Il en est le produit. Autrement dit, il est institué par l'interaction des membres de la société à travers la recherche de reconnaissance par tous. Mettant un terme aux rivalités généralisées, la monnaie fait l'objet d'un désir unanime de richesse. C'est pourquoi elle est la référence commune à laquelle tous les autres objets de désir se mesurent. L'essence de la monnaie que nous recherchions est donc la liquidité absolue, unanimement acceptable et par conséquent commune à tous. *C'est un collectif qui émerge de l'incomplétude des sujets par rapport à leurs propres désirs*. Ce référent commun est une institution collective qui résulte certes d'une auto-organisation, mais qui n'est pas un équilibre. C'est pourquoi l'institutionnalisation doit aller au-delà de l'auto-organisation.

Car une convention produite par polarisation de croyances peut être fugitive. C'est le cas de la convention qu'est le prix d'un actif financier résultant d'une polarisation des croyances des participants au marché. En tant que bouclage d'un processus d'influences croisées, la convention de marché est vulnérable aux changements des perceptions du futur qui altèrent les conditions dans lesquelles les sujets interfèrent. Elle est donc volatile. Pour être l'ancrage de la valeur, la convention monétaire doit être validée par

un processus d'institutionnalisation. La société comme puissance collective doit extérioriser la convention monétaire des interdépendances mimétiques qui la font émerger. Nous verrons que cette puissance collective est la souveraineté qui donne le sceau de la légitimité à la croyance commune qui a été élue⁷.

Certes, tous les désirs de reconnaissance ne passent pas par le médium monétaire. Les sociétés marchandes sont des sociétés où les désirs de reconnaissance s'expriment dans des échanges d'objets avec n'importe quel autrui. Ils sont rendus possibles par un désir de richesse commun à tous qui se porte sur un objet unique, la monnaie, à partir de laquelle on peut accéder aux désirs d'objets particuliers. Mais les objets ne peuvent exister sans avoir été produits, que ce soient des « biens » ou des « services », notamment ceux fournis par les compétences que l'on a acquises ou l'usage de sa simple aptitude à travailler qu'il faut aussi reproduire. Il faut produire ce que l'on conjecture que les autres désirent pour affronter l'épreuve du paiement. Il faut donc retirer des ressources de la société pour pouvoir produire, sans savoir si cette activité sera validée en monnaie par le paiement. Retirer des ressources de la société dans la perspective incertaine de pouvoir les payer, grâce au flux de monnaie tiré du paiement lui-même incertain de son propre produit, s'appelle s'endetter. Cela veut dire que *la reconnaissance marchande est une reconnaissance de dettes*.

On en déduit que la monnaie n'est pas n'importe quel mode de reconnaissance. C'est celui pour lequel les relations entre les individus prennent la forme de dettes. La reconnaissance monétaire est une extinction de dettes par les paiements. Cela n'est possible que s'il y a un principe homogène d'équivalence. L'objet de polarisation unanime est donc une dette dans laquelle toutes les autres dettes se mesurent et se règlent. On appelle liquidité absolue cette forme supérieure de dette. Le désir de richesse dont la monnaie est l'objet est donc *un désir de liquidité*. Et, fondamentalement, parce que la

7. Le processus d'élection exclusion de la monnaie hors du monde des marchandises permettant d'en régler la circulation est d'abord pensé par Marx dans des termes analogues dans le chapitre 1 du *Capital*.

circulation marchande est une circulation de dettes, elle prend la forme d'un système de paiements. Il s'agit d'un bien public qui donne à la monnaie une emprise sur toute la société marchande et, par conséquent, institutionnalise la convention monétaire. Celle-ci devient un ensemble de règles codifiées par la puissance publique. Il s'agit de comprendre comment ces règles, non pas le secrétaire de Marché walrasien, intègrent les échanges marchands.

ENCADRÉ 1.1.
THÉORÈME DE CONVERGENCE MIMÉTIQUE

Soit une population de N agents ($i = 1, N$). Chacun a à la date t une croyance $u_i(t)$ sur la dette qui représente la liquidité absolue. i choisit sa croyance en $t + 1$ en copiant un agent j au hasard avec la probabilité p_{ij} pour $j = 1, N$. On a donc :

$P_r\{u_i(t + 1) = u_j(t)\} = p_{ij}$ avec $\sum p_{ij} = 1$ pour chaque i .

L'interdépendance mimétique se formalise comme un processus stochastique markovien défini par la matrice :

$$P = \begin{bmatrix} p_{11} \cdots p_{1j} \cdots p_{1N} \\ p_{i1} \cdots p_{ij} \cdots p_{iN} \\ p_{N1} \cdots p_{Nj} \cdots p_{NN} \end{bmatrix}. \text{ Avec le vecteur des croyances : } U' = [u_1 \dots u_i \dots u_N]$$

En sorte que le processus dynamique s'écrit :

$$U(t+1) = PU(t)$$

Le théorème montre que :

- si le graphe associé à P est fortement connexe (la matrice P ne se décompose pas en sous-matrices indépendantes) ;
- et apériodique (le processus de révision des croyances n'est pas cyclique) ;
- la contagion mimétique converge vers l'unanimité qui peut être n'importe laquelle des croyances initiales.

Il existe une probabilité q_i exprimant le pouvoir d'influence de i sur le groupe dans sa totalité, que le processus converge vers $u_i(0)$, donc que $U = \{u_i(0), \dots, u_i(0)\}$.

Source : André Orléan (1984), p. 55-68.

Avant d'entrer dans cette analyse, il peut être utile de résumer les résultats théoriques obtenus jusqu'ici dans une synthèse récapitulative présentée dans le tableau 1.1.

Tableau 1.1. Les vues alternatives de la genèse de la monnaie*

	Théorie de la concurrence parfaite <i>Modèle d'équilibre général</i>	Théorie évolutionnaire <i>Modèles de prospection</i>	Théorie institutionnelle <i>Modèle mimétique</i>
Comment les échanges sont-ils pensés ?	<ul style="list-style-type: none"> - Sujets individuels autonomes et pourvus de leurs utilités. - Les caractéristiques des biens sont de savoir commun. - Échanges centralisés. - Coordination par la main invisible. 	<ul style="list-style-type: none"> - Mêmes hypothèses qu'en concurrence parfaite concernant l'utilité. - Échanges décentralisés. - Coordination par recherche d'un moyen d'échange. 	<ul style="list-style-type: none"> - Les utilités dépendent des rapports sociaux. - Les échanges sont des dettes réciproques en vue de l'acquisition des ressources de la société. - Recherche de liquidité réglant les dettes.
Comment la monnaie est-elle introduite ?	<ul style="list-style-type: none"> - (n+1)^e marchandise dans utilités individuelles. - Ou monnaie = contrainte exogène (<i>cash-in-advance</i>). - L'équilibre non monétaire existe. - L'optimum est de s'y placer. 	<ul style="list-style-type: none"> - Des moyens d'échange peuvent émerger comme résultats d'interactions stratégiques. - La liquidité résulte d'une acceptation mutuelle. - Pluralité possible de moyens d'échange. - Échanges sans monnaie possibles. 	<ul style="list-style-type: none"> - Rationalité mimétique. - La dynamique mimétique converge vers une croyance commune sur la liquidité absolue. - Cette forme polarisée de croyance est transformée en institution sociale (système de paiements).

Tableau adapté de Michel Aglietta et André Orléan (2002), p. 95.

Dettes, monnayage et système de paiements

Les relations marchandes sont constituées de dettes. Quelles que soient les motivations ou les obligations qui leur donnent naissance, les dettes ne sont validées que sous l'égide de la société. Il est donc constitutif de la relation de dette de faire système. Pour la société, le système des dettes est inextinguible. Si toutes les dettes devaient être réglées simultanément, la société disparaîtrait. C'est pourquoi on ne comprend bien la nature sociale de la monnaie que

dans le système de paiements qui est l'organisation par laquelle s'effectue le règlement des dettes.

Qui dit dette dans une société marchande dit contrainte de solvabilité pour celui qui la porte. La monnaie est ce qui éteint la dette ou la reporte dans le temps d'une manière que la société reconnaît comme légitime. C'est le système de paiements qui opérationnalise cette contrainte sociale. Cette logique de validation des dettes, qui est la contrainte de paiements, ne dépend pas des raisons pour lesquelles les dettes ont été nouées. On étudie ici strictement cette logique qui structure les échanges économiques, en reportant au chapitre suivant les principes plus généraux de souveraineté de la société vis-à-vis de ses membres qui rendent la monnaie légitime. Identifier l'architecture logique du système de paiements, c'est faire la théorie économique de la monnaie, indissociable de la théorie de la valeur comme lien social, énoncée plus haut, et de celle de la légitimité de la monnaie à venir dans le prochain chapitre.

Un système de paiements, au niveau le plus général, comporte trois composantes minimales : une *unité de compte commune* qui permet d'exprimer les grandeurs économiques (prix ou richesses individuelles), un *principe de monnayage* qui est la condition de l'action décentralisée des individus et un *principe de règlement des soldes* qui explicite comment l'équivalence dans l'échange détermine les grandeurs économiques (Aglietta et Cartelier, 1998). C'est l'articulation de ces trois règles qui forme le mécanisme de marché. Ces trois règles font un tout indissociable pour l'intégrité du système des paiements. C'est la seule structure connue qui permet de concilier les deux dimensions d'une économie marchande : la décentralisation des acteurs du marché et leur interdépendance. Cette définition n'a rien à voir avec la conception fonctionnaliste de la monnaie où les trois fonctions sont juxtaposées pour coller à l'observation empirique, sans qu'aucun lien nécessaire entre elles ne soit mis en évidence.

L'UNITÉ DE COMPTE COMMUNE

C'est la condition première d'une expression quantitative des relations sociales. Les nombres exprimés dans cette unité sont des présupposés de valeurs. L'unité de compte peut être purement abstraite, et sa permanence dans le temps n'est pas garantie. Elle pose un problème de confiance collective que l'on appelle l'ancrage nominal de la société. Elle n'en est pas moins le présupposé obligé de toute théorie monétaire du marché. Un espace monétaire est un espace dans lequel règne une unité de compte. La multiplicité d'unités de compte dans l'économie mondiale est caractéristique du fractionnement monétaire selon principalement (mais non exclusivement) les limites des souverainetés politiques.

LE MONNAYAGE

Pour pouvoir agir sur le marché, les individus producteurs et consommateurs doivent disposer d'un certain montant de moyens de paiements (exprimés en unités de compte). Le monnayage est le terme générique qui indique les modalités d'accès aux moyens de paiements qu'ont les individus avant l'ouverture du marché. Cette mise à disposition des moyens de paiements permet aux individus de mettre en œuvre une activité de production pour le marché (achats de matières premières, dépenses du revenu attendu, etc.)⁸. Le montant des ventes confirmera ou non le bien-fondé de cette activité.

8. En réduisant la description du marché à un échange direct ou indirect d'une dotation initiale en facteurs de production, la théorie de l'équilibre général a singulièrement réduit la représentation traditionnelle depuis Smith de la division marchande des activités économiques. Cette hypothèse est indispensable pour supprimer toute dépendance réciproque des participants aux marchés. Un bien disponible dans le futur est considéré comme un autre bien, de sorte que l'hypothèse de prix fixe indispensable à la coordination par la main invisible du marché puisse être étendue à l'avenir. Le prix anticipé d'un bien disponible à une date future est appelé valeur fondamentale de l'actif réel futur qui produit ce bien.

Concrètement, le monnayage prend les formes les plus variées selon les systèmes de paiements. Dans un système d'étalon métallique strict, seule la possession de métal permet aux individus d'obtenir les moyens de paiements que sont les pièces métalliques circulant à un cours officiel en unités de compte. La création de monnaie s'effectue par monétisation du métal apporté à l'Hôtel des Monnaies. La destruction de monnaie résulte de l'usure et de la fonte des pièces.

Tableau 1.2. Monnayage du métal

<i>Création de monnaie métallique sans seigneurage :</i>			
Détenteur du métal		Hôtel de frappe monétaire	
Métal non frappé :		Avoir en métal :	Monnaie frappée :
- 100		+ 100	+ 100
Monnaie frappée :			
+ 100			
<i>Création de monnaie métallique avec seigneurage :</i>			
Détenteur du métal		Hôtel de frappe monétaire	
Métal non frappé :		Avoir en métal :	Monnaie frappée :
- 100		+ 100	+ 95
Monnaie frappée :			Seigneurage :
+ 95			+ 5
Taxe : + 5			

Dans un système de crédit, ce sont les banques qui créent la monnaie. Mais, dans tous les cas, monnaie métallique ou scripturale, la monnaie est fiduciaire. C'est toujours et partout une dette réciproque entre la société entière représentée par le système de paiements et ses membres candidats aux échanges marchands.

C'est donc le montant du capital mis en collatéral et (ou) sa liquidité (si c'est un titre financier négociable) qui détermine la capacité d'action des individus sur le marché. Pour qu'un individu soit capable de rembourser une somme de monnaie m à la prochaine période, il doit avoir une richesse monnayable $m/(1+i)$ où i est le taux d'intérêt pour pouvoir emprunter cette somme auprès d'une banque. Le mode d'évaluation de cette richesse, à savoir la valeur actualisée d'un flux de revenus futurs, la définit comme *capital*.

Le mode d'accès au marché par endettement bancaire rappelle que pour pouvoir vendre il faut auparavant avoir la capacité d'acheter et donc de contracter une dette. Ici l'intermédiaire est une banque dans l'acte initial de contracter la dette. Mais, comme le fonctionnement du système de paiements va nous le montrer, la dette du sujet économique est en réalité contractée vis-à-vis de la société entière. Obtenir des moyens de paiement acceptés par tous a pour contrepartie une dette vis-à-vis de tous. La destruction de monnaie est l'inverse de sa création : contrepartie de cession d'actifs et de titres de dettes par les banques, ou remboursement aux banques de crédits accordés aux emprunteurs. Car les banques annulent au passif de leur bilan le dépôt qui était la contrepartie de l'actif qui sort du bilan.

Tableau 1.3. Création de monnaie bancaire

<i>Création de monnaie par avance de découvert :</i>			
<u>Agent emprunteur</u>		<u>Banque</u>	
Compte courant bancaire : + 100	Emprunt : + 100	Prêt : + 100	Compte courant de l'agent : + 100
<i>Création de monnaie par vente/achat d'un titre financier :</i>			
<u>Agent vendeur de titre</u>		<u>Banque</u>	
Titre financier : - 100 Compte courant bancaire : + 100		Portefeuille de titres : + 100	Compte courant de l'agent : + 100

L'économie de marché se décrit comme une matrice des paiements (tableau 1.4.). Les dépenses des individus sont portées en ligne selon leurs destinations. Les colonnes déterminent les recettes qu'ils tirent du marché. La matrice des paiements est la représentation exhaustive des échanges décentralisés au cours d'une période de marché, par exemple la journée.

Les dépenses étant décidées de manière décentralisée, nul n'est maître de ses recettes. Les soldes monétaires des individus ($s_i = r_i - d_i$) ne sont généralement pas nuls. Ils définissent des dettes

et des créances nettes qui ne sont pas reconnues par la société. C'est là que doit opérer la troisième règle fondamentale du système des paiements : le règlement des soldes qui constitue véritablement la *contrainte monétaire*. Ce n'est qu'au terme de cette phase qu'une valeur pour la société peut être reconnue avoir été créée. On dit alors que les paiements sont finaux.

LE PRINCIPE DE RÈGLEMENT DES SOLDES : FINALITÉ DES PAIEMENTS

Il faut bien comprendre comment s'opère l'échange entre deux biens dans une économie monétaire. Soit deux individus dont l'un possède un bien B et l'autre un bien B' et qui veulent les échanger. Dans la théorie naturaliste de la valeur, ces biens peuvent s'échanger directement s'ils sont réputés avoir une valeur commune en termes d'utilité rareté, révélée aux deux échangistes par la découverte du prix d'équilibre *antérieurement à l'échange*, procédure imaginaire que l'on a appelée l'autotranscendance des prix (p. 32). On a vu, dans la logique de la coordination marchande par les prix d'équilibre, que la valeur résulte de la formation du système complet de prix d'équilibre dans l'ensemble de l'économie marchande. En ce cas, rien ne s'oppose en principe au troc, c'est-à-dire à l'échange des produits les uns contre les autres, pour réaliser les échanges⁹. Mais ce n'est en aucun cas le troc qui rend l'échange possible ; c'est la formation des prix d'équilibre par détermination d'un point fixe pour l'ensemble des échanges. La transaction bilatérale qui échange les produits entre deux échangistes contient l'équivalence générale des valeurs, soit B-B' la transaction.

Dans une économie monétaire, l'achat ou la vente d'un bien contre monnaie n'est pas un échange. L'échange est constitué par

9. Ce qui s'y oppose, ce sont les coûts de transaction (information pour connaître les contreparties possibles aux biens que chacun veut échanger, transport et assurance, vérification, etc.). C'est pourquoi il y a besoin d'intermédiaires commerciaux. Mais il faut bien distinguer la question de la découverte des prix d'équilibre de celle de l'acheminement des objets de l'échange.

Tableau 1.4. La matrice des paiements

Recettes / Dépenses		Agents						Total	Soldes
		1	2	.....	i	.....	n		
Agents	1	0	d_{12}	.....	d_{1i}	.....	d_{1n}	d_1	s_1
	2	d_{21}	0	.....	d_{2i}	.....	d_{2n}	d_2	s_2
	⋮		⋮		⋮		⋮	⋮	⋮
	i	d_{i1}	d_{i2}	.....	0	.....	d_{in}	d_i	s_i
	⋮		⋮		⋮		⋮	⋮	⋮
	n	d_{n1}	d_{n2}	.....	d_{ni}	.....	0	d_n	s_n
Total		r_1	r_2	.....	r_i	.....	r_n	V	0

Légende :
 d_{ji} sont les dépenses en monnaie des agents $j = 1, \dots, n$, à l'égard de i dont le total fait la recette r_i .
 d_{ij} sont les dépenses de i en monnaie à l'égard des agents $j = 1, \dots, n$ dont le total est la dépense d_i .
 Somme des $r_i =$ somme des $d_i =$ flux V de valeur monétaire traversant le système de paiements.
 Les soldes $s_i = r_i - d_i$ sont > 0 ou < 0 selon les agents.
 Ils doivent être réglés en monnaie ou reportés dans le temps sous forme de créances et de dettes.
 La somme algébrique des soldes est nulle : $\sum s_i = 0$.

l'achat et la vente *pris ensemble*. La monnaie n'achète pas les biens parce qu'elle aurait une valeur équivalente à la leur. Elle confère aux biens une valeur qui ne préexiste pas en fournissant le pouvoir d'acheter d'autres biens ou d'éteindre la dette contractée par la dépense nécessaire pour la production de B. L'équivalence dans

l'échange est B-M-B', où M est la quantité de monnaie qui attribue aux biens B et B' une valeur commune¹⁰.

Mais affirmer que l'échange est validé par chacune des transactions incluses dans la matrice des paiements n'a aucun sens. C'est dans le règlement des soldes de transactions, qui implique la totalité de la matrice des paiements, donc dans l'apurement des soldes en fin de journée ou dans leur report dans le temps sous la forme de créances et de dettes validées, constituant une structure financière de créances dettes, que les paiements peuvent être réputés finaux. Seule la finalité des paiements atteste de l'équivalence dans l'échange et donc que des valeurs socialement validées ont été produites. En conséquence, l'échange bilatéral, qu'il soit en nature ou qu'il soit monétaire, ne constitue pas en lui-même une réalisation de valeur. Celle-ci ne se réalise que sous l'égide de la société entière : par le système de prix d'équilibre dans la théorie de l'économie pure, par la finalité des paiements dans la théorie de l'économie monétaire.

On comprend bien par quelle institution sociale, c'est-à-dire le système des paiements, la monnaie est le fondement de la valeur dans une conception qui est relationnelle et non pas substantielle. Pour le système comptable qui enregistre les paiements, les agents économiques n'existent en tant que grandeur de richesse, positive ou négative, acquise dans une période de marché, qu'en vertu de la clôture simultanée des comptes qui intervient en fin de journée au niveau de l'espace monétaire dans son ensemble sous le nom de procédure de compensation-règlement. Reste à savoir sous quelles formes cette procédure s'opère.

Dans un système métallique pur (par exemple étalon-or intégral), système hypothétique où la monnaie n'existe que sous la forme de la liquidité ultime d'acceptation unanime, le monnayage est conforme au tableau 1.2. Les soldes sont réglés automatiquement. En effet, l'excédent des recettes sur les dépenses d'un participant aux échanges est directement l'acquisition d'une richesse

10. La théorie du système des paiements est entièrement conforme à l'élaboration théorique de Karl Marx dans la section 1 du tome I du *Capital*, quant au rôle médiateur indispensable de la monnaie dans la circulation des marchandises.

liquide au sein de la période de marché. Les individus qui ont un excédent de dépenses sur leurs recettes subissent une perte de richesse liquide au sein de la même période. Leurs avoirs en monnaie se réduisent. Ceux qui ont un excédent de recettes sur leurs dépenses accroissent leurs avoirs monétaires. Au niveau de l'espace monétaire, donc de la société entière qui utilise ce système de paiements, les dépenses agrégées sont limitées par les avoirs de métal. La contrainte monétaire s'exerce donc directement sous sa forme la plus intransigeante. Pour une définition donnée de l'unité de compte en termes de poids de métal, l'activité économique est limitée par la quantité de métal qui a été monnayée. Nous verrons dans la deuxième partie que la pénurie de métaux monnayables a hanté l'économie antique qui ne connaissait pas la dette transférable à des tiers, c'est-à-dire la monnaie scripturale.

Lorsque l'émission monétaire s'effectue en contrepartie de crédits ou par monétisation de titres financiers (tableau 1.3.), ce qu'on appelle le monnayage-capital, la finalité des paiements est bien plus complexe. D'abord la procédure de monnayage est très différente. Un système *métallique* pur crée la monnaie sur *une richesse antérieure préexistante* qui est le métal antérieurement extrait du sous-sol. Au contraire, le monnayage scriptural par émission de dettes réputées transférables à des tiers n'est valide que si ces dettes peuvent être réglées *in fine*. Elles ne le seront que si l'émetteur a acquis une valeur permettant d'honorer la dette. La création monétaire s'effectue donc sur *une richesse future anticipée*. En outre, les signes émis en tant que moyens de paiements sont multiples, et les soldes ne sont pas nécessairement réglés dans la liquidité ultime au terme d'une période de marché, mais reportés dans le temps. Ce report se fait par des opérations financières qui construisent une structure plus ou moins complexe d'actifs financiers. La contrainte de l'équivalence dans l'échange continue néanmoins à s'appliquer sous la forme de la solvabilité intertemporelle de la structure des créances et des dettes, donc de la valeur des actifs qui les supportent, c'est-à-dire de leur aptitude à se convertir en liquidité. On entre dans l'économie monétaire du capital qui est l'un des deux fondements du capitalisme, l'autre étant la séparation du travail

et du capital par l'appropriation privée des moyens de production. L'économie monétaire du capital constitue l'essentiel des développements de ce livre.

Pour l'heure, montrons comment s'effectue le règlement quotidien, donc comment s'opère la finalité des paiements, lorsque la monnaie se présente sous une multiplicité de signes bancaires émis en contrepartie de crédits. La théorie de la monnaie exposée plus haut a montré que la monnaie est une dans un espace monétaire. Il s'ensuit que les signes monétaires émis par les banques, qui font circuler les marchandises de tous les sujets économiques, ont des soldes interbancaires qui doivent aussi se régler pour que les paiements soient finaux. En effet, les transactions entre agents économiques effectuées par paiements bancaires changent les titulaires des comptes de dépôts et créent des créances et des dettes interbancaires. On dit qu'il y a circulation de monnaies scripturales, à travers des signes de paiements qui portent les marques des différentes banques. Il doit donc exister une forme unique de liquidité ultime acceptée de tous, donc une institution monétaire revêtue du pouvoir de la société dans son ensemble, sur les livres de laquelle les soldes bancaires sont réglés. Dans les économies monétaires contemporaines, cette institution est la banque centrale. La finalité des paiements devient un processus hiérarchisé dont l'étage supérieur est le règlement des soldes interbancaires sous la forme de la liquidité émise par la banque centrale et détenue par les banques, ce qu'on appelle les réserves bancaires (tableau 1.5.).

Le règlement des soldes interbancaires peut être net, c'est-à-dire s'effectuer en fin de journée après compensation multilatérale. Grâce à la technologie électronique, il peut également être brut, c'est-à-dire s'effectuer en continu tout au long de la journée. Cela implique pour les banques de disposer d'une trésorerie adéquate de monnaie centrale en continu et donc nécessite des crédits intrajournaliers.

La banque centrale contrôle le système des paiements en régulant le montant des réserves des banques au jour le jour par ses interventions sur le marché monétaire grâce à sa position supérieure dans la hiérarchie des paiements (figure 1.1., p. 65). Trois techniques

sont possibles : réescompter des crédits bancaires, acheter sur le marché monétaire des titres financiers de haute qualité, faire des opérations dites de « repos » (*repurchase agreements*) consistant à prendre temporairement en pension des titres possédés par les banques contre sa liquidité supérieure avec une décote sur la valeur des titres. C'est pourquoi le taux d'intérêt au jour le jour sur les opérations par lesquelles la banque centrale fournit sa liquidité est considéré comme le taux directeur des taux d'intérêt du marché monétaire. En effet, par son rôle pivot dans le système des paiements, la banque centrale retire une information sur les tensions qui se manifestent dans la liquidité bancaire et donc sur l'acuité des déséquilibres qui affectent l'économie monétaire dans son ensemble.

OÙ L'ON REPARLE DE L'ILLUSION DU TROC

Lorsqu'on étudiera l'évolution historique des systèmes monétaires (deuxième partie) et les crises monétaires (troisième partie), on montrera que le système hiérarchisé de la figure 1.1. n'a pas toujours existé et peut être détruit dans les crises monétaires. Dans ces contextes, il existe des systèmes monétaires fractionnés où des « prétendants monétaires » (Orléan, 2011, p. 167), *i.e.* des groupes d'acteurs, insatisfaits de la norme monétaire dominante, créent de nouveaux référents monétaires valables dans des espaces marchands alternatifs plus conformes à leurs intérêts. Ces nouveaux référents peuvent être des biens remplaçant la liquidité officielle dans les règlements. Des observateurs superficiels y voient faussement un retour au troc.

Ainsi, en Russie dans les années 1990, la pénurie de liquidités a contraint les entreprises à céder des biens contre d'autres biens ou contre des dettes dans le cadre d'accords interentreprises de compensation (Ould Ahmed, 2003). Ce sont donc des paiements en nature. Ils ne sont pas rares dans les échanges commerciaux internationaux hors du champ des devises convertibles. Ces échanges n'en restent pas moins monétaires, certains biens jouant le rôle de moyens de paiements pour d'autres biens. Supposer le

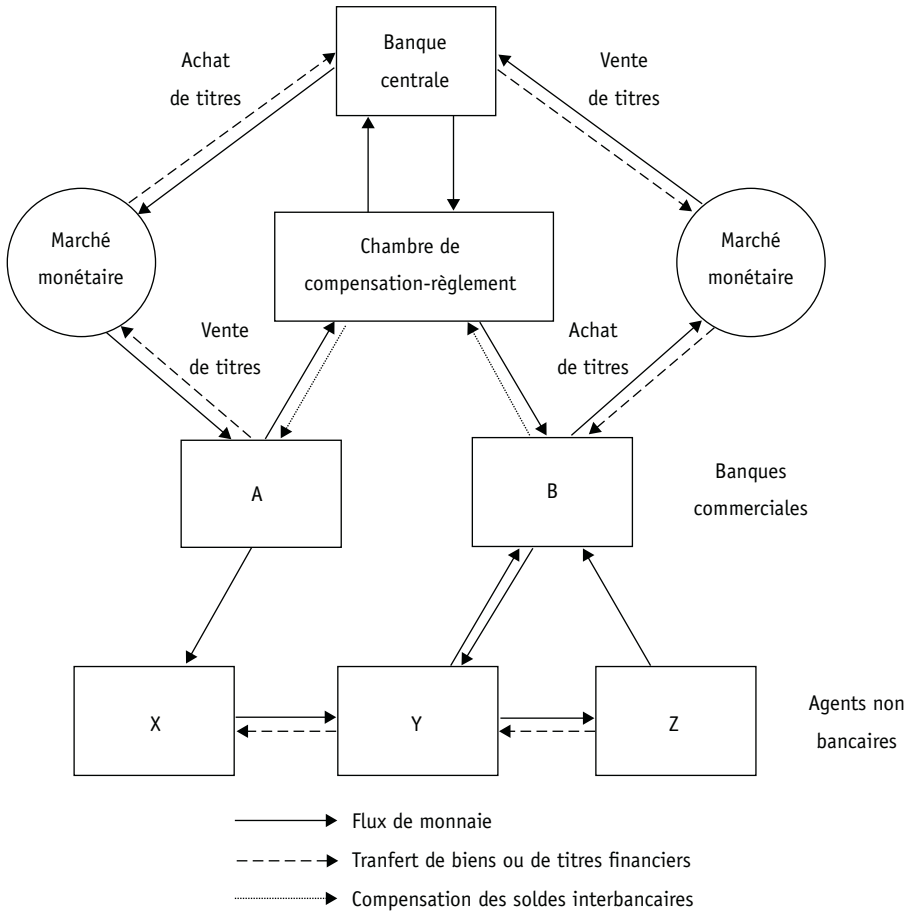
contraire serait confondre le principe du paiement et les modalités des paiements. Dans tous les cas, la monnaie précède l'échange marchand en tant que principe de commensurabilité que l'on appelle la valeur. C'est ce qui permet aux agents, dans certaines modalités de paiements, d'utiliser leurs biens, comptabilisés en unités monétaires reconnues par tous, pour solder leurs dettes. Dès lors que cet acte de paiement est reconnu comme libératoire, la nature monétaire de l'échange est incontestable.

**Tableau 1.5. Circulation de monnaie scripturale
par le système des paiements interbancaires
pour vente d'un bien de A à B**

<i>Niveau des paiements par les agents non bancaires en monnaies bancaires :</i>					
Agent X remet chèque à A			Agent Y paye chèque émis par B		
Bien :			Bien :		
- 100			+ 100		
CC Banque A :			CC Banque B :		
+ 100			- 100		
Banque A			Banque B		
Créance sur B :	CC de X :			CC de Y :	
+ 100	+ 100			- 100	
				Dettes envers A :	
				+ 100	
<i>Niveau du règlement interbancaire :</i>					
Banque A		Banque centrale		Banque B	
Cpte réserve à BC :	CC de X :		Réserve de A :	Cpte réserve à BC :	CC de Y :
+ 100	+ 100		+ 100	- 100	- 100
			Réserve de B :		
			- 100		

Un cas plus ambigu est celui où il n'existe pas de principe unique de commensurabilité. Le fractionnement monétaire est plus profond puisqu'il affecte l'unité de compte, donc l'espace de mesure lui-même. Néanmoins un agent X ne peut payer un agent Y avec sa marchandise M que si X et Y reconnaissent d'un commun accord que la remise de M a pouvoir libératoire. En acceptant M de la part de X, Y reconnaît l'extinction de la dette de X. La relation de dette entre X et Y est close.

Figure 1.1. Organisation hiérarchique des paiements



Mais que va faire Y avec M ? Si M est une valeur d'usage pour Y, le règlement de la dette de X est la fin de la transaction pour Y. S'il n'en est pas ainsi, Y devra chercher à utiliser M auprès d'un tiers. La marchandise M utilisée en tant que monnaie doit chercher son pouvoir libérateur dans une chaîne de circulation jusqu'à ce qu'un agent Z la reçoive pour sa valeur d'usage. Le long de la chaîne de transactions, une incertitude pèse sur les détenteurs de M (Ould Ahmed, 2008).

Un tel système de paiements avec multitude d'équivalents partiels est fragile. On l'a appelé un ordre marchand fractionné (Aglietta et Orléan, 1982). Chaque participant aux échanges essaie

de faire valoir son bien comme expression de la valeur. C'est ce qu'on trouve dans le modèle de la genèse de la monnaie présenté dans l'encadré 1.1. (p. 52). Le moyen de paiement acceptable peut se polariser sur n'importe lequel des objets possédés par les candidats aux échanges. Cet ordre monétaire fractionné est particulièrement instable. C'est bien pourquoi on a souligné que la polarisation doit être consolidée par une armature institutionnelle beaucoup plus forte. On a également montré que l'enjeu de cette institutionnalisation consiste à donner une forme à la liquidité ultime qui soit permanente et stable face aux chocs économiques.

Liquidité et confiance dans la monnaie

La liquidité est une richesse absolue puisque c'est la dette émise par la banque centrale qui est d'acceptation unanime. Il y a une différence de nature et non de degré entre la monnaie et les autres formes de la richesse. En effet, la détention de liquidité permet d'obtenir les moyens de paiements sans être soumis au marché. Au contraire, la détention de toute autre forme de richesse requiert une vente plus ou moins facile et aléatoire sur le marché. Les actifs réels tels que les biens immobiliers sont peu liquides. Leur vente requiert des formalités juridiques lourdes et coûteuses pour le transfert des droits de propriété. La vente suppose aussi des acheteurs capables d'emprunter et dépend donc de la solvabilité de ces acheteurs. Le degré de liquidité des actifs financiers est déterminé par l'aptitude à les vendre sans perte en capital. Il dépend essentiellement de l'existence de marchés organisés dits secondaires, larges par les volumes de titres négociables, profonds (le prix est peu sensible aux fluctuations des ordres de vente et d'achats individuels dans la journée) et résilients (il existe des teneurs de marché qui amortissent les fluctuations des prix). Les actifs financiers sont donc plus ou moins liquides selon le degré d'efficience des marchés secondaires sur lesquels ils sont négociables. Au contraire, la monnaie émise par la banque centrale a

un degré de liquidité infini. La détention de la liquidité est donc la capacité d'autonomie absolue par rapport au marché. C'est pourquoi la liquidité suscite un désir illimité, hors de toute conception de l'utilité, puisque c'est le pouvoir sur la société entière qu'exprime le désir d'argent.

L'AMBIVALENCE DE LA MONNAIE :
TALON D'ACHILLE DE L'ORDRE MONÉTAIRE

On saisit le paradoxe de ce qu'on a appelé l'ambivalence de la monnaie (Aglietta et Orléan, 1982). La monnaie est le médium social par excellence des sociétés marchandes. Mais ce lien social est objectivé dans la liquidité. Celle-ci est donc l'objet du désir de tous. C'est la possession du « cash » qui confère la liberté dans le monde marchand. Pour que l'économie marchande fonctionne correctement, la monnaie doit être un bien public. Elle est l'unité des règles qui structurent le système de paiements que nous venons d'étudier. Or la finalité des paiements montre que le pivot du système est la liquidité qui est en elle-même l'objet de tous les désirs privés d'appropriation. Cette contradiction entre la monnaie comme bien public et la virtualité de son appropriation privée, qui constitue l'ambivalence de la monnaie, peut entraîner des demandes de conversion massives des différentes formes de la richesse en monnaie. On étudiera les forces déchaînées dans les crises monétaires. Il en est ainsi lorsque la structure des actifs financiers et des dettes qui en sont contreparties est, à tort ou à raison, considérée comme non robuste dans la psychologie collective. C'est pourquoi la viabilité des économies marchandes dépend d'une relation difficile à cerner des membres de la société marchande à la société entière : *la confiance dans la monnaie*.

Il faut bien comprendre en quoi la question des comportements à l'égard de la liquidité est fondamentale. Dans la théorie naturaliste de la valeur utilité, tout désir d'objet a une utilité marginale décroissante avec la possession de quantités de cet objet. Cette forme de la fonction d'utilité est indispensable pour montrer

l'existence d'un système de prix d'équilibre unique. Or la demande de liquidité en tant que richesse n'a pas cette caractéristique. C'est bien pourquoi la théorie de l'économie pure doit absolument neutraliser la monnaie. Puisque la possession de la liquidité crée un pouvoir sur la société, son désir en est illimité. Il y a donc une externalité de demande. Je demande la liquidité parce que les autres la demandent. Les fonctions de demandes individuelles ne sont pas séparables ; ce que l'on constate dans les situations d'incertitude. Il s'ensuit que la préférence pour la liquidité, qui motive la demande de monnaie, est particulièrement instable. La Réserve fédérale a cessé de la considérer comme un indicateur pertinent pour piloter son taux d'intérêt directeur depuis la libéralisation financière à partir de 1982. Tel est le sens de l'ambivalence. La monnaie est le principe de coordination économique qui est vulnérable aux crises, comme l'histoire le montre amplement (troisième partie).

La confiance dans la monnaie est une attitude collective, donc une institution implicite, qui conjure les forces corrosives de l'ambivalence. Avoir confiance dans la monnaie, c'est reconnaître les avantages dans la durée que l'efficacité des règles du système des paiements apporte à chacun des participants de l'économie régie par l'ordre monétaire. C'est reconnaître la monnaie en tant que bien public et, par conséquent, tenir en respect le déchaînement de l'appropriation privée de la liquidité. *Avoir confiance dans la monnaie, c'est donc tenir l'ordre monétaire pour légitime.* Puisque l'ordre monétaire considéré comme un tout est un bien public, il est de nature politique. Il s'agit donc d'une confiance vis-à-vis d'un collectif. C'est fondamentalement une norme éthique qui reconnaît la légitimité de l'institution émettrice et régulatrice de la liquidité ultime. Comment cette norme opère-t-elle ?

LES FONDEMENTS ET LES FORMES DE LA CONFIANCE

La confiance réduit l'incertitude sur toutes les relations impliquant des promesses, parce qu'elle remplace la prévision de rendements aléatoires par le choix entre conformité et non-conformité à

l'égard de l'obligation à respecter. Si un individu agit en confiance qu'un autre prendra les décisions capables de maîtriser des risques qu'il ne comprend pas lui-même, la complexité de son environnement économique peut être drastiquement réduite. La confiance entraîne une réduction de l'indétermination des possibles, parce qu'on tient pour acquis que les contraintes librement conclues en termes monétaires le sont avec un étalon qui n'est pas délibérément altéré par quiconque. C'est pourquoi la conformité aux règles monétaires n'est pas une affaire de coûts et d'avantages. C'est une intériorisation de règles sociales.

Le philosophe Georg Simmel a bien mis en évidence les pièges théoriques que recèle l'idée de confiance dans la monnaie que les économistes, mais aussi les acteurs de l'économie, occultent totalement. Ces derniers se contentent d'affirmer qu'il faut de la confiance pour faire marcher les affaires ! Ce n'est pas surprenant, car, avec l'idée de confiance, on touche au mystère du processus mimétique qui autoengendre la monnaie à l'insu des sujets individuels qui participent à son émergence. Comme on l'a montré, ce processus est abstrait. Mais trop mettre l'accent sur l'abstraction du modèle mimétique, et donc sur l'« arbitraire » de la monnaie fiduciaire, peut déclencher les forces du désir d'argent qui mettent en péril l'ordre monétaire, donc la stabilité du système des paiements et l'acceptation de ses contraintes.

Pour Simmel (1978), le fondement de la confiance va bien au-delà de la détermination économique de la monnaie. Ce qui est en jeu dans la monnaie fiduciaire, c'est la croyance dans l'ordre monétaire libre. La monnaie est le symbole de la civilisation moderne, de son esprit, de ses formes et de sa pensée. L'ordre monétaire a une base morale. Sa vertu est de contenir les tensions, les frustrations, les rivalités qu'une société concurrentielle d'individus libres engendre. C'est d'éviter la formation de tout pouvoir arbitraire, l'excroissance de puissances financières capables de détourner la discipline monétaire pour fabriquer des rentes et finalement détruire la société libérale elle-même.

Cette conception morale de la légitimité monétaire est partagée par l'ensemble du courant de pensée autrichien qui a eu une

grande influence sur les doctrines monétaires germaniques depuis les dernières décennies du XIX^e siècle. Pour ces économistes, la monnaie est le pivot de l'économie, et sa légitimité doit être intériorisée par la morale. C'est pourquoi ils sont violemment opposés à l'affirmation de la neutralité de la monnaie. Ludwig von Mises voyait la théorie quantitative de la monnaie comme une hérésie. Friedrich Hayek soulignait qu'il est faux d'affirmer que les modifications de la quantité de monnaie ne changent pas les prix relatifs. Toutefois, ces économistes refusaient toute légitimité politique à la monnaie. Le courant autrichien est issu de la pensée philosophique germanique dont les racines se trouvent chez Emmanuel Kant et Johann Gottlieb Fichte depuis la fin du XVIII^e siècle. Il est prolongé de nos jours par l'ordolibéralisme allemand. Pour ce courant philosophique, les forces de cohésion les plus solides dans une société sont celles qui ont été intériorisées dans des commandements moraux. Ces commandements sont les ciments de l'économie monétaire, car ils sont incorporés dans les croyances des individus et réactivés dans le symbole du peuple unifié par une culture forgée dans l'histoire. Avec Hayek, cette conception morale de la monnaie a mené à une critique radicale des institutions monétaires publiques dans un plaidoyer pour le principe de la Banque libre, donc l'abolition des banques centrales. Dans cette conception, la hiérarchie monétaire peut être abolie dès lors que la légitimité de la monnaie est admise par tous. Une forme supérieure de monnaie est certes indispensable, mais il n'est pas nécessaire qu'elle soit gérée par une banque centrale qui soit hiérarchiquement supérieure aux banques et qui leur impose des règles. Si les banques sont morales, les excès des désirs de liquidité seront autocontraints. Il suffit d'encourager l'émergence d'une forme supérieure de liquidités acceptée par tous. Celle-ci est, bien sûr, l'or. Les demandes de convertibilité des banques créancières sur les banques débitrices seraient réglées en or. Est-ce pour autant suffisant ? Un système de banques libres est-il viable ?

À cet égard, Simmel était pessimiste, mais dans un sens différent de Keynes. Celui-ci, en citoyen du XX^e siècle, doutait que l'ordre monétaire libre soit compatible avec l'essor de deux types

de forces sociales antagonistes : les puissances financières concentrées visant l'accumulation infinie de richesse par la liquidité d'un côté, la poussée d'objectifs sociaux portés par des forces collectives nouvelles de l'autre. Keynes pensait que la sauvegarde de l'ordre monétaire passait par le déploiement d'une régulation étatique que la monnaie ne pouvait accomplir seule.

Simmel était un contemporain du capitalisme à l'âge classique. Il observait le développement de la civilisation technique rendu possible par l'universalisation de la monnaie. Les individus deviennent de plus en plus dépendants des contraintes objectives du crédit, en même temps que leur univers subjectif fait éclater les barrières traditionnelles. L'abstraction monétaire permet de tout quantifier parce qu'elle nie le subjectif et le singulier. La monnaie permet aux individus de réaliser leurs finalités propres par des moyens impersonnels. Mais cela crée une tension irréductible dans la formation des désirs entre le singulier et l'universel, le subjectif des promesses et l'objectif des contraintes ; d'où la conception impérieuse de la confiance éthique que Simmel partageait avec Carl Menger et l'École autrichienne.

Pour que la monnaie n'apparaisse pas comme une convention arbitraire, donc versatile et susceptible de captation par des pouvoirs partisans, il faut que l'ordre monétaire soit d'essence éthique. C'est le jugement moral sur ce qui fait la cohésion de la société qui permet d'accéder au raisonnement partagé, bien au-dessus du calcul rationnel des coûts et des avantages. Quelle est la capacité performative d'une règle morale ? La règle morale est une obligation qui évite la mise en abîme résultant du jeu stratégique des acteurs (j'agis en fonction de ce que je crois que tu croies que je vais faire, etc.). Pour qu'il en soit ainsi, il faut trois conditions. En premier lieu, la règle contient une exigence sur la ligne de conduite à tenir dans une situation qu'elle a spécifiée. En deuxième lieu, le sujet se sent contraint de suivre la règle lorsqu'il a identifié une situation conforme à l'une de celles spécifiées par la règle. En troisième lieu, il éprouve une satisfaction à se conformer à la règle, une insatisfaction à ne pas s'y conformer.

Herbert Frankel (1977) a tenté de concilier les deux conceptions des fondements de la confiance : le fondement éthique d'origine simmelienne et le fondement politique d'origine keynésienne. Auteur contemporain, Frankel attire l'attention sur la formidable transformation des structures financières comme opérateur de mutations sociales. La montée généralisée de l'endettement semble irrésistible. La finance publique a acquis une importance prépondérante. Cela pose des problèmes cruciaux : la dette peut-elle être accrue sans limites et financée indéfiniment par création monétaire ultime des banques centrales ? Y a-t-il des principes distincts s'appliquant au règlement des dettes privées et des dettes publiques ? Il s'ensuit que la dimension politique est incontournable. On peut faire le lien entre les dimensions morale et étatique de la monnaie qui interagissent dans le rapport des individus à la nation. C'est le concept de souveraineté qu'il faut mobiliser pour réaliser cette unification.

Dans un ouvrage collectif, nous avons structuré la question de la confiance dans la monnaie en trois formes hiérarchisées (Aglietta et Orléan [éd.], 1998). La forme la plus élevée est la *confiance éthique*. Elle fait de l'ordre monétaire un ensemble de droits et de devoirs civiques. Elle exprime aussi la souveraineté démocratique par laquelle s'instaure une *confiance hiérarchique* dans l'institution publique responsable de l'intégrité du système des paiements. Celle-ci renforce la prégnance de la conformité à la règle monétaire dans les conduites individuelles. La simplification des choix résultant de l'adhésion à la conformité se manifeste dans la *confiance méthodique* ou routinière par laquelle sont gérées les promesses qui résultent de l'entrelacs des relations de crédit quotidiennes. La confiance méthodique est fondée sur la répétition.

Pour bien comprendre cette hiérarchie entre les formes de la confiance, il faut approfondir le concept de dette et saisir ses liens profonds avec la souveraineté.

CHAPITRE 2

Logiques de dettes et formes de souveraineté

Le premier chapitre a fait apparaître que la monnaie est un rapport de l'individuel au collectif et que toute monnaie est une dette. Il s'ensuit que toutes les dettes ne sont pas de même nature. En étudiant la monnaie comme système de règles, on a montré comment la dimension horizontale des paiements réalisait le règlement des dettes privées. En essayant de définir ce qu'est la confiance dans la monnaie, on ne peut occulter la dimension verticale de l'appartenance au « tout social », celle que l'on a identifiée comme une confiance éthique. À quelle logique de dette la proposition « la monnaie représente le tout de la société » correspond-elle ? En 2007, dans l'introduction d'un ouvrage collectif, Bruno Théret (2007) a réexaminé la proposition énoncée dans la « monnaie souveraine » en 1998, celle de la *dette de vie* qui définit le rapport des membres d'une société au tout de cette société considérée comme puissance souveraine. Cette position ayant été vivement critiquée par certains anthropologues, il importe de réaffirmer à quel point cette hypothèse est essentielle à la théorie monétaire¹.

1. Citons notamment Alain Caillé (2002), p. 242-254.

*Dettes verticales : dette de vie,
dette de filiation, dette sociale*

La dette de vie s'inscrit dans la flèche du temps. Dans les sociétés à statut et sans État, il s'agit d'une dette de filiation. Dans les sociétés à État, postulant l'égalité juridique des individus, il s'agit d'une dette de citoyenneté. Dans tous les cas, c'est la dette qui est la contrepartie des attributs d'appartenance au collectif, une dette à l'égard de la souveraineté du « tout social ». Elle existe dès la naissance des individus. Elle est nouée à l'égard du souverain en contrepartie du patrimoine collectif sans lequel la vie en société serait tout simplement impossible. Elle est aussi transmise en héritage dans la filiation intergénérationnelle. Cette dette est inaliénable parce qu'elle est à sens unique. Il est impossible de rembourser cette dette auprès de la génération qui l'a léguée. Dans tous les cas, la richesse de la société (matérielle, culturelle, cognitive) est léguée par les générations passées, entretenue et accumulée par la reconnaissance de la dette de vie des générations actives et transmise aux générations suivantes.

Cette dette est inaliénable parce que sa contrepartie est du collectif intergénérationnel qui produit le temps social unidirectionnel dont découle la confiance dans la permanence de la société. Il ne peut y avoir que reconnaissance de cette dette durant toute la vie des individus sous la forme qui dépend des types de souveraineté : sacrifices aux dieux, offrandes aux ancêtres, impôts à l'État, transmission d'un patrimoine à la génération suivante sous forme familiale dans l'héritage ou sous forme socialisée dans l'épargne retraite. La dette verticale est donc liée à la permanence de la société dans le temps.

Par sa nature inaliénable, la dette de vie médiatise le rapport entre monnaie et souveraineté. Cette dette est bien nommée car elle fait allégeance au souverain absolu qui est la mort. C'est le créancier absolu de la dette de vie puisque tout être humain reconnaît comme pouvoir suprême la mort. Le souverain politique est

le représentant de l'immortalité de la société face à la mortalité de ses membres.

La dette verticale s'oppose à la dette horizontale de réciprocité. La dette horizontale est aliénable, donc transférable à des tiers à l'intérieur de la société sous la forme du don contre-don ou sous la forme marchande à travers le système des paiements. La distinction des formes de l'échange est moins fondamentale que l'opposition aliénable/inaliénable. D'ailleurs, le don contre-don est toujours susceptible de se transformer en marchandage.

La dette de vie nous permet de mieux comprendre les sources symboliques de la confiance éthique. Le « tout social » est un système de relations qui accorde protection aux individus pour maintenir les conditions de vie et qui déploie une puissance productive pérennisant la société. Contrairement à la dette horizontale qui est contractuelle, la dette de vie est un pacte qui se conçoit en opposition à la mort et qui fonde l'autorité souveraine. Ce pacte est transhistorique. Il s'éprouve comme une autorité qui subordonne et légitime le pouvoir des institutions politiques ou religieuses habilitées à ordonnancer le rachat de la dette de vie. Ce point est fondamental. Dans les sociétés laïques, dites modernes, qui ont rompu la croyance du lien entre la Mort et le Sacré, la souveraineté n'en est pas moins au-dessus des institutions publiques qu'elle légitime. On verra que la souveraineté prend la forme d'un ordre constitutionnel qui légitime l'État. Les individus éprouvent ce lien au souverain, qu'il soit la divinité, la monnaie ou la nation, sous la forme du symbole. Les conséquences pour la compréhension de l'ordre monétaire sont très importantes. Parce que la monnaie procède de la souveraineté, elle n'est pas une créature de l'État. Mais elle entretient des rapports organiques étroits avec l'État.

Le symbole, qui est à la source de la confiance éthique, n'obéit pas à des critères de rationalité. Il s'oppose en cela au signifiant du langage. Le symbole est un foyer d'images chargées émotionnellement, un champ d'analogies et de substituts métaphoriques qui doit être toujours en recreation pour éprouver l'altérité du collectif par rapport à l'individuel. On peut alors accéder à une vue plus profonde de l'ambivalence de la monnaie. Dans la dimension

horizontale du système des paiements, la contrainte monétaire impose la logique formelle de l'équivalence. Dans la dimension verticale du rapport au « tout social » sous la forme de la liquidité absolue, c'est la logique analogique du symbole qui s'impose. En accumulant la liquidité absolue, on éprouve symboliquement le sentiment de possession d'une parcelle du collectif. C'est une logique de la démesure qui ne peut être tenue en respect que par la mise à distance de la souveraineté par les rituels que les institutions politiques ou religieuses construisent et pratiquent. Vis-à-vis du désir absolu de liquidité, les rituels monétaires, encore appelés doctrines monétaires, fonctionnent sur le principe du refoulement. Nous verrons que la dégradation des rituels monétaires fait resurgir dans les crises ce qui a été refoulé. C'est la quête mimétique de la scène originelle, la recherche éperdue de la richesse absolue qui est rejouée.

Dettes verticales dans le capitalisme et dans la théorie économique

Comment le problème de la dette verticale est-il traité dans la théorie économique contemporaine ? Dans la plupart des modélisations, il ne l'est pas du tout. Il suffit de supposer que les individus vivent indéfiniment ! Le problème est évacué puisque la dette de vie provient de l'opposition mortalité/immortalité. Des individus immortels peuvent conclure des contrats jusqu'à l'infini. Il n'existe donc que des dettes horizontales. On peut se passer de l'irréductibilité du collectif, c'est-à-dire le dissoudre dans des nœuds de contrats implicites. Les modèles les plus utilisés pour traiter des effets de la politique économique sont des modèles à un seul agent représentatif, à anticipations rationnelles et à horizon infini. Pour leur donner une apparence de réalisme dans diverses applications empiriques, on parachute sans la moindre justification théorique des échos du collectif dans ce qu'on appelle des « frictions ». On aboutit alors à des mélanges conceptuellement absurdes, puisque

ces modèles sont construits sur l'hypothèse fondamentale que le collectif n'existe pas. C'est ce que les théoriciens de l'économie pure appellent les fondements microéconomiques de la macroéconomie. Il n'existe pour ces derniers d'autre souveraineté que l'individu. Est-il surprenant que leurs modèles aient été incapables non pas de prévoir, mais même d'analyser la crise financière et ses répercussions de longue durée sur les économies occidentales ?

Plus intéressants sont les modèles dits à générations imbriquées qui reconnaissent que les individus sont mortels. Les relations économiques sont analysées entre les générations. Les créances privées entre les générations successives sont incapables de transférer l'épargne, puisque la dette contractée par une génération active envers une génération retraitée ne sera jamais remboursée, la dernière génération ayant disparu à l'époque du remboursement de la dette. L'imbrication des générations ne se fait pas par défaillance des relations financières privées. Une entité non contractuelle est indispensable pour suppléer aux relations contractuelles déficientes. La solution « technique » est la liquidité. Les jeunes vendent le surplus de la production sur leur consommation courante contre la monnaie. Devenus vieux, ils achètent les biens dont ils ont besoin. La monnaie est donc le lien intergénérationnel qui garantit l'immortalité de la société. Mais quelle est la nature de cette reconnaissance unanime, donc non contractuelle, dans une économie qui n'est fondée que sur des contrats, puisqu'elle refuse l'hypothèse que la société préexiste aux individus, donc à leur opportunité de nouer des contrats ? Si une génération accepte la monnaie, quelle certitude a-t-elle sur le désir de la génération ultérieure de l'accepter ? Si la génération active anticipe que la suivante pourrait ne pas accepter la monnaie lorsqu'elle-même sera vieille, une économie d'autarcie s'établira entre les générations.

Il n'en est pas de même s'il existe une autorité souveraine envers laquelle toutes les générations sont endettées. Appelons cette autorité l'État qui procure les services publics permettant à la société de perdurer. Les individus adultes honorent cette dette sous la forme des impôts payables en monnaie. L'acceptation de la monnaie par toutes les générations est alors garantie. Mais les

théoriciens ultralibéraux se refusent à cette solution qui présuppose le collectif. Il ne reste plus qu'une seule possibilité : admettre qu'il existe une chaîne indéfinie de croyances entre les générations que la monnaie sera toujours acceptée. Mais la reconnaissance de cette chaîne n'a rien de contractuel. La chaîne de croyances, c'est la société marchande dans sa totalité ; ce qui est intolérable à la pensée libérale.

Les modèles à générations imbriquées se refusent donc à faire ce pas. Ils prétendent avoir une solution technique. L'acceptation indéfinie de la monnaie est un équilibre qui est justifié par l'auto-réalisation des croyances. La logique de l'autoréférence est convoquée une fois de plus. Le désir de monnaie est unanimement partagé sans référence à une entité sociale hiérarchiquement supérieure aux individus. La monnaie est acceptée parce qu'elle est acceptée ! Le temps dont il s'agit est le temps contrefactuel qui a la propriété d'être réflexif : « Si je sais que la monnaie sera acceptée demain dans les échanges, il est de mon intérêt de l'accepter aujourd'hui. » Cela paraît bel et bon. Toutefois, si l'acceptation est autovalidante, le refus l'est tout autant. Un équilibre non monétaire est tout aussi possible. L'autoréférence ne permet pas de dire pourquoi un équilibre monétaire, plutôt qu'un équilibre amonétaire, serait réalisé. Il manque l'essentiel ; ce que Jean-Pierre Dupuy appelle l'autotranscendance. Dans la « solution » de l'équilibre monétaire des modèles à générations imbriquées, il faut que la monnaie fasse irruption à une date t_0 par parachutage exogène. Cette hypothèse est absurde si l'on se refuse d'admettre que la monnaie est l'institution de l'appartenance collective qui est le fondement de la valeur.

Néanmoins, malgré toutes ses insuffisances, le modèle à générations imbriquées contient en creux une réalité fondamentale qui est le lien entre la monnaie et la mort. Parce que les individus meurent, la monnaie est nécessaire. La mort introduit une distance entre les sujets humains et la société. Cette distance est fondatrice d'une hiérarchie de valeurs où s'affirme le primat du collectif sur les individus. Les modèles à générations imbriquées, au contraire, se contentent de banaliser la mort sous la forme d'une contrainte technique. Les individus ne peuvent être présents simultanément

sur le marché, pas même par leurs anticipations. Ces modèles aboutissent à une conception purement instrumentale de la monnaie. Ils n'apportent donc rien de plus au projet de la théorie naturaliste de la valeur. Ils sont entièrement à l'intérieur du projet normatif d'autonomiser complètement l'économie des autres champs de la société.

Mettons de côté les modèles théoriques de l'économie pour nous intéresser à une question bien plus importante pour la compréhension de nos économies : la modernité du capitalisme par rapport aux sociétés dites archaïques. Dans ces sociétés, les offrandes, les sacrifices, les cérémonies qui marquent les cycles sociocosmiques, témoignent de la force collective qui permet à la vie de se maintenir. Les vivants ont l'obligation de racheter aux divinités et aux ancêtres, c'est-à-dire aux puissances souveraines, les conditions collectives qui les maintiennent en vie. Mais la série des rachats n'épuise jamais la dette originare qui construit la souveraineté et cimente les relations sociales. La hiérarchie de valeur entre l'humain et le suprahumain fait exister la société et maintient sa cohésion.

Par rapport à cet ordre fondé sur la transcendance, le capitalisme opère une inversion des valeurs. Nous pensons que la dette de vie continue à être fondatrice de la conceptualisation de la monnaie. Mais la modernité ne la reconnaît pas. L'unité du principe de la dette à l'égard du collectif se dissocie en dettes privées de nature économique et en dette sociale de nature politique. La dette sociale n'apparaît plus comme une dette des vivants par rapport aux puissances souveraines de la société, mais inversement comme une dette de l'État vis-à-vis des individus en tant que sujets du droit. Les individus sont porteurs de droits sociaux et donc créanciers de l'État.

La raison de cette mutation est une révolution pluriséculaire dans la hiérarchie de valeurs. Dans les sociétés traditionnelles, la totalité est dans le principe de reproduction de la société. Les valeurs supérieures sont collectives ; les individus y sont subordonnés. Dans la modernité, la valeur ultime est la personne humaine, entité juridique. Mais l'autorité dont elle procède, la communauté

universelle des êtres humains, n'a pas d'institution souveraine pour en faire reconnaître la légitimité. Toutefois, cette autorité existe dans l'espace territorial des nations sous la forme du pouvoir politique. C'est la valeur supérieure de l'intégrité et du bien-être de la personne humaine qui instaure la légitimité du pouvoir politique dans un ordre constitutionnel. Or l'espace de circulation des dettes privées et celui de la reconnaissance des droits représentant la dette sociale ne coïncident pas.

C'est la monnaie moderne qui est le médiateur primaire à la jonction des logiques économique et politique. Elle fait valoir le jugement de la société sur les paris des agents privés dans le système de paiements. Elle est aussi le support des transferts et des prélèvements qui participent des valeurs politiques de la citoyenneté comme forme de l'appartenance sociale. La dissociation des deux logiques provoque leur conflit, conférant à l'institution monétaire une position particulière. D'un côté elle est alliée à l'autorité politique, mais elle ne s'y confond pas. D'un autre côté elle doit établir une distance hiérarchique par rapport à la finance privée pour tenir en respect le désir de liquidité. Cette position particulière a été reconnue juridiquement dans le statut d'indépendance des banques centrales. Mais une position juridique n'assoit en aucun cas une légitimité. La réponse des modèles théoriques à générations imbriquées, celle de l'équilibre, est sans consistance pratique. On retrouve la nécessité de la confiance éthique et ses racines symboliques. Celles-ci ont pour vertu de créer une opacité du « tout social » par rapport aux membres de la société. Cette opacité établit la mise à distance du collectif, seule stratégie pour enrayer la force corrosive de l'autoréférence déchaînée par le désir de liquidité. C'est le génie de Keynes d'avoir tiré les leçons politiques de l'ambivalence de la monnaie.

*La dette de vie
dans les débats anthropologiques*

L'incursion dans la philosophie politique nous a livré le concept de dette de vie qui donne sens au rapport de l'individuel au collectif. Rappelons le résultat essentiel. Par sa nature inaliénable, la dette de vie médiatise le rapport entre monnaie et souveraineté. *Le souverain est le représentant de l'immortalité de la société.* Il est le créancier absolu de la dette de vie puisque tout être humain reconnaît la mort comme pouvoir suprême. Dans l'univers marchand, la dette de vie (dette verticale) envers le souverain se distingue et s'oppose aux dettes privées incluses dans un système d'équivalences. La monnaie est l'institution qui fait la médiation de ces deux sortes de dettes.

En anthropologie, les querelles sur la nature de la dette de vie sont animées, voire acerbes. Pourquoi la lecture fondamentale de l'« Essai sur le don » de Marcel Mauss (1973) a-t-elle conduit Alain Caillé à une critique virulente de la dette de vie ? Cela résulte de l'influence prépondérante exercée pendant quarante ans par Claude Lévi-Strauss (1947) dans son ouvrage célèbre sur les structures élémentaires de la parenté. En posant la prohibition de l'inceste comme norme fondatrice de l'humanité, Lévi-Strauss faisait de l'échange des femmes par alliance matrimoniale le rapport structurant des sociétés. L'échange des femmes est pour lui le rapport logiquement premier dont découle le principe universel du don contre-don. Sa théorie de l'alliance s'opposait frontalement à celle de la filiation, les dettes horizontales, aux dettes verticales. Annette Weiner (1992) a rétabli la dualité des dettes engendrées par le lien social.

Selon celle-ci, les enquêtes ethnographiques montrent que les sociétés humaines connues distinguent les biens aliénables et les biens inaliénables. Les premiers sont l'objet d'échange, les seconds sont l'objet de transmission entre les générations². Annette Weiner a souligné que Mauss lui-même distinguait deux types de biens.

2. La controverse anthropologique est examinée par Jean-Pierre Warnier (2009).

Certains biens étaient les supports du don contre-don, c'est-à-dire de l'obligation de donner, de recevoir et de rendre. D'autres biens sont en dehors de toute relation d'échange. Mauss n'a pas poussé la distinction parce qu'il ne s'intéressait qu'aux échanges.

Dans le cadre des sociétés mélanésiennes observées par Annette Weiner, ces biens inaliénables ne sortent pas de la lignée. Ils procurent au groupe de filiation son identité, ses ancêtres, son patrimoine. Les biens aliénables, au contraire, circulent. Les biens inaliénables sont des biens verticaux. Ils structurent le rapport social de parenté entre générations successives. Au contraire, les biens aliénables (y compris les femmes dans les échanges matrimoniaux) se situent sur l'axe horizontal des relations d'échange. Relations d'échange et continuité identificatrice font ensemble le lien social dans lequel les individus se meuvent. Dans cette recherche récente, Annette Weiner a renoué avec l'origine des études anthropologiques sur la parenté dès la fin du XIX^e siècle sous la plume de Lewis Henri Morgan (Trautman, 1987). Cela veut dire que filiation et alliance font partie du lien social. Tout individu contracte une dette de vie auprès de ceux qui l'ont inscrit dans un rapport de filiation. Cette dette est verticale, c'est une dette des sujets vis-à-vis du groupe. Si ce groupe est incorporé dans une structure sociale plus vaste et unifiée par la souveraineté, *la dette de vie est contractée à l'égard du souverain*. La dette de vie est la contrepartie d'un patrimoine culturel et social, toujours déjà là à la naissance du sujet. Aucune société ne peut perdurer sans se fonder sur ce patrimoine qu'elle doit entretenir et développer par les réalisations de vie des individus qui y sont inscrits. La dette de vie ou de filiation ne peut jamais être réglée puisqu'elle est à sens unique et a pour contrepartie des biens inaliénables. Elle ne peut être qu'honorée dans les rituels sacrés qui sont propres à la société concernée et transmise à la génération suivante. C'est donc la dette de vie qui structure la flèche du temps. Elle englobe les sociétés dites archaïques, c'est-à-dire sans État, dans le cycle sociocosmique. La dette de vie inscrite dans les filiations distingue ces sociétés des sociétés qui centralisent la souveraineté dans une puissance politique séparée.

Reste la question des logiques de l'échange : logique du don contre-don *versus* logique de l'équivalence marchande. Selon Stéphane Breton, le don contre-don est la forme des prestations corporatives (Breton, 2002). La monnaie y institue une valeur sociale par statut. Elle est bien un signe de relation sociale. Mais les actes signifiés ne sont pas dépouillés de la multiplicité de leurs caractéristiques. Ils portent, au contraire, les attributs sociaux des personnes. Le fétichisme se trouve dans l'hypostase des symboles. La monnaie prend la forme mystificatrice des personnes lorsque le lien social est occulté derrière le prestige des personnages. Le don contre-don est dissimulé derrière la grandeur de celui qui donne. Il s'ensuit que la dette n'est pas une relation interindividuelle librement consentie. Elle est ontologique, constitutive de l'obligation de donner.

La seconde logique est la nôtre, celle de l'équivalence, longuement expliquée au chapitre 1. La monnaie institue la valeur sociale par équivalence. L'échange d'équivalents présuppose l'existence d'un espace homogène de commensurabilité où les actes sociaux sont des objets d'évaluation sous un standard commun de mesure. Ce processus d'homogénéisation est à l'origine du fétichisme dénoncé par Karl Marx : les rapports sociaux prennent la forme de rapports entre les choses.

Le primat de la confiance éthique et la légitimité de la monnaie

À la fin du chapitre 1, nous avons défini les trois formes hiérarchisées de la confiance dans les sociétés marchandes : la confiance méthodique ou routinière dans la réciprocité des contrats de dettes privées, la confiance hiérarchique dans l'autorité de l'institution d'émission monétaire (aujourd'hui la banque centrale) et la confiance éthique qui fait valoir aux yeux des citoyens la force de cohésion de l'ordre monétaire dans son ensemble. *A contrario*, la perte de cohésion de la puissance sociale sous la force de sape

de l'autoréférence du marché avait été bien perçue par Max Weber sous le thème du désenchantement du monde. Pour combattre l'instrumentalisation de la monnaie, qui va de pair avec le déchaînement des désirs individuels de liquidité, une valeur collective moderne peut être efficace : *l'autonomie politique de la nation conférée à la monnaie devenant nationale*.

Dans le système de paiements, la confiance hiérarchique est fondée sur la position supérieure de la banque centrale dans le règlement des dettes bancaires. Les banques commerciales y sont subordonnées parce qu'elles bénéficient collectivement de la garantie de la banque centrale de préserver le système de paiements du risque de non-règlement en chaîne. C'est l'origine de ce qui est appelé la fonction de prêteur en dernier ressort. Celle-ci est une assurance collective dont bénéficient les banques relativement aux autres acteurs de l'économie. En contrepartie, les banques sont tenues par la réglementation d'assurer les dépôts individuels de leurs clients jusqu'à un maximum légal. La confiance hiérarchique vient compléter et, dans les phases de tension financière, supplanter la confiance méthodique.

La confiance méthodique a une dimension essentiellement sécuritaire dans le registre des dettes privées. Elle procède de la répétition des actes qui mènent les échanges à bonne fin et les dettes privées à leur règlement. Cette forme de confiance s'insère dans les pratiques de marché par la répétition des relations d'affaires entre les mêmes partenaires. Elle opère selon plusieurs modalités : le respect de la parole donnée, la mentalité de club facilitant le partage des pertes et le soutien collectif dans des situations de vulnérabilité, l'acceptation d'une régulation limitative de l'exposition au risque (limites de position et appels de marge dans les marchés). Bref, tout ce qui est contraire à la doxa libérale de transparence et de concurrence maximale. Toutes ces pratiques procèdent d'une même logique : la confiance dans la règle objectivée qui occulte la présence de l'autorité énonciatrice des règles. L'objectivation met la règle à distance et la fait percevoir comme une réalité naturelle. Cette confiance méthodique s'appuie sur la régularité des transactions. On peut la qualifier du néologisme de

« déméfiance » grâce à la répétition des actes et des relations dont on conjecture la sécurité. Car ce niveau de confiance est purement procédural. Il ne véhicule aucune attitude morale à l'égard d'autrui.

Dans le monde moderne, les valeurs morales supérieures se recommandent de l'intégrité et du bonheur de la personne humaine. Cette affirmation des droits de l'homme a accompagné l'autonomisation de l'économie de marché pour le meilleur et pour le pire. Car, dans la logique du marché, la personne humaine n'a aucun fondement ontologique. Elle est conçue en projection de son devenir à la poursuite d'un bonheur futur sans cesse repoussé. Le désenchantement des sociétés en découle. La poursuite du bien-être est un devoir-être intériorisé dans la raison individuelle, donc une attitude éthique. Mais le projet de libération du sujet est menacé par l'incertitude du futur qui déclenche l'asservissement à l'autoréférence par la recherche éperdue de la liquidité. La confiance éthique fondée sur la vie humaine comme valeur suprême peut éviter le vide de l'autoréférence en affirmant le primat de la lutte contre la mort. Aujourd'hui, la menace climatique d'un effondrement de la civilisation à un horizon indéfini est le possible vecteur d'une conscience éthique capable d'endiguer la course du marché vers l'abîme dans les décennies qui viennent. En ce point aveugle et indicible, l'archaïque et le moderne se rejoignent. Pour tenter d'aller plus loin dans la compréhension de la confiance éthique, il est grand temps de se préoccuper des liens entre la légitimité de la monnaie et les formes de la souveraineté.

Principe de souveraineté et légitimité de la monnaie

Comment mobiliser la conceptualisation de la confiance dans la représentation de la souveraineté à l'égard de la monnaie ? Les formes de la souveraineté ont été diverses dans le temps long historique, mais la position du souverain dans le « tout social » est

toujours la césure radicale *mortalité/immortalité* : sacré consubstantiel à la nature, ancestralité, transcendance du divin, monarchie absolue de droit divin, symbolique de la patrie unifiant la culture d'un peuple, ordre constitutionnel de la nation. Dans tous les cas, c'est l'altérité de la société par rapport au rassemblement de ses membres (la société n'est pas une addition d'individus, ni un système de relations interindividuelles) qui engendre les institutions dotées des pouvoirs de régulation de la société, institutions dont la monnaie est la plus éminente.

La grande transformation des sociétés humaines qui a fait passer de la logique statutaire du sacré à la logique d'équivalence est la mise à distance du sacré (figure 2.1.). C'est l'autonomisation du politique et de la société civile. Elle a eu pour base matérielle l'édification des villes à partir de Sumer et pour représentation formelle l'invention de l'écriture et du nombre. Selon David Graeber (2012), un mouvement de concentration de population en Mésopotamie après 2500 avant J.-C. a provoqué l'esclavage, fondement du marché. Le marché secrète la violence depuis son origine. L'esclavage est la violence ultime. En effet, l'esclavage dépouille les relations humaines de toute éthique. Comme le montre Marx, le salariat, lorsqu'il est dépourvu de droits sociaux institués ultérieurement en réaction à la violence du marché, n'en est pas très différent. La question de l'arbitrage entre esclavage et salariat est une question de coûts et de rendements pour les capitalistes. D'ailleurs, les entreprises multinationales occidentales font encore un arbitrage en faveur de l'esclavage dans de nombreux pays en développement. Car comment appeler autrement le travail forcé des enfants ? Aux temps sumériens, le mouvement de sédentarisation par le regroupement de populations et l'urbanisation a promu l'État qui concentra la force militaire pour faire la guerre, en même temps que se développèrent les biens marchands, y compris les corps des femmes.

Certes, ces pratiques marchandes ne sont pas conformes à la théorie de l'économie pure dont les rouages essentiels ont été définis précédemment. Cette théorie est très éloignée des pratiques marchandes et de leurs excès. Au contraire, ceux-ci s'interprètent

Figure 2.1. L'autonomisation du politique



fort bien dans les économies monétaires. Seule la puissance d'un État qui serait éclairé par une éthique peut contenir ces excès. Nous étudierons dans la deuxième partie dans quelles conditions la démocratie peut engendrer cette éthique.

Avec l'institution du politique et donc de la division du travail qui en découle, la souveraineté devient une autorité séparée qui domine la société. Le Un du centre s'oppose au multiple des activités sociales, mais il les ressaisit dans la logique politique qui est abstraction : délimiter l'espace (nous et les autres), défendre les frontières, instituer les standards de mesure, identifier les sujets, compter les objets sur la base d'une unité de compte instituée. La logique de l'équivalence est inhérente au politique.

Les prestations corporatives ne disparaissent pas, mais elles changent de nature. Elles prennent la forme d'obligations fiscales vis-à-vis de l'État (tributaires dans les empires) contre les dépenses de protection obligeant l'État vis-à-vis de ses « sujets ». La monnaie est le médium des paiements inhérents à la dette sociale. La circulation des richesses devient un double mouvement : vers le centre du pouvoir souverain et à partir du centre. Corrélativement, les différenciations sociales prennent la forme d'une classification sur une échelle de grandeur soumise à l'évaluation monétaire. Ainsi, dans le cens romain tout se valorise selon le standard unique, tout devient commensurable et donc échangeable : richesse, prestige, honneur. Les statuts ne sont plus que des écarts de richesse agrégeables sous la mesure réductrice de l'unité monétaire³.

3. Voir sur ce point la contribution de Jean Andreau (1998), p. 213-250.

La monnaie apparaît comme le grand identificateur de la richesse, puisque toute richesse ne vaut que dans sa capacité à se convertir en liquidité. Toutefois, dès lors qu'il existe un ordre politique séparé et exerçant un pouvoir sur la société parce que se recommandant de la volonté du peuple, en quoi la monnaie peut-elle être déclarée souveraine ? Les interactions entre les trajectoires historiques de la monnaie et les transformations des régimes politiques seront traitées dans la deuxième partie. Mais la signification de la confiance éthique dans la monnaie demande un effort supplémentaire pour conclure cette première partie. Quelles sont les relations entre l'ordre monétaire et l'ordre politique dans les sociétés démocratiques contemporaines ? Y a-t-il une production politique de la confiance dans la monnaie ?

Remarquons d'abord qu'il existe une homologie entre la logique politique et la logique monétaire. Les deux logiques définissent et garantissent des standards : un étalon unique de la valeur dans l'ordre monétaire, différents standards de mesure dans l'ordre politique. Elles identifient les positions des personnes dans la société, du point de vue de la répartition de la richesse dans l'ordre monétaire, mais aussi du savoir par la codification des diplômes dans l'ordre politique. Elles délimitent l'espace de la souveraineté : l'espace de circulation des moyens de paiements qui se rapportent à une même liquidité supérieure, l'espace territorial où règne le monopole de la violence légitime, l'espace juridique de citoyenneté qui détermine ceux qui participent au collectif et ceux qui en sont exclus.

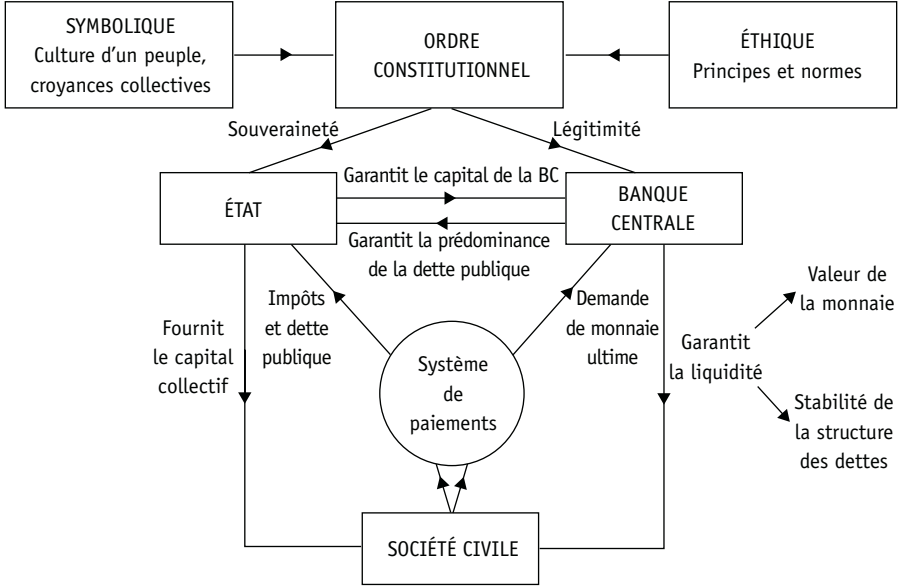
Plus fondamentalement, l'ordre monétaire et l'ordre politique participent d'une même visée de cohésion sociale : l'acceptation des règles monétaires par les sujets de l'échange marchand pour l'un, l'adhésion des citoyens à la loi pour l'autre. Faisons l'hypothèse que dans le monde contemporain la plus ou moins grande cohésion sociale dépend des degrés de réalisation de trois finalités que l'institution monétaire et l'autorité politique recherchent : *la stabilité, l'équité et la croissance*. Pour pouvoir les réaliser, ces entités collectives doivent collaborer sous l'égide d'un principe unique de souveraineté qui les englobe : *l'ordre constitutionnel*. Dans cette

perspective, la figure 2.2. présente l'organisation des rapports entre l'ordre politique et l'ordre monétaire.

L'ordre constitutionnel incorpore et formalise les valeurs qui font que les membres d'une même communauté se reconnaissent entre eux comme citoyens d'une même nation. Comme on l'a vu plus haut, il se nourrit de symboles qui actualisent dans des images, des célébrations et des commémorations, et plus généralement dans des structures de l'expérience humaine (le langage, la religion, la politique, le mythe, l'art, le droit, les institutions politiques et juridiques, etc.), le mode d'appartenance que l'on appelle la culture d'un peuple. Cette culture plonge ses racines profondément dans l'histoire. La constitution formalise ce réservoir de valeurs collectives dans des principes et des normes que les citoyens acceptent en tant que membres d'un peuple qui les a institués. Tel est le principe de souveraineté.

L'ordre constitutionnel instaure l'autorité de l'État en tant que puissance publique et le statut de la banque centrale en tant qu'institution publique participant de la souveraineté. La dette de la banque centrale peut devenir légitimement la liquidité supérieure acceptée unanimement. De la dépendance au principe unique de souveraineté il s'ensuit que les liens entre l'État et la banque centrale sont organiques, quand bien même l'indépendance juridique de la banque centrale est garantie au sein de l'organisation des pouvoirs publics. Les missions de la banque centrale s'inscrivent dans les finalités de la nation dont l'État est responsable. L'État garantit le capital de la banque centrale, et celle-ci garantit la prédominance de la dette publique en tant que dette verticale, contrepartie de la richesse collective. Cela conduit la banque centrale à mettre légitimement la dette publique hors marché dans les situations de stress où les marchés financiers obnubilés par la liquidité ne sont plus capables de produire des évaluations différenciées des différents types de dettes. La dette publique d'un État souverain et non défaillant est à l'abri du défaut, parce que l'État a la capacité ultime de monétiser sa dette, condition *sine qua non* de la souveraineté.

Figure 2.2. Les sources de la confiance dans la monnaie dans les sociétés démocratiques



Car l'État est le garant de la cohésion de la nation dans le temps en fournissant le capital collectif qui produit les services publics. La dette publique est honorée par le flux des impôts dont la légitimité repose sur la reconnaissance du bien commun. Dans une nation où l'État n'est pas défaillant, la dette publique résulte d'un transfert intergénérationnel lorsque l'État décide de s'endetter pour produire les biens publics, donc de les financer par des impôts différés.

La dette publique est le pivot du système de paiements en tant qu'elle fournit le mode d'accès le plus sûr à la liquidité ultime lors du report dans le temps des soldes de règlement. Les formes de la confiance dans la monnaie sont donc bien hiérarchisées. La confiance éthique résulte de la légitimité de la banque centrale conférée par l'ordre constitutionnel. La confiance hiérarchique en tant que pivot du système de paiements est consolidée par les liens organiques entre l'État et la banque centrale, liens eux-mêmes informés par la finalité commune de la stabilité, de l'équité et de

la croissance. C'est ce socle institutionnel et lui seul, non pas la supposée efficacité intrinsèque, qui fonde la confiance méthodique interne à la finance.

**ENCADRÉ 2.1.
ENSEIGNER LA MONNAIE**

La monnaie est une énigme, y compris pour les économistes. La profusion de publications récentes sur la monnaie montre que la définition courante des manuels d'économie n'est pas satisfaisante pour l'appréhender dans toute sa complexité. Selon cette approche, la monnaie aurait été inventée avec le développement des échanges pour dépasser les contraintes liées au troc et faciliter l'essor des marchés. Or les travaux historiques nous enseignent que l'origine de la monnaie est beaucoup plus lointaine ; la monnaie précède et détermine l'ordre social des échanges. L'approche standard défend une vision purement économiciste de la monnaie en la réduisant à trois fonctions économiques : fonction d'unité de compte, fonction d'intermédiaire des échanges et fonction de réserve de valeur. Or la monnaie est plus qu'un instrument purement économique. Son étude mérite d'être enrichie par les travaux d'autres disciplines des sciences humaines et sociales. Une approche institutionnaliste de la monnaie invite à dépasser l'approche économiciste en s'appuyant sur les huit points suivants :

Rompre avec la fable du troc et l'opposition troc *versus* monnaie

La monnaie n'est pas une invention humaine destinée à pallier les problèmes du troc. Elle n'est pas qu'un simple intermédiaire des échanges visant à dépasser le problème de double coïncidence des besoins. La monnaie précède le marché. La monnaie est logiquement antérieure aux relations de marché, elle est un lien social plus fondamental que le marché. Le mot « troc » est usuellement affecté de la plus grande confusion sémantique. Une première utilisation courante du mot n'a rien à voir avec l'échange marchand. On l'emploie pour parler d'entraide, c'est-à-dire d'échanges de biens et de services réciproques entre personnes qui se connaissent, souvent liées par des liens familiaux, d'amitié ou de voisinage. C'est une sorte de don contre-don informel qui ne nous concerne en rien dans une théorie de l'économie marchande. À l'opposé, on rencontre l'idée de société de troc, une société d'individus qui ne connaissent pas leurs besoins et désirs réciproques, et qui parviennent à un système d'échanges entièrement décentralisés et capables de réaliser les désirs de tous par le seul recours au troc. Les anthropologues nous disent qu'une telle société n'a jamais été découverte. Le troc, en tant

...

...

que principe de coordination des sociétés marchandes, est impossible. Une troisième acception du terme « troc » est son utilisation dans une économie marchande où la monnaie existe déjà comme mode de coordination des échanges. Le troc est alors un échange monétaire dont les moyens de transaction ne sont ni la monnaie officielle ni des moyens de paiements convertibles dans la monnaie officielle selon des règles bien définies. Il s'agit en réalité d'échanges dans un système monétaire fractionné qui admet une pluralité de moyens de paiements non coordonnés par des relations formelles de convertibilité avec un moyen de règlement supérieur.

La monnaie, rapport d'appartenance à un « tout social »

La monnaie est un rapport social avant d'être un instrument économique. Elle est une institution qui relie de manière pérenne l'individu à la société dans son ensemble. La monnaie institue le rapport de l'individuel au collectif. Elle met en lumière la dette de vie de tous les membres d'une société à l'égard de la souveraineté du « tout social », que ce soit à travers une dette de filiation dans les sociétés sans État ou à travers une dette de citoyenneté dans les sociétés avec État.

Dématérialisation croissante des supports monétaires

L'unité du fait monétaire dans l'histoire nous apprend que les formes de la monnaie ont évolué au fil du temps, dans un processus de dématérialisation croissante, sans pour autant changer sa nature profonde qui est de signifier une appartenance à un ordre social, à une communauté. Les monnaies traditionnelles et les paléomonnaies, longtemps supportées par des biens de nécessité ou d'ornement, ont d'abord été remplacées par des monnaies métalliques émises par des souverains, puis par la monnaie papier. Viendront ensuite la monnaie scripturale, écrite sur les comptes bancaires, puis les monnaies électroniques et virtuelles. Ce sont des innovations monétaires d'importance qui réussiront à inspirer la confiance de leurs utilisateurs, malgré une déconnexion croissante avec un quelconque support matériel. La confiance est donc au cœur du processus monétaire.

Confiance, légitimité, souveraineté

La monnaie, en tant qu'institution, repose sur la confiance de ses utilisateurs. Encore faut-il que la monnaie soit légitime à leurs yeux. Le souverain, ou l'État, peut jouer un rôle actif pour instituer la monnaie et même l'imposer (dans les deux sens du terme), à travers le procédé fiscal. En décrétant que seule l'unité de compte X peut être utilisée pour régler les prélèvements obligatoires, l'autorité souveraine oblige les agents à se procurer cette unité de compte X, favorisant ainsi sa circulation. L'unicité de l'unité de compte ayant cours légal constitue

...

...

donc le socle de la circulation monétaire, comme l'avait pressenti John Maynard Keynes dans les premières pages du *Traité de la monnaie* en 1930. La monnaie agit comme le langage, elle rend commensurables les valeurs et dettes car celles-ci sont évaluées avec une unité de compte unique et censée agir comme un étalon de mesure invariable. Mais la violence du procédé fiscal et légal ne suffit pas : bien qu'obligés d'utiliser l'unité de compte officielle pour régler leurs taxes et impôts, les agents économiques peuvent considérer qu'elle n'est plus légitime. C'est par exemple ce qui se passe dans les économies dollarisées ou soumises à l'hyperinflation, lorsque la monnaie nationale n'inspire plus confiance et que les agents économiques lui préfèrent une devise ou un signe monétaire alternatif.

Les trois formes hiérarchisées de la confiance

Trois formes hiérarchisées de la confiance sont identifiées dans les sociétés marchandes. La confiance méthodique, ou routinière, repose sur la répétition, au fil du temps, des actions qui assurent la réalisation des échanges et le règlement des dettes dans de bonnes conditions. Elle est complétée par la confiance hiérarchique, qui renvoie à la capacité de la banque centrale ou de l'autorité monétaire à préserver la stabilité du système bancaire et à garantir la pérennité du système de paiements. Enfin, la confiance éthique porte sur la cohésion et la légitimité des valeurs et principes qui fondent l'ordre monétaire constitutionnel d'une société souveraine. Que l'un de ces trois piliers de la confiance vienne à s'éroder, et c'est tout l'édifice qui peut se déliter, voire s'effondrer. C'est la crise monétaire, qui, très souvent, conduit à la crise politique.

Ordre constitutionnel

La construction de la confiance dans la monnaie est essentielle, mais elle demeure fragile et complexe. Elle ne se décrète pas. Pour le comprendre, il faut revenir à l'hypothèse de départ : la monnaie institue un rapport d'appartenance à une collectivité. Ce rapport est établi sur la base d'une confiance que les individus accordent à l'institution souveraine qui va les unir et garantir les valeurs, principes et normes guidant leur communauté de destin. La confiance est donc constitutive du fait monétaire. Elle puise sa source et se renforce dans une communauté de valeurs et de symboles culturels auxquels l'ordre politique et constitutionnel donne une forme juridique qui a force de loi. Plus largement, la confiance est d'autant mieux accordée au signe monétaire institué qu'un système productif est capable de fournir et de répartir efficacement et équitablement les biens et les services auxquels la monnaie servira de contrepartie.

Monnayage, création monétaire et liquidité

L'intégrité du système de paiements qui structure et organise le marché repose sur l'articulation de trois principes majeurs. Tout d'abord, l'existence

...

...

d'une unité de compte commune permettant d'évaluer les richesses et les dettes. Ensuite, la présence d'une règle de monnayage organisant l'accès aux moyens de paiement. Cette règle diffère selon les systèmes de paiements. Dans les économies modernes, la monnaie apparaît dans les opérations de crédit accordées par les banques pour financer la production. Il est à noter le caractère exclusif de la fonction bancaire : les banques ont un pouvoir de création monétaire *ex nihilo*, c'est-à-dire sans besoin de ressources ou de réserves préalables. Ce pouvoir de création monétaire n'est cependant pas illimité. Il est soumis, d'une part, à la nécessité d'obtenir le remboursement de la part de l'emprunteur (d'où l'importance de l'évaluation du risque de l'emprunteur) et, d'autre part, à la réglementation prudentielle qui encadre les pratiques bancaires. Le troisième principe est celui de règlement des soldes. Dans les économies bancaires, la monnaie, créée par l'intermédiaire des opérations de crédit, circule à travers des signes de paiements qui portent les marques des différentes banques. Les banques accumulent des dettes réciproques dont le montant est fonction des échanges entre les clients des différentes banques. Afin de dénouer l'ensemble des opérations, le règlement des soldes interbancaires doit être rendu possible. Il est en effet primordial de pouvoir recourir à un instrument dans lequel toutes les relations de dette peuvent être évaluées et éteintes. Pour cela, il doit donc exister une forme unique de liquidité ultime unanimement acceptée. Aujourd'hui, l'offre de cette liquidité absolue est l'apanage exclusif de la banque centrale. Le système de paiements est donc nécessairement hiérarchisé.

Monnaie et Commun

La monnaie est un bien commun. La dénaturation de cette fonction première ou son appropriation par certains agents compromet l'ordre monétaire constitutionnel et fragilise la société. Aujourd'hui, la monnaie bancaire est détournée de son principal objet, financer l'économie réelle. Seulement 15 % des crédits bancaires servent à financer l'investissement, selon les études de Philip Turner et de la Banque des règlements internationaux. En Europe, l'euro ne parvient pas encore à incarner un projet collectif commun et la prospérité partagée, en raison de son incomplétude et des politiques d'austérité qui y sont associées. Il n'est pas étonnant alors de voir émerger des initiatives monétaires localisées, visant à se réapproprier la monnaie comme commun en la rattachant à des principes éthiques, communautaires, partagés par ses utilisateurs. La monnaie carbone, en reliant la monnaie au défi majeur de la transition énergétique, constitue une autre modalité, plus globale, de la réhabilitation de la monnaie au service du bien commun.

DEUXIÈME PARTIE

Les trajectoires historiques de la monnaie

La première partie nous a appris que la monnaie est un phénomène social total. Cela est vrai aussi dans l'histoire. Dès lors que les anthropologues repèrent quelque chose que l'on peut appeler l'économie d'une société, la monnaie est déjà là. La monnaie est universelle et transhistorique, ce qui fait de la description de ses évolutions une tâche impossible. Peut-on produire une histoire globale de la monnaie ? Sans doute, comme un projet collectif pluridisciplinaire. Telle n'est pas, bien sûr, l'ambition de cette deuxième partie et des suivantes. Elle est d'approfondir avec les outils de l'économie politique les concepts fondamentaux définis dans la première partie et qui font le titre de ce livre : les relations entre la monnaie et la dette, entre la monnaie et la souveraineté.

Nous allons nous appuyer sur l'élaboration théorique de la première partie qui pose la monnaie comme fondement de la valeur. Nous pouvons nous recommander de l'autorité de Frank Hahn, l'un des plus célèbres théoriciens de la monnaie dans le cadre de la théorie naturaliste de la valeur. Hahn (1982) a affirmé que l'aporie de la théorie de la valeur se trouvait dans l'incapacité de rendre compte de l'universalité et de la pérennité du phénomène

monétaire. La première partie a fait écho à cette critique et a proposé une théorie alternative de la valeur fondée sur la monnaie. La deuxième partie veut montrer que l'analyse des trajectoires historiques de la monnaie devient possible sur cette base. L'idée est, en outre, d'interroger l'histoire très longue pour jeter des jalons sur le futur. Existe-t-il une intelligibilité des métamorphoses de la monnaie nous rendant capables de percevoir les formes émergentes du monnayage ? Quelle méthodologie adopter ?

Se garder des modèles formels de l'histoire

Trois travers sont à éviter selon les promoteurs de l'histoire globale : l'institutionnalisme, le déterminisme historique et les idéaux types¹. Le premier conduit à la description d'un foisonnement historique où tout est singulier, où toute évolution est contingente et où la diversité ne fait appel qu'à des facteurs culturels. À l'opposé, le deuxième postule que tout ce qui existe et se transforme a une rationalité cachée, en sorte que rien d'autre que ce qui est arrivé n'aurait pu se produire. Quant au troisième, il fait des institutions les principes générateurs qui rendent intelligibles les fonctionnements.

Il faut admettre qu'aucun modèle formel ne peut épuiser la connaissance d'un phénomène. Le mieux est d'adopter un postulat évolutionnaire permettant d'établir des tendances à partir de présupposés théoriques sur le domaine d'investigation, en l'espèce l'organisation de la monnaie. Pour s'interdire tout dérapage normatif du type de ce qu'on a rencontré avec le modèle d'équilibre de l'économie pure, il faut admettre que les règles formelles de la monnaie sont inséparables des pratiques sociales qui les font exister. Celles-ci sont très diverses dans le temps et dans l'histoire. On peut ainsi se garder du tropisme occidental formalisé par l'école libérale anglaise dès le XVII^e siècle, celui de l'ordre naturel dont la

1. Voir l'introduction de l'ouvrage collectif sur l'histoire globale. P. Beaujard, L. Berger et P. Norel (2009).

théorie de l'équilibre est issue et dont l'épanouissement historique dans le régime de l'étalon-or n'était pas la fin de l'histoire.

Dans cet esprit, nous avons montré trois caractéristiques théoriques qui vont être des guides pour l'investigation historique : la monnaie s'apparente à un langage, celui de la comptabilité ; la monnaie est un système, le système de paiements qui la relie à la technologie ; la monnaie est surplombée par un principe de souveraineté qui lui confère une légitimité commune dans l'espace de souveraineté considéré. Nous allons faire trois hypothèses à partir de ces résultats pour orienter la flèche du temps sur la très longue durée dans le domaine de la monnaie :

- l'avancée de l'abstraction dans les principes de monnayage ;
- les innovations technologiques dans les systèmes de paiements ;
- les modifications des formes de la confiance dans la monnaie vis-à-vis des évolutions du principe de souveraineté.

Telles sont les interrelations que nous allons explorer entre les fondements et les trajectoires historiques. Nous allons le faire sur deux chapitres. L'un sera consacré à l'histoire très longue, allant de la fondation des États agraires à l'ordre monétaire de l'étalon-or. Nous ne traiterons pas des sociétés sans État. Nous avons vu au chapitre 2 que le principe d'équivalence qui unifie un espace de mesure n'y est pas établi. L'usage des monnaies y est différencié par statuts des personnes, et le lien intergénérationnel (la dette de vie) répond à un principe de filiation qui stratifie les sociétés en groupes d'appartenance. Il s'ensuit que l'idée même d'histoire n'a pas la signification que l'on rencontre dans les sociétés où l'autonomisation du principe de souveraineté a mis le sacré à distance de la civilisation matérielle au sens de Braudel. L'autre chapitre traitera des bouleversements du ^{xx}e siècle et de l'émergence des formes nouvelles de monnaie.

Mais les grandes transformations historiques ne se font pas sans crises par lesquelles les mutations s'opèrent. Les crises monétaires sont des moments privilégiés pour révéler la nature de la monnaie, notamment ses liens avec la souveraineté. On peut se reporter à cet égard à l'ouvrage collectif *La Monnaie dévoilée par ses crises* (deux tomes) dirigé par Bruno Théret (2007) qui aborde, dans

cette même perspective, un grand nombre de crises monétaires dans les époques reculées et contemporaines. Dans cette deuxième partie, nous ne ferons que signaler les crises qui ont fait advenir des mutations majeures dans les trajectoires de la monnaie. La logique des crises monétaires et les régulations mises en place pour les conjurer à différentes époques, ce qu'on appelle les politiques monétaires, seront étudiées dans la troisième partie. Enfin, les trajectoires de la monnaie parcourent à la fois l'espace et le temps. Les interdépendances nouées par l'essor des dettes dépassent les espaces de souveraineté dans l'univers marchand généralisé appelé capitalisme et les mettent en communication, souvent de manière conflictuelle et incertaine. Ces interdépendances à travers les marchés de capitaux, dont la dynamique a été appelée par Fernand Braudel (1985) « le temps du monde », posent une énigme, celle de la monnaie internationale. En effet, toute monnaie est fondée sur un principe de souveraineté ; or il n'existe pas de souveraineté universelle. La question de la monnaie internationale que nous rencontrerons dès la deuxième partie sera traitée spécifiquement dans la quatrième.

CHAPITRE 3

Des anciens empires à l'étalon-or

L'Antiquité

LA FONDATION DE LA SOUVERAINETÉ CENTRALISÉE : MONNAIE ET ÉTAT DANS LES EMPIRES AGRAIRES

En Mésopotamie et en Égypte, la population s'est densifiée à la fin du Néolithique (4000-3000 avant J.-C.) sur un espace fertile qu'un changement climatique défavorable a réduit. Il s'est ensuivi une désertification en dehors de bandes de terre étroites entre le Tigre et l'Euphrate d'un côté, le long de la plaine du Nil de l'autre. Selon David Graeber (2012), des populations nomades nombreuses sont descendues des campagnes et se sont sédentarisées. Des guerres se sont déclenchées pour l'appropriation des terres. Les groupements humains ont centralisé leurs ressources pour la guerre, donnant naissance à la forme d'organisation collective appelée « État ». Les guerres entre États se sont poursuivies jusqu'à l'unification de la souveraineté sous la forme de l'Empire.

La souveraineté d'un ordre politique centralisé s'est manifestée par l'unification et la codification du rapport d'appartenance sociale dans l'écriture et dans la Loi (Sumer de 3550 à 3000 avant J.-C., Ancien Empire d'Égypte de 3000 à 2700 avant J.-C.). Dans les mêmes époques, semble-t-il, le principe de la mesure socialement valide par équivalence et l'invention de la comptabilité, liée à la codification de la propriété, étaient créés. *Le rapport d'appartenance*

sociale appelé valeur était institué (Glassner, 2002). *En aucun cas, il n'est venu de marchés préalablement constitués.* En revanche, il a permis l'essor des marchés conformément à la théorie monétaire de la valeur. C'est le privé qui se déploie dans les interstices du public en s'appuyant sur son système de valorisation. Ce n'est pas le public, dont la monnaie, qui se forme dans l'incomplétude des rapports marchands, comme le pensent nombre d'économistes ignorants de l'histoire, donc de la méthode scientifique en sciences sociales.

Les premières unités de compte connues ont été le shekel en Mésopotamie et le shât en Égypte. Ces unités de compte ont été mises en évidence en Mésopotamie dès 3000 avant J.-C. sur des tablettes recouvertes d'inscription comptables, signalant la puissance des administrations centrales (le Palais). Les registres de compte étaient tenus par les hauts dignitaires du Palais. Ils déterminaient les contributions tributaires des communautés rurales et les redistributions au nom du prestige de l'Empire. On a montré dans le premier chapitre que l'unité de compte désigne la monnaie comme langage numérique de la valeur. Parce qu'elle est légitimée par la souveraineté, cette dimension crée des significations partagées de l'appartenance à la société.

Dans les deux empires, un système numérique sexagésimal a été adopté. En Égypte, où l'or était abondant, le shât était équivalent à 7,5 g d'or fin. Le multiple du shât était le deben (90 g d'or fin = 12 shâts) (Daumas, 1987). Au Nouvel Empire (1550-1230 avant J.-C.), l'argent a fait son apparition comme étalon monétaire, l'or étant réservé aux échanges entre empires. À la 19^e dynastie apparut une nouvelle unité, le kite (~1/10 deben). Le deben et ses subdivisions étaient peut-être aussi utilisés comme moyens d'échange. Quant au prix des biens, il indique une valeur très élevée du travail : une journée d'esclave (tisseuse) = 2 shâts = un quart de la valeur d'une vache. On a donc une idée des rapports d'échange, mais on ne sait rien des fluctuations du coût de la vie. Car les papyrus de ces époques reculées ne se sont pas conservés.

Développement des échanges et systèmes de paiements

En Égypte au premier millénaire, des barres et des anneaux d'argent de 1 deben et de 1 kite étaient utilisés comme moyens de paiements. L'usage d'anneaux d'argent comme moyens de transaction a pu apparaître dès le Nouvel Empire ainsi que des lames de cuivre. On peut présumer que cette diversification est elle-même la contrepartie de celle des échanges gagnant des couches plus larges et moins riches de la société. On paie avec des morceaux de métaux ou des anneaux fabriqués avec ces métaux qu'il faut peser à chaque transaction. Car il n'y a pas de marque monétaire sur ces métaux définissant une valeur légale avant l'époque ptolémaïque (Menu, 2001).

En Mésopotamie au XVIII^e siècle avant J.-C., Morris Silver (1995) estime que du métal argent marqué garanti par les autorités était peut-être en circulation. Toutefois, cette hypothèse de métal précieux frappé et estampillé reste douteuse avant le premier millénaire. D'ailleurs Georges Le Rider (2001) indique que, dans les périodes néobabyloniennes (609-539 avant J.-C.) et néoassyriennes (704-612 avant J.-C.), ce sont des métaux bruts découpés en morceaux de lingots qui auraient servi de moyens de paiements dans les transactions privées. Le métal monétaire qui s'est imposé est l'argent et accessoirement le cuivre. L'or, on l'a vu, qui n'était abondant qu'en Égypte, n'aurait servi que dans les échanges officiels entre empires.

Seuls les lingots d'argent découpé ont été trouvés dans les sacs scellés. Les dépôts dans lesquels on a trouvé ces trésors auraient été thésaurisés par de riches dignitaires du Palais. L'existence de ces métaux monétaires sans marque souveraine indique que la création monétaire, c'est-à-dire la découpe des lingots d'argent, aurait des origines multiples : le Palais bien sûr, mais aussi les temples et peut-être les marchands. En effet, dès le début du deuxième millénaire, des tablettes indiquent que des sacs d'argent scellés fonctionnaient comme moyens de paiements. Mais elles ne mentionnent pas que l'argent ait été frappé. Pour les transactions de plus petite

valeur, on a mis en évidence des anneaux d'argent ayant servi de moyens de paiements. Mais les textes évoqués à partir de l'Empire akkadien n'indiquent pas de marques. Les anneaux étaient pesés lors des transactions. D'après Jean-Jacques Glassner et d'autres archéologues, ces moyens de paiements ont été découverts dès le milieu du troisième millénaire dans les tombes royales d'Ur.

Cette organisation est intrigante parce que ni le poids ni le titre des moyens d'échange ne sont authentifiés *a priori* par des poinçons attestant l'existence d'étalons monétaires. Les émetteurs ne pouvaient être que des proches de l'Empereur, des temples respectés ou des marchands réputés dans le commerce assyrien en Cappadoce ou, aux VII^e et VI^e siècles avant J.-C., dans le commerce entre empires, intermédié par les Phéniciens.

Au-delà des moyens de paiements, le crédit était développé dès le début du deuxième millénaire par les marchands assyriens en Cappadoce. Les guildes marchandes sont des institutions constituées d'entreprises familiales. Les tablettes d'argile montrent l'existence d'opérations de crédit attestant de la pratique des prêts à intérêts et de l'usage du billet au porteur (Veenhof, 1997).

Brève incursion dans l'Antiquité chinoise

La tradition chinoise semble très différente. François Thierry (2001) évoque l'existence de monnaies « primitives » en forme de bêches sans inscription, dès l'époque reculée des Shang. Différentes monnaies font leur apparition à la fin du VII^e et au début du VI^e siècle, à l'époque des Printemps et Automnes. Ces monnaies sont émises par les souverains des Royaumes Combattants ou par des marchands. Contrairement aux traditions d'Asie occidentale et de l'Égypte, la monnaie chinoise émise dans les États du fleuve Jaune a été une monnaie fiduciaire dès son apparition. *Son pouvoir d'achat dans l'échange n'était pas lié à la valeur pondérale des pièces qui la portaient.* C'est pourquoi la Chine fut le premier pays au monde capable d'émettre des billets.

Les pièces les plus anciennes (2700 avant J.-C.) n'ont aucune inscription d'aucune sorte. Puis sont venues des pièces revêtues

de figures symboliques : avant tout le Dragon, figure de dignité impériale, de fertilité et d'énergie créative. Cependant, les inscriptions à l'effigie de l'empereur portant le nom du règne et l'année du monnayage ne sont apparues qu'en 633 après J.-C. (Ament, 1988). Les pièces se sont normalisées en cercles plats troués pour pouvoir être réunies par des ligatures.

L'INVENTION DE LA FRAPPE MONÉTAIRE EN LYDIE

Il y a une controverse sur la date exacte de la première pièce de monnaie frappée portant la marque du souverain, mais non sur son lieu. C'est à Sardes, la capitale de la Lydie en Asie Mineure sur le versant oriental de la mer Égée. Ce sont les deux derniers rois de Lydie, Alyattès (610-560 avant J.-C.) et Crésus (560-546 avant J.-C.) qui en furent les auteurs (Picard, 1978).

Les pièces furent frappées en électrum (alliage naturel or argent) dans un minerai charrié par le fleuve Pactole. Elles portaient de 1 à 3 poinçons au revers selon leur poids et le groupe métrologique auquel elles appartenaient. Cette monnaie était *dokima*, ce qui signifie qu'elle avait cours légal. Il était interdit de la peser et de vérifier sa qualité. Elle était donc fiduciaire. Le cours légal s'appliquait non seulement en Lydie, mais aussi dans toutes les cités milésiennes soumises à l'influence du royaume de Lydie. C'est donc le standard monétaire lydo-milésien qui était institué. Quant à la date d'apparition, une opinion dominante chez les archéologues est que le début du monnayage a dû se produire vers 580-575 sous le règne d'Alyattès. Elle est, en tout cas, antérieure aux premières monnaies grecques qui apparaissent vers 550 avant J.-C.

La monnaie frappée et l'avancée de l'abstraction

La frappe monétaire est un formidable bond en avant dans les innovations de l'histoire humaine. Sur leur endroit, les pièces étaient très diverses. Elles recouvraient un foisonnement de types monétaires représentés par des symboles mythologiques de toutes sortes. Mais, au revers, les pièces étaient unifiées par leurs poinçons.

Ceux-ci authentifiaient une mesure numérique, complètement détachée de la mesure pondérale. Cette mesure établissait des relations purement quantitatives entre les pièces que l'on appelle des relations de valeur. Ces relations étaient décrétées par le souverain et marquées par l'Atelier monétaire, c'est-à-dire l'institution publique qui frappait les pièces de monnaie à partir des métaux qui lui étaient apportés.

Le signe monétaire certifié par la puissance souveraine circule anonymement avec une acceptabilité générale. L'invention du cours légal contient dès l'origine une mutation du politique en rendant possibles les réformes monétaires. Car la déconnexion de la valeur nominale des pièces par rapport au poids et à la qualité du métal qui en est le support physique rend possible l'acte souverain consistant à modifier ce rapport, tant que la monnaie demeure *dokima*, c'est-à-dire unanimement acceptée par les utilisateurs. On voit que dès l'origine l'art de la politique monétaire est celui de la confiance (Servet, 1984). En séparant le signe (le quantum de valeur inscrit sur la pièce) de la chose signifiée (le poids et le titre du métal monnayé), la monnaie *dokima* fait entrer la valeur dans une logique purement sociale. La confiance hiérarchique dans la puissance souveraine permet d'abaisser le poids de métal contenu dans une pièce en conservant sa valeur nominale. Une réforme monétaire pouvait donc changer instantanément la valeur des dettes.

La première réforme monétaire connue fut celle d'Hippias à Athènes en 527 avant J.-C. (Finley, 1975). Pour augmenter les ressources de la Cité en guerre contre l'Empire perse, le tyran fit retirer toute la monnaie légale, réduisit le prix officiel du métal apporté à l'Atelier monétaire, fit frapper un nouveau type monétaire et mit les nouvelles pièces en circulation. Ce fut la première étape d'une très longue pratique conduisant à ce qu'on appellera plus loin l'hyperbole monétaire. Le contrôle de la monnaie allait devenir, sans retour en arrière, un moyen puissant de la politique financière des États.

Toutefois, selon Plutarque, Solon aurait procédé à Athènes à la première réforme monétaire avant la fin du VI^e siècle avant J.-C. pour alléger la dette des paysans pauvres à l'égard des propriétaires

fonciers. Il aurait abaissé de 30 % la valeur des dettes par une dévaluation du même montant de la drachme. La mine d'argent qui valait 70 drachmes avant la réforme en valait 100 après. Par rapport à la réforme d'Hippias, dont l'objectif était la conduite de la guerre, la réforme de Solon souligne le rôle distributif et social de la politique monétaire. Elle est l'exact opposé du postulat de neutralité propre à la conception de l'économie pure. Si l'on suit la pensée d'Aristote, l'institution de la monnaie *dokima* a permis la refonte du lien social grâce à laquelle a été surmontée la crise des anciennes communautés rurales de la Grèce archaïque. Cette réforme a fait entrer le monde hellénistique dans l'ère des cités libres, commerçantes et créatrices de la démocratie (Gernet, 1968).

La monnaie frappée est aussi un moyen direct de politique fiscale par le seigneurage. Dès l'origine, l'invention de la monnaie *dokima* a été liée à la transformation de la souveraineté politique. Les royaumes d'Asie Mineure et les cités hellénistiques étaient des États avec de petits territoires pauvres en ressources agricoles qui étaient confrontés à de grands empires. En frappant leur monnaie, les souverains lydiens ont cherché à résoudre un double problème politique et fiscal. Car ces États ne pouvaient pas prélever un gros tribut agricole, alors qu'ils devaient supporter des dépenses militaires de plus en plus lourdes pour préserver leur indépendance contre la menace de l'Empire perse Achéménide. Le monopole sur l'émission de la monnaie renforçait l'identité collective du royaume et centralisait la capacité d'acquérir les ressources pour financer les soldes des mercenaires appelés à défendre le royaume grâce au seigneurage. Comme on l'a décrit comptablement au chapitre 1 (tableau 1.2.), l'Atelier monétaire collecte pour le compte de l'État une dette fiscale des demandeurs de monnaie contre métal. L'État devient la contrepartie de tous les détenteurs de monnaie auxquels il impose un prélèvement fiscal. Hormis les chercheurs de métal, les autres apporteurs étaient les marchands intermédiaires du commerce extérieur. Lorsqu'ils avaient reçu des paiements en métaux bruts ou en monnaies étrangères, ils devaient les convertir en monnaie légale pour faire des dépenses dans le royaume. Le

seigneurillage est donc la prime de monnaie légale sur le métal brut à l'intérieur de l'espace politique où elle est instituée.

Digression sur le monnayage dans l'Empire perse Achéménide

En 546 avant J.-C., Crésus fut défait par l'empereur perse Cyrus. L'Empire Achéménide imposa son autorité sur toute l'Asie Mineure et menaça la Grèce. Les premiers empereurs perses après la conquête de la Lydie furent Cyrus (546-530), Cambyse (530-522) et surtout Darius (522-486). L'Empire perse fut organisé en deux zones, Orientale et Occidentale, séparées par l'Euphrate. Rien ne changea au plan monétaire dans la zone orientale par rapport aux pratiques antérieures. Lorsque des monnaies occidentales arrivaient en Orient, elles étaient traitées comme des morceaux de métal qu'il fallait vérifier et peser. Les Perses ont donc respecté l'autonomie des communautés qu'ils conquièrent pour leurs affaires intérieures, y compris les monnaies locales. Dans la partie occidentale de l'Empire, Darius a joué un rôle crucial dans l'histoire monétaire en créant le second monnayage royal après celui hérité de Crésus. Il créa le *darique* d'or et le *sicle* d'argent. Le darique d'or circulait dans tout l'Empire ; le sicle d'argent demeurait une monnaie provinciale. Le type monétaire portait l'image du roi surmonté d'une couronne et représenté en archer. Il existait quatre catégories de pièces de monnaie selon les représentations du roi archer.

Le système était bimétallique. Les Perses choisirent un ratio fixe or/argent de 13/3 pour 1, alors que dans la 20^e dynastie égyptienne (dans les années 1200 avant J.-C.) il valait 2 pour 1 ! Le ratio perse demeura fixe pendant deux cents ans, alors que le rapport or/argent fluctuait en Grèce. Cette stabilité est sans doute la conséquence des circulations relativement séparées du darique et du sicle, rendant les conversions monétaires peu importantes. Chez les Perses, comme dans beaucoup d'empires qui se sont succédé dans l'histoire, la souveraineté était englobante. Elle laissait beaucoup d'autonomie aux administrations des collectivités que l'Empire dominait¹. À cette décentralisation administrative sous

1. Voir l'ouvrage fondamental de J. Burbank et F. Cooper (2010).

une unité politique commune correspondaient des espaces monétaires relativement autonomes. Cette segmentation relative était un mode de régulation efficace qui a permis aux empires de durer de nombreux siècles.

L'acceptation du darique fut très vaste non seulement dans l'immense Empire perse, mais aussi à l'extérieur. Son poids et sa qualité étaient supérieurs à ceux des autres pièces d'or du monde méditerranéen. Son prestige était celui de la souveraineté du Grand Roi. En effet, les dariques ont été retrouvés partout par les numismates : trésors publics en Asie Mineure, sanctuaires des cités grecques et siciliennes, trésors privés. Les dariques véhiculaient les cadeaux du Grand Roi pour s'assurer l'allégeance des hommes d'État sous son influence et des ambassadeurs étrangers. Si la fonction politique de la monnaie est ici prépondérante, les marchands avaient aussi avantage à faire des transactions « internationales » dans une monnaie de haute valeur reconnue. En quelque sorte, le darique a été la première devise-clé équivalente du dollar contemporain.

GRANDEUR ET DÉCLIN DU SYSTÈME HELLÉNISTIQUE

On ne soulignera jamais assez l'importance dans les sociétés humaines de la monnaie fiduciaire objectivée dans des moyens d'échange. La confiance hiérarchique, c'est-à-dire la croyance dans la souveraineté de la société déposée dans la centralité de l'État, est éprouvée dans les échanges par l'acceptation sans condition de la monnaie frappée.

L'invention du monnayage a eu des implications politiques énormes. La plus importante sur le très long terme a été l'avancée de l'abstraction par laquelle l'État unifie la société en s'acquittant de la dette sociale. Le monopole sur l'émission de monnaie renforce l'identité collective. La contradiction entre la tentation de l'arbitraire que permet le pouvoir souverain sur la monnaie et la légitimité de ce pouvoir au nom du bien commun qu'est l'identité collective a traversé l'histoire de la civilisation occidentale. Selon

la théorie de la confiance présentée au chapitre 2, l'ordre monétaire est étroitement lié à l'ordre politique par lequel la confiance hiérarchique est subordonnée à la confiance éthique. *A contrario*, le désordre monétaire est toujours et partout un désordre politique et social. Le v^e siècle athénien, le grand siècle de Périclès, et sa décadence dans la guerre du Péloponnèse illustrent à merveille cette proposition.

Les cités-États de la Grèce antique ont frappé des monnaies de différents types. Le type monétaire est défini par l'unité de compte et par le nombre de poinçons qui détermine la valeur de la pièce (subdivisions de l'étalon). Dans leur rivalité avec l'Empire perse, les cités grecques conclurent une alliance, la ligue de Délos, à partir de 477 avant J.-C. La plupart des cités grecques se rallièrent au système politique et monétaire d'Athènes. Contrairement aux Perses qui laissèrent une grande autonomie aux autorités locales qu'ils subordonnaient, l'impérialisme athénien était centralisateur (Picard, 2008). Athènes imposa ses étalons de mesure à ses alliés subordonnés. Une union monétaire sur la base d'un étalon-or argent fut établie, où l'argent était le métal monétaire prépondérant grâce aux mines du Laurion qui étaient la propriété de la Cité. Le pivot monétaire était le fameux *tétradrachme* argent (99 % de métal pur), frappé au type de la chouette de Pallas Athena, protectrice de la Cité. Le numéraire athénien était *dokimon* dans toutes les cités liguées, c'est-à-dire qu'il y avait cours légal. En outre, concurrent du darique or, le tétradrachme argent circula comme monnaie commerciale internationale dans tout le Bassin méditerranéen. Sa cote était telle que sa valeur était supérieure à son poids de métal dans les territoires qui n'étaient pas sous l'influence politique d'Athènes.

Mais la logique monétaire doit être recherchée à l'intérieur de la Cité, non dans le commerce international. *La monnaie fait partie intégrante du système politique*. Son garant n'est pas l'échange marchand, c'est la Loi. Dans la constitution politique athénienne, la monnaie est l'institution de l'État de droit qui garantit l'uniformité des rapports d'échange entre les citoyens. Grâce à la confiance qu'elle inspire, la Cité peut faire des réformes monétaires tant que le cours fixé par la Loi est accepté par les citoyens. C'est la

solidité politique de la Cité qui fonde l'adhésion à la frappe officielle, puisque les marchands ont toujours la possibilité de comparer la valeur officielle des pièces et la valeur commerciale du métal qu'elles contiennent.

L'uniformité du monnayage permet de tirer les impôts des douanes et de contrôler les marchands. L'impôt prélevé sur la frappe (le seigneurage) semble avoir été de 5 % à Athènes au ^v^e siècle. Il s'y ajoutait le gain de change résultant de la conversion en espèces de tout métal gagné dans le commerce extérieur. Les changes étaient cotés sous la responsabilité des magistrats de la cité. Ils déterminaient à quel rapport la cité devait accepter les pièces étrangères. C'est ainsi que la monnaie athénienne devint le moyen de règlement permanent d'un commerce extérieur déficitaire dont la contrepartie était le tribut que les autres cités payaient à Athènes.

Les fonctions du change étaient donc multiples et hautement développées. Elles fournissaient à la fois les moyens de paiements aux marchands, le support des transferts unilatéraux et le véhicule des transferts de richesse privée. Enfin, elles faisaient l'arbitrage sur la diversité des types monétaires et des métaux employés. Bref, le système athénien n'avait rien à envier à la zone euro, ni dans l'organisation d'un espace monétaire à monnaie unique, ni dans le rôle international de la monnaie. Mais il avait l'énorme avantage d'un leadership politique assumé. Toutefois, le système athénien n'était pas immunisé contre ce que nous avons appelé l'ambivalence de la monnaie à la fin du chapitre 1. Lorsque l'ordre monétaire facilite l'essor d'un capitalisme commercial et financier international, il est corrodé par la force destructrice du désir privé de richesse. Cette contradiction préoccupait au plus haut point Aristote.

La théorie d'Aristote et l'épreuve de la guerre du Péloponnèse

Aristote se préoccupait beaucoup de l'ambivalence de la monnaie. Il avait compris que la force du lien social que la monnaie préserve dans la cité était menacée par l'accaparement privé de la

richesse sous forme monétaire. Aristote appelait cette face sombre de la monnaie, c'est-à-dire son accumulation insatiable comme trésor privé, la chrématistique². La monnaie est et doit être pure loi. La chrématistique pervertit l'autorité de la loi en déclenchant le mal de la cupidité privée contre le bien public. Selon Aristote, la cité est un réseau de solidarités réciproques. L'échange mutuel en est le maillon élémentaire et ne doit pas devenir un moyen d'accaparement qui dresse les citoyens les uns contre les autres. Or le financement du commerce maritime favorisait les opérations de prêts, sources d'enrichissement monétaire lorsqu'elles étaient clandestines pour échapper à la fiscalité.

Le rôle de l'étalon universel de mesure de la valeur est d'évaluer toute forme de service rendu à son « juste prix », c'est-à-dire la contribution de chaque citoyen au bien public. Seul le « juste prix » protège la cohésion sociale. Il faut donc s'opposer au changement des valeurs dans les marchés qui le perturbe. Car la dette réciproque des citoyens et de la cité ne doit pas être fixée par l'errance des marchés, mais par les rôles et statuts politiques sous l'égide de la souveraineté fondatrice. Le politique doit diriger la vie civile, ce qui implique de se garder de tout pouvoir arbitraire. On décèle ici l'écho très lointain de l'ordolibéralisme de l'École de Fribourg. La souveraineté est en surplomb car elle inspire la loi, laquelle doit demeurer conforme aux principes qui ont fondé la cité.

La monnaie *dokima* est indissociable des finances publiques dans l'ordre politique. Dans les moments critiques du fléchissement de l'autorité politique, le dérapage des dettes d'État peut provoquer des réformes monétaires mal acceptées parce qu'elles lèsent des intérêts privés influents. L'ordre politique de la Cité se détériore et provoque une crise financière et une crise monétaire liées. Dans l'Antiquité, les difficultés monétaires pouvaient provenir de dépenses militaires exceptionnelles et prolongées, de défaites militaires et de perte de territoires où l'on extrayait les ressources métallifères, de guerres civiles au sein des cités. Dans tous ces cas, il peut se produire une pénurie métallique relativement aux besoins

2. Aristote, *Éthique à Nicomaque*, IV, 1119b.

pressants de l'État. Mais, tant que la confiance dans l'État n'est pas atteinte, il ne s'agit pas de crise monétaire autoréférentielle, c'est-à-dire autoentretenu par la seule quête d'un refuge par les personnes privées pour la préservation de leur richesse. Toutefois, des crises monétaires pures sont possibles sous l'influence de la chrématistique. Elles provoquent des pénuries de liquidité par accaparement cumulatif de la liquidité comme richesse privée.

La grande crise athénienne de la fin du v^e siècle avant J.-C. est venue de la longue guerre du Péloponnèse (431-404), guerre pour l'hégémonie qui mettait en jeu la souveraineté³. Elle a opposé les régimes politiques oligarchiques conduits par Sparte et alliés aux Perses aux régimes démocratiques de la ligue de Délos menée par Athènes. Une première phase de guerre d'usure de 431 à 421 provoqua une attrition réciproque des deux camps. Après un répit, la guerre reprit avec l'expédition athénienne contre Syracuse de 415 à 413 qui fut un échec. Cet échec ouvrit la phase finale qui dura de 413 à 404 et se conclut par la défaite finale d'Athènes après occupation par les forces lacédémoniennes de l'Attique, donc perte des mines du Laurion et blocus maritime coupant la route du blé. La défaite de Syracuse détériora la ligue de Délos. Athènes dut mobiliser ses réserves par trois impôts extraordinaires. Les alliés rechignèrent à payer le tribut. Pour faire face à la pénurie d'argent due à la perte des mines du Laurion, Périclès décida de mobiliser les offrandes en or de l'Acropole pour importer le blé et les matériaux stratégiques. Grâce à cette mobilisation, la Cité se redressa entre 411 et 407.

Mais la défaite décisive fut l'anéantissement de la flotte en 406. En se combinant à la pression fiscale, cette défaite rompit l'unité politique de la cité. Les propriétaires terriens cherchèrent à faire la paix avec le chef spartiate Lysandre et à installer un régime oligarchique. La crise monétaire s'inscrit dans ces dissensions politiques. Après disparition de l'argent monnayé par thésaurisation, il fallut frapper des monnaies de bronze et tenter de les faire accepter au

3. La crise monétaire athénienne a été étudiée par Catherine Grandjean (2007), p. 85-102

même type que les tétradrachmes d'argent (Jessop Price, 1968). Cette réforme monétaire contrainte, jointe à la pénurie des denrées, déclencha la hausse des prix, laquelle détériora la confiance.

La démocratie athénienne dut capituler en mars 404, permettant aux opposants de faire un coup d'État avec l'approbation de Lysandre. Ce fut l'époque du régime des Trente mis en place sous tutelle lacédémonienne et protégé par une garnison qui occupa Athènes. Ce fut un régime de terreur qui abolit les institutions démocratiques. Mais leurs exactions furent si horribles qu'elles déclenchèrent un mouvement insurrectionnel. Les Trente furent rapidement chassés du pouvoir, ouvrant la voie au règlement de la crise politique. La restauration de la démocratie permit de conduire une diplomatie habile qui joua sur les divergences entre Sparte et les Perses. Les Athéniens réussirent à renverser les alliances. Devenant alliés des Perses, ils purent récupérer les mines du Laurion et financer la reprise de la guerre en 394. En 377, le redressement d'Athènes fut suffisant pour établir la deuxième ligue de Délos, un siècle après la première et un demi-siècle après le déclenchement de la guerre du Péloponnèse.

L'opportunité de faire évoluer le système monétaire en intégrant la monnaie de bronze ne fut pas saisie. Au contraire, ce fut un choix déflationniste qui l'emporta par démonétisation et retrait des pièces de bronze. Heureusement, le rétablissement économique fut assez rapide et évita une longue crise de l'endettement public, mais non celui des paysans, artisans et petits commerçants. C'est le retour du conservatisme aux sources de la souveraineté de la cité qui triompha pour restaurer l'unité des citoyens. Quant à l'innovation de la monnaie de bronze, elle réapparut beaucoup plus tard en Macédoine sous Philippe II puis Alexandre III dit le Grand. Après la conquête d'Alexandre en 322 avant J.-C., elle se répandit dans tout l'empire hellénistique, y compris l'Égypte ptolémaïque. Plus tard, ce fut un pilier du système trimétallique de la République romaine : or, argent, bronze.

CONFLITS POLITIQUES ET ENDETTEMENT
DANS LA RÉPUBLIQUE ROMAINE

Rappelons que la confiance dans la monnaie est une dimension essentielle de la construction de l'État face aux intérêts particuliers des marchands. Pour que la confiance existe, la perception de la monnaie doit faire système. Elle doit exprimer l'appartenance commune sous l'égide de l'État. Cela ne va pas de soi parce que confiance et méfiance sont dans un rapport dialectique.

À Rome, le système monétaire se présentait sous une forme hiérarchisée. Le pivot était l'unité de compte portée par une pièce de monnaie frappée. Au III^e siècle, à l'époque des guerres puniques, c'était l'*as* de bronze, sous la République, le *sesterce* de bronze (= 4 *as*), sous l'Empire, le *sesterce* d'argent ou son multiple, le *denier* (= 4 *sesterces*).

Dans une époque où régnait la pénurie des métaux précieux, la hiérarchie officielle pouvait être contestée par les utilisateurs. Ceux-ci réévaluaient ou dévaluaient certaines pièces et entraient en conflit avec l'autorité monétaire. Des compromis étaient trouvés dans des réformes monétaires où l'autorité retirait certaines pièces de la circulation, procédait à des refontes, voire changeait d'unité de compte. C'est ainsi que, en 64 après J.-C., Néron a abaissé le poids de l'*Aureus* qui était une pièce d'or de 1/42 livre (7,8 g) à 1/45 (7,4 g) et le poids du *denier* d'argent de 1/84 livre (3,86 g) à 1/96 (3,38 g). En outre, il réduisit le titre de la pièce d'argent de 98 à 93 % d'argent fin. Cette réforme a permis de multiplier les espèces en monnaie d'argent. La crainte de la famine monétaire la rendait acceptable malgré la baisse de la valeur métal des pièces. Car les épisodes antérieurs avaient montré que le manque de monnaie perturbait gravement les paiements quotidiens et provoquait des crises financières par incapacité à régler les dettes⁴.

4. Les crises et réformes monétaires de la longue époque romaine ont été étudiées dans une démarche historique comparative par Jean Andreau (2000).

Crise financière dans la deuxième guerre punique (218-201)

Cet épisode a été raconté par Tite-Live⁵. Au début de la guerre, l'étalon monétaire était l'*as libral* de bronze. En 217, il était devenu *semi-libral*. Une succession rapide de dévaluations se déclencha conduisant à l'*as oncial* (1/12 de livre) en 211. Ces dévaluations ont été provoquées par les énormes dépenses militaires, alors qu'Hannibal menaçait l'existence même de Rome. Le déficit budgétaire dépassait 3 millions de sesterces. C'est le cas type des crises de dettes publiques dues à l'effort de guerre qui allaient se multiplier plus tard dans l'histoire de l'Europe. Pour y faire face, la cité de Rome emprunta de l'argent privé et suspendit nombre de paiements, créant une dette forcée qui se répercutait sur les fournisseurs. Elle prit aussi des mesures exceptionnelles : affermage des bâtiments publics et des bateaux de guerre, réquisition des trésors privés des citoyens romains, vente de biens du domaine public. La Cité étant en danger, il y eut un engouement pour apporter les métaux précieux. Les sommes furent remboursées en trois fois après la guerre, la troisième fois en cession de terres.

Un triumvirat de magistrats fut créé en 214 pour tenir les comptes des dettes et créances de l'État, puis pour enregistrer les remboursements. À partir de 207, grâce à la victoire du Métaure sur Hasdrubal, le climat changea, et les affaires privées reprirent, permettant aux recettes fiscales de se redresser. Même si la guerre traîna encore six ans, les finances de l'État s'améliorèrent, et les autorités purent procéder aux remboursements.

Conflits entre créanciers et débiteurs dans les crises politiques du I^{er} siècle

Les transactions financières étaient régies par les règles de droit privé. Mais les lois romaines ne s'appliquaient pas aux alliés, c'est-à-dire aux non-citoyens romains d'Italie, notamment la réglementation des prêts à intérêts. Cela offrit la possibilité de contourner la loi romaine, d'autant qu'il n'existait pas de bureau d'enregistrement

5. Tite-Live, 7, 27, 3-4.

des contrats privés. Ces échappatoires favorisaient les prises de risque excessives, les transactions douteuses et le surendettement ; d'où la récurrence des crises d'endettement privé. Bien que privées, ces crises d'endettement exigeaient les interventions de l'État parce qu'elles pouvaient dérégler les systèmes de paiements. On trouve ici une illustration du lien étroit entre dettes, finalité des paiements et liquidité, étudié au chapitre 1.

Pour maîtriser les crises d'endettement, l'État avait à sa disposition une panoplie de moyens exceptionnels et temporaires, dont l'usage dépendait d'options politiques. Le scénario extrême consistait à ne rien faire : refuser tout aménagement des dettes et réprimer les troubles. C'est ce que choisit Cicéron en 63 avant J.-C. Hormis cette politique désastreuse, des stratégies d'aménagement des dettes pouvaient être déployées. Elles n'avaient rien à envier aux techniques contemporaines. Il était possible de réduire l'excès d'endettement en rééchelonnant les échéances, diminuant ainsi l'encours ou les intérêts versés ; d'organiser sous contrôle public la vente d'éléments de patrimoine des débiteurs ; de verser des fonds publics en dons ou prêts à intérêt nul ou réduit pour injecter de la liquidité (Andreau, 2007).

Ces modes de résolution n'impliquaient donc pas de passer par une réforme monétaire, mais ne l'excluaient pas non plus (91 et 81 avant J.-C.). Même s'ils n'allaient pas jusque-là, les pouvoirs publics choisissaient de mettre en circulation davantage de monnaie dans la plupart des crises. Ils procédaient donc à une politique dite d'expansion de bilan (*quantitative easing*, QE). Voilà qui rend assez cocasses les cris d'orfraie proférés par les puristes de la neutralité de la monnaie de nos jours devant les « audaces » des banques centrales.

La pire des crises fut justement celle de la « conjuration de Catilina » entre 64 et 62 avant J.-C. dans laquelle Cicéron refusa toute gestion du surendettement. Cicéron était consul en 63, au cœur de la crise. Aux élections de juillet 64, il avait dramatisé la crise à l'extrême pour mobiliser l'opinion. Catilina s'était présenté contre Cicéron pour le consulat de 63. Dans sa campagne, il insista auprès de ses partisans sur le contraste entre leur pauvreté causée

par l'endettement et la richesse de l'oligarchie au pouvoir qui bénéficiait des prébendes de l'État. Il était partisan d'un vote d'une loi au Sénat pour l'abolition des dettes. D'ailleurs, dans la crise de 86, les trois quarts des dettes avaient été abolies. Or en 64 une partie de la plèbe de Rome était très endettée.

Cicéron devint consul en 63 sur un programme politique très hostile à la réduction des dettes. Catilina fut de nouveau battu aux élections consulaires de 62 et passa à l'action violente avec ses partisans qui rassemblaient tant des plébéiens que des jeunes gens de l'élite. En octobre 62, Cicéron fit voter l'état d'urgence qui donnait des pouvoirs exceptionnels aux consuls. Des deux côtés on rassembla des troupes pour la guerre civile. L'endettement aigu couplé aux menaces de guerre civile gela les paiements. La monnaie disparut dans la thésaurisation exprimant la recherche de liquidité absolue. Cicéron interdit l'exportation des métaux précieux. Finalement, Catilina et ses partisans furent vaincus et massacrés par l'armée régulière en Toscane en janvier 62.

La leçon intéressante pour nous est que l'endettement ait pu provoquer un mouvement insurrectionnel. Il y eut conjonction d'intérêts des débiteurs plébéiens à la fois ruraux et urbains et des jeunes débiteurs de l'élite. Car la conquête des positions politiques élevées coûtait très cher ; ce qui entraînait une inégalité intergénérationnelle extrême. Les sénateurs endettés devaient vendre une partie plus ou moins grande de leur patrimoine (terres, esclaves, immobiliers, objets précieux) pour rembourser leurs créanciers. Les ventes massives provoquaient la déflation.

Logique de l'argent dans la République romaine décadente

La République romaine était devenue une société d'héritiers (Veyne⁶, 1976). C'était aussi une société politique car seule la politique permettait d'accéder à la reconnaissance sociale. Il fallait hériter d'un patrimoine substantiel pour devenir sénateur. Celui

6. Pour une analyse de la société romaine et du fonctionnement de son oligarchie républicaine, se reporter à l'excellent ouvrage de Paul Veyne (1976).

qui perdait ce patrimoine était exclu de l'élite. Il s'y confrontait une logique ploutocratique ne reposant que sur l'argent et un principe aristocratique fondé sur l'hérédité. Une telle société rendait impossible la mobilité ascendante et glissait nécessairement vers la sclérose.

Il y avait deux logiques d'accès à l'argent : celui qui était gagné ou perdu dans les affaires privées ; celui qui était garanti par l'État en contrepartie des services rendus par une famille patricienne au cours des générations. Ainsi, Catilina qui était patricien de souche considérait que l'État lui devait garantie de son patrimoine et traitait Cicéron d'usurpateur. L'État aurait donc dû assurer une régulation politique entre deux catégories de valeurs sociales. Pris dans le tourbillon des conflits d'intérêts, il était incapable de le faire. Plus tard, l'Empereur, émanation d'une souveraineté supérieure, fit cette régulation.

Concernant le lien étroit entre l'endettement et les crises monétaires déflationnistes du 1^{er} siècle avant J.-C., la thésaurisation a été la cause des crises de paiements. *C'est la recherche éperdue de la liquidité qui fait disparaître la liquidité.* Bien sûr, cette dynamique, crainte par Aristote, est d'autant plus mortifère que l'offre de monnaie est plus rigide à cause de la politique monétaire menée par les créanciers au pouvoir. Quel écho avec la crise grecque contemporaine dans le cadre de la zone euro !

Dans les années 49 à 47, la guerre civile éclata entre César et Pompée à la suite d'une nouvelle tension aiguë entre débiteurs et créanciers. Le prix des terres baissa, et le numéraire disparut. Mais César en position de consul n'agit pas comme Cicéron. Il fit estimer les biens à leur valeur d'avant-guerre pour que les débiteurs puissent payer leurs dettes sans être spoliés. En outre, il instaura l'abolition d'une partie des dettes et interdit à quiconque de posséder plus de 60 000 sesterces en liquide. Enfin, il réquisitionna le trésor du Sénat et des sanctuaires et fit frapper de la monnaie or et argent. Politique d'une grande sagesse qui néanmoins ne parvint pas à empêcher de profonds désordres sociaux.

De l'empire en pleine puissance à l'empire tardif

L'Empire romain a défini un principe de souveraineté centralisé et unifié. Les conséquences sur le régime monétaire ont été drastiques : *l'Empire romain n'a pas de dettes et ne connaît pas les monnaies étrangères*. Dans ces conditions, les crises financières violentes ont disparu. D'ailleurs, tout le I^{er} siècle a été une époque de stabilité et d'essor de l'Empire. À partir du II^e siècle se sont produites des crises de dépréciation monétaire à la fois lentes et de longue durée (Carrié, 2000).

La cause principale a été l'extension de l'Empire. Les coûts de pacification des régions conquises, de défense des frontières dilatées et éloignées requièrent des dépenses militaires, de logistique et de mise en valeur des terres conquises qui dépassèrent le tribut tiré des nouveaux espaces conquis. La rareté des esclaves rendit les exploitations moins productives. Les finances publiques se détériorèrent franchement vers les années 190 après J.-C. sous l'empereur Commode, époque où les guerres devinrent défensives. La détérioration des finances publiques entraîna irrémédiablement la dépréciation monétaire. Le titre du denier baissa de 95 à 65 % de métal fin. Les prix en deniers doublèrent, mais restèrent constants en aureus et en sesterces de bronze qui n'avaient pas été dévalués. En 215, l'empereur Caracalla introduisit l'*antoninianus*, une pièce de 5 g au titre d'argent inférieur à 50 %. Stable jusqu'en 238, cette nouvelle monnaie se dévalua ensuite par paliers en poids et en titre. Elle remplaça le denier d'argent qui cessa d'être frappé à partir de 250 et disparut totalement en 274.

Dans une première époque, l'*antoninianus* a été frappé exclusivement dans les ateliers monétaires aux marges de l'Empire et a circulé seulement dans les provinces où il fallait financer des opérations militaires. La circulation monétaire de l'Empire devenait donc segmentée. L'objectif était d'augmenter la masse monétaire en circulation. Mais, dans la situation détériorée des finances publiques, il était impossible de le faire sans que le contenu métallique de la monnaie ne s'appauvrisse. Jusque vers 250, la hiérarchie monétaire

instaurée par Auguste, or/argent/bronze, s'est maintenue (Callu, 1969). Jusqu'en 258, les frappes d'or et d'argent se sont dépréciées de concert pour maintenir la parité de 25/1. C'est ensuite que l'effondrement de *l'antoninianus* a provoqué la désintégration de la hiérarchie monétaire. En 274, l'empereur Aurélien a fait une réforme monétaire qui a provoqué la grande crise inflationniste romaine (274-361) que l'on étudiera dans la troisième partie du livre consacrée aux crises monétaires.

Il est intéressant de noter l'étonnante stabilité des prix de 215 à 274. Il semble que la prise de conscience de la dévaluation monétaire ait été lente tant que la hiérarchie monétaire entre les métaux a été respectée. En outre, la segmentation de la circulation entre pièces nouvelles et pièces anciennes a freiné la dégradation de la confiance au cœur de l'Empire.

Les inventions monétaires du Moyen Âge

Après la chute de l'Empire romain au ^v^e siècle de notre ère, l'économie monétaire a reculé vertigineusement en Occident, poursuivant un processus qui avait été engagé dans la grande inflation romaine du ^{iv}^e siècle. La défiance à l'égard de toute frappe monétaire a accompagné l'effondrement de la souveraineté. Le haut Moyen Âge a régressé à des formes rudimentaires d'échange qui utilisaient des lingots et d'anciennes pièces romaines échangées à leur poids. L'espace social de la valeur s'est morcelé. La régression à des mesures pondérales révèle la perte de la confiance éthique.

La disparition de l'économie urbaine et la destruction des voies de communication ont fait disparaître l'économie marchande au-delà de bribes d'échanges immédiats. Les monastères, dispersés dans de vastes espaces rendus à la nature sauvage (les bagaudes) et parcourus par des bandes armées de pillards issues des anciennes garnisons romaines, sont devenus les seuls dépositaires de l'héritage du Bas-Empire pour l'émission monétaire. En effet, tant que l'appartenance sociale était définie sur des critères ethniques, les

ateliers monétaires étaient confinés dans les monastères. Ces ateliers étaient dispersés, sans dispositifs de contrôle de qualité ni de régulation des changes.

LA DIFFICILE REFONDATION DE LA SOUVERAINETÉ

L'Église représentait donc la continuité de l'héritage du Bas-Empire dans les registres de la souveraineté et de la monnaie. Mais l'avènement des rois francs entraîna la prépondérance des formes claniques de gouvernement où l'appartenance était définie par des critères ethniques. Certes, les rois francs continuèrent à appliquer les principes fiscaux romains. Les transactions immobilières demeurèrent définies en monnaie métallique (le *sou*). Mais cela ne concernait que l'aristocratie foncière des Mérovingiens.

Restauration avortée de la souveraineté impériale et établissement de la hiérarchie enchevêtrée à l'an mil

Les relations entre les rois francs et l'Église n'étaient pas de tout repos. À partir de Charles Martel, les rois francs prirent l'habitude de confisquer les propriétés ecclésiastiques dont les ventes finançaient les armées qui assuraient leur prestige. Une négociation s'engagea avec l'Église pour restituer les propriétés confisquées. Un compromis fut difficilement atteint pour définir la ligne de partage. Ce fut *le modèle du fief* comme lien social et emblème de souveraineté. Les seigneurs féodaux conservaient les terres de l'Église qui avaient été confisquées. Mais ils versaient une contribution financière à l'Église en reconnaissance de sa propriété *éminente* (Duby, 1973).

On saisit l'importance de l'invention d'un nouveau principe de souveraineté pour l'ensemble des liens sociaux. C'est le principe de la *souveraineté hiérarchique enchevêtrée* qui noue l'alliance de l'Église et des États monarchiques pour de nombreux siècles⁷. Le

7. La hiérarchie enchevêtrée n'est pas propre à l'Occident chrétien. On la retrouve dans des sociétés impériales de l'Eurasie pendant de nombreux siècles. Un théoricien éminent est Louis Dumont (1983). Cet auteur contraste

roi est le souverain dans l'ordre des affaires temporelles ; l'Église est le souverain dans l'ordre du sacré. Les deux modes de souveraineté s'enchevêtrent sous la prépondérance éminente de l'Église. La hiérarchie enchevêtrée dans le principe de souveraineté entraîne celle des formes de la confiance. La confiance éthique procède des commandements de Dieu enseignés par l'Église. La confiance hiérarchique procède de l'autorité de l'État. Les préceptes moraux de la chrétienté inspirent la Loi et guident la conduite du souverain temporel. Tel est du moins le devoir-être. La forme symbolique de l'allégeance du roi à l'Église est le sacre qui fait du roi l'intercesseur de l'ordre divin dans l'ordre social. En contrepartie, le roi s'engage à protéger le Saint-Siège. C'est la naissance de ce qui fut appelé l'Occident chrétien à partir de Pépin en 760. En 800, Charlemagne reçut la couronne impériale et restaura l'ordre social en mettant fin à des siècles de discordes claniques et en réanimant les échanges commerciaux. Le souverain décrète son monopole sur la création des marchés dont il tire les recettes fiscales. Un code de corporations s'ébauche.

Mais la restauration carolingienne visant à rétablir l'Empire romain fut un échec. Les Carolingiens avaient rétabli le monopole étatique de la frappe, donnant forme monétaire à la hiérarchie du corps social. La frappe du sou d'or était une prérogative exclusive de l'empereur. La frappe des monnaies d'argent était déléguée aux seigneurs. Cependant, l'Empire carolingien s'est morcelé bien avant l'an mil. Les fiefs se sont de nouveau autonomisés. L'espace de circulation de la monnaie s'est rétréci aux IX^e et X^e siècles. La rivalité des seigneurs féodaux dégénéra dans le ravage de guerres perpétuelles. Seuls les échanges lointains avec les empires byzantin et musulman continuèrent à s'effectuer en monnaie or.

L'Église était la seule institution pourvue d'une autorité morale capable de soustraire les rivalités politiques à la violence. Elle établit le fondement politique d'une réanimation de la circulation monétaire par des réformes cruciales qui donnaient des

les principes de souveraineté dans les sociétés hiérarchisées et dans celles où règne l'individualisme marchand.

bases institutionnelles au principe de la souveraineté hiérarchique enchevêtrée. D'abord, elle parvint à imposer la *trêve de Dieu* aux barons en guerre et à structurer le temps social en instaurant un calendrier liturgique. Puis, en s'appuyant sur ce socle, le pape a promulgué la *réforme grégorienne* qui fut fondamentale dans le destin de l'Europe. Le Sacré fut mis hors marché par interdiction de vente des dignités ecclésiastiques. Le *droit canon* fut édifié. Il stipulait le versement du cens à la Papauté par les abbayes, les princes, les seigneurs et les villes libres.

C'est le paiement des redevances qui a redonné vie à la circulation monétaire. Comme l'Église organisait un réseau supraterritorial de finances pontificales mais ne créait pas de monnaie, elle utilisait les monnaies locales des contributeurs. Ce fut l'incitation au développement des marchés de change. Les changeurs pontificaux mutèrent en marchands banquiers, drainant vers Rome le cens des immenses propriétés foncières de l'Église dans toute l'Europe (Dupuy, 1992). Le Saint-Siège concentra ainsi des ressources qu'il relança dans les circuits monétaires par ses dépenses en vue de rétablir son autorité sur les lieux saints. Cela entraîna d'énormes flux financiers entre Rome et tous les territoires de l'Europe. Les codes de corporations furent instaurés, les franchises accordées aux villes furent promulguées, et les foires furent organisées. Le réseau des villes de foire, s'étendant sur tout l'espace de la chrétienté, fut le terreau sur lequel le capitalisme prit racine à partir du lancement des croisades à la fin du XI^e siècle.

Cette nouvelle conceptualisation de la souveraineté marquait une rupture profonde avec l'Antiquité. Le politique n'était plus la source primordiale des statuts sociaux et le principe de légitimation des conduites. Le christianisme a institué la conception de l'être humain à l'image de Dieu, dont la finalité dans sa vie terrestre est le salut individuel. Cette finalité spirituelle est légitimée par l'Église, non par le politique. Corrélativement, il a rendu l'esclavage immoral et a valorisé le contrat de travail entre individus libres. Les fondements éthiques de la double séparation constitutive de ce qui allait devenir le capitalisme ont été élaborés par l'Église et ont reçu une forme juridique adéquate dans le droit canon. La

rencontre au cours des siècles entre l'aspiration au salut et ce que Max Weber a appelé l'« esprit du capitalisme » a ouvert la voie aux innovations financières privées du Moyen Âge.

Le roi de France va pratiquer pendant des siècles un pacte d'alliance avec son peuple parce que le sacre le posait comme de droit divin. La personne du roi est en quelque sorte dédoublée : d'un côté la personne humaine mortelle, de l'autre la souveraineté qui s'exprime dans la lignée héréditaire de la succession des rois. « Le roi est mort, vive le roi ! » À partir du XI^e siècle, la finance a joué un rôle crucial dans l'affirmation du pouvoir royal. L'alliance avec l'Église s'est renforcée à travers les croisades dont la première a été lancée en 1095. Celles-ci augmentèrent considérablement les besoins financiers des seigneurs et des rois. Les guerres pour imposer la centralisation du pouvoir royal sur les seigneurs féodaux alimentèrent aussi les besoins insatiables des pouvoirs publics. La coordination financière d'un bout à l'autre de l'Europe devint l'apanage des marchands banquiers italiens créant le réseau des villes de foires.

Les innovations monétaires du bas Moyen Âge firent faire un grand bond en avant à l'abstraction dans l'institutionnalisation de la monnaie, donc dans la régulation de la valeur. Les deux grandes innovations monétaires furent l'une publique, *l'institution d'unités de compte abstraites*, l'autre privée, *l'invention de la lettre de change*. L'articulation de ces deux éléments a constitué le système monétaire dualiste international qui a régulé la première phase d'essor du capitalisme jusqu'à la découverte des gisements d'argent du Potosí au Pérou au cours du XVI^e siècle.

CRÉATION ET ESSOR DU SYSTÈME DUALISTE (XIII^e-XV^e SIÈCLE)

En dépit du développement de la monnaie scripturale que l'on va étudier plus loin, les économies de l'Europe étaient étroitement dépendantes des monnaies métalliques pour les paiements au détail et pour les règlements des dettes. Or les métaux précieux étaient

drainés hors de l'Europe pour financer la balance commerciale structurellement déficitaire avec l'Orient. Plus massif encore fut le coût des croisades. Les mines européennes ne parvenaient pas à un rendement suffisant pour combler l'ampleur des sorties de métal hors d'Europe et les pertes dues aux guerres continues entre les monarques européens. La pénurie atteignit son paroxysme à la fin du ^{xiv}^e siècle, inaugurant la grande déflation du ^{xv}^e siècle : hausse des prix des métaux précieux, baisse des prix des marchandises, dévaluation des monnaies courantes par dépréciation de leur contenu métallique.

La pénurie des métaux précieux, tantôt latente, tantôt aiguë, provoqua une innovation monétaire des monarques, qui cherchaient à affirmer leur souveraineté les uns contre les autres en préservant leur stock d'espèces monétaires. Ce fut l'invention d'unités de compte abstraites, c'est-à-dire séparées de tout support métallique, en lesquelles les dettes étaient définies. Les plus célèbres furent la livre tournois en France, la livre sterling en Angleterre, le maravedis en Espagne. Après cette invention, les monnaies métalliques se définirent en unités de compte qui furent les pivots des systèmes monétaires dans les monarchies d'Europe. Ces systèmes devinrent donc dualistes : unités de compte abstraites et moyens de règlement métalliques. Aussi, en 1266, à son retour de la troisième croisade où il avait été fait prisonnier et libéré contre une énorme rançon, Louis IX frappa-t-il l'écu d'or et le gros d'argent. Il fixa souverainement la valeur des pièces en livre tournois dans laquelle les dettes étaient exprimées. Aucun nombre n'était inscrit sur les pièces. Il offrait ainsi à ses successeurs l'opportunité de décréter des mutations monétaires sans avoir à remodeler les poids et les titres des pièces en circulation.

Le pouvoir d'achat de la masse monétaire pouvait augmenter globalement sans que sa structure ne soit modifiée, tant bien sûr que les prix n'augmentaient pas au point d'annuler le gain de la mutation. Lorsque le roi décidait que l'écu d'or était rehaussé de 20 % (la livre tournois abaissée), toute la constellation des pièces venait s'aligner sur la nouvelle définition de la monnaie de compte en fonction de leurs valeurs relatives.

Pendant plusieurs siècles, les mutations monétaires ont été l'instrument des politiques royales consistant à dévaluer (la plupart du temps) ou à réévaluer (exceptionnellement) l'unité de compte selon les intérêts financiers de l'État qui était à la fois débiteur et créancier (Bloch, 1953). En France, le système dualiste dura jusqu'à la Révolution. Cette politique était efficace dans un environnement déflationniste. Dans la déflation du xv^e siècle, cette politique était approuvée par les corporations marchandes et par la population. Elle permettait de relancer les dépenses en insufflant des moyens de paiements de plus grand pouvoir d'achat sur les biens. Cela permettait de soutenir les prix des marchandises et freinait donc les forces déflationnistes. Au xvi^e siècle, au contraire, avec l'arrivée des métaux monnayables d'Amérique, la dépréciation de la monnaie de compte amplifia les effets inflationnistes de l'abondance monétaire. La dévaluation de la livre tournois révélait la contradiction entre la régulation de la monnaie et les besoins financiers de l'État. Elle devint l'enjeu de conflits sociaux aigus.

Le système dualiste dans la grande hyperbole de l'abstraction monétaire

Le système dualiste est une organisation monétaire de cinq siècles en France, quatre et demi en Angleterre. Il s'inscrit dans le processus multiséculaire de progression de l'abstraction monétaire. Cette trajectoire est celle de la dévaluation irréversible et généralisée des unités de compte en termes de poids de métal monnayé, pour parvenir au xx^e siècle à l'indépendance complète de l'unité de compte et du métal. L'unité de compte se définit par elle-même. C'est l'unité du passif de l'institution qui l'émet. Elle est exclusivement fiduciaire.

On va d'abord rechercher si cette trajectoire suit une loi d'évolution quantitative. Puis on va évoquer les principales étapes qualitatives dans l'abstraction monétaire. Celles-ci montrent que l'invention sociale de la monnaie est d'abord et avant tout du côté de la puissance souveraine. Elles soulignent aussi que cette invention est un processus alterné de phases d'intenses mutations et de

phases de stabilité. Grâce aux informations recueillies sur les pièces de monnaie, qui permettent de mesurer avec précision leur titre et leur poids en or ou en argent, il est possible de calculer le poids d'or fin dont le prix est équivalent à l'unité de compte dans laquelle les pièces sont définies compte tenu du rapport entre l'or et l'argent lorsque l'unité de compte est définie en argent. En cas de cours forcé, on suppose par convention que la teneur de métal de l'unité de compte est l'inverse du prix du kilogramme d'or fin sur le marché libre. Cailleux (1980) a fait la synthèse des études des historiens de la monnaie. Elle est résumée et simplifiée dans le tableau 3.1.

Le tableau 3.1 suggère que la dépréciation des unités de compte depuis deux mille cinq cents ans est plus rapide que l'exponentielle. Le taux de dépréciation est croissant dans le temps. Cailleux montre qu'il est possible d'ajuster à ces données une loi exponentielle-hyperbolique du type : $p = \frac{a}{b - e^{at}}$ où p est le prix de l'or et t , le temps.

Cette loi est intrigante parce que le prix de l'or et son taux d'accroissement tendent vers l'infini en un temps fini selon cette loi. Cependant, le processus n'est pas régulier, de sorte que les paramètres de la fonction estimée sur le passé ne permettent pas de calculer la date future de la destruction de l'économie monétaire ! En effet, les époques de dépréciation accélérée sont interrompues par des époques de stabilité monétaire. L'ordre et le désordre paraissent se succéder. Les époques d'ordre stoppent l'emballement monétaire et repoussent l'échéance. Toutefois, les crises monétaires que l'on étudiera dans la troisième partie, dégénérant en hyperinflation, enseignent que des monnaies peuvent être localement détruites, donc que la souveraineté monétaire est mortelle.

Parmi les étapes de stabilisation célèbres, on peut citer d'abord celle de César qui fait une réforme à base d'étalon-or en créant l'aureus. La stabilité dura plus de deux siècles, puisque sous Néron la dépréciation de l'aureus n'était que de 10 % et en 215, sous Caracalla, que de 20 %. Mais, comme on l'a vu plus haut, la crise économique du III^e siècle s'accompagna d'une altération rapide des monnaies, avec un recul de l'économie monétaire dans les provinces et une contraction des échanges dans l'ensemble du

monde romain. Les réformes de Dioclétien et de Constantin, que l'on étudiera en traitant de la grande inflation romaine, cherchèrent à rétablir l'unité monétaire de l'empire qui commençait à se fractionner. Mais cette stabilisation fut de courte durée. La pénurie des métaux et la désagrégation de l'empire de l'Occident entraînèrent un morcellement territorial de l'Europe occidentale pendant le haut Moyen Âge. Aussi la stabilité apparente du solidus (ancêtre du sou) est-elle celle d'une unité de compte qui ne circule plus, symbole d'une souveraineté lointaine qui s'efface dans le temps.

Tableau 3.1. De l'Antiquité à Charlemagne
et de Charlemagne au franc

Époques	Unité de compte ⁽¹⁾	Milligrammes d'or fin contenu	Prix du kilo d'or fin en équivalent franc ⁽²⁾
Crésus (-560)	Livre pondérale	450 000	0,022
Sylla (-87)	20 as libral	218 800	0,046
César (-45)	20 aureus	162 700	0,061
Auguste (0)	20 aureus	156 000	0,064
Néron (52)	20 aureus	145 000	0,069
Dioclétien (295)	20 aureus	109 000	0,092
Constantin (312)	20 solidus	90 000	0,111
Loi salique (620)	20 solidus	76 000	0,132
Charlemagne (805)	livre	24 000	0,42
Louis IX (1266)	Livre tournois	8 270	1,20
Philippe le Bel (1311)	Livre tournois	4 200	2,38
Louis XI (1480)	Livre tournois	2 040	4,90
Henri IV (1600)	Livre tournois	1 080	9,26
Louis XIII (1640)	Livre tournois	621	16,1
Louis XIV (1700)	Livre tournois	400	25,0
Louis XVI (1789)	Livre tournois	300	33,3
Bonaparte (1803)	Franc	290	34,2
Poincaré (1928)	Franc	58,9	170
Daladier (1938)	Franc	24,75	404
Pinay (1958)	Franc	1,88	5 320
Giscard (1972)	Centime	1,08	9 290
Barre (1979)	Centime	0,23	43 000

⁽¹⁾ La correspondance nominale entre les unités de compte est :
20 aureus ~ 20 solidus ~ 1 livre

1 livre tournois ~ 1 franc = 100 centimes

⁽²⁾ La continuité nominale du franc est rompue en 1960 par la création du nouveau franc = 100 anciens francs qui devient le franc en 1963.

Source : P. Cailleux (1980), p. 253.

De Louis IX à Louis XVI, les mutations monétaires vont être, on l'a vu, l'instrument de politiques royales consistant à dévaluer ou à réévaluer l'unité de compte, selon la balance des intérêts de l'État en tant que débiteur public ou créancier fiscal. Ce système rend possibles des dévaluations bien plus rapides que dans l'Antiquité.

À l'intérieur même du système dualiste, l'intensité des dévaluations de l'unité de compte a été grandement différente selon les modes d'exercice de la souveraineté qui conditionnent la confiance éthique. La monarchie française était absolue de droit divin, ce qui conférait à l'État royal un grand arbitraire en matière financière, favorisant une instrumentation de la monnaie (Bloch, 1953). En Angleterre, le pouvoir politique des marchands et des financiers privés s'est manifesté par le Parlement dès la promulgation de la *Magna Carta* en 1215. La dévaluation s'est même pratiquement arrêtée avec le règne d'Élisabeth I^{re} (tableau 3.2.). L'opposition des deux pays fait bien apparaître le rôle déterminant de la confiance éthique qui contraint la capacité d'instrumentation du pouvoir d'État. La monnaie doit être d'acceptation unanime pour s'imposer comme norme de la valeur. Or les historiens observent un changement dans la perception des mutations vers la fin du xv^e siècle. Jusque-là, elles sont définies par rapport à la monnaie de compte qui est bien représentée comme le centre du système monétaire. Au-delà, elles sont désignées par rapport aux monnaies métalliques et sont donc identifiées comme des dévaluations de l'unité de compte. En même temps, il apparaît une défiance à l'égard de la livre tournois dans les périodes de forte instabilité. On cherche à lui substituer des références alternatives pour libeller les contrats. Des unités de compte privées sont utilisées malgré l'interdiction royale. Quelle est la raison de cette inversion majeure de la confiance à la défiance dans la livre tournois ?

Grandeur et décadence du système dualiste

Les mutations nominales de l'unité de compte ont permis de renforcer les pièces de monnaie circulantes au fur et à mesure que l'unité de compte s'affaiblissait. Lorsque le pouvoir royal décidait

que l'écu d'or était rehaussé de 20 %, toute la constellation des pièces venait s'aligner sur la nouvelle définition de la monnaie de compte en fonction des valeurs relatives des pièces. Mais, bien sûr, la valeur relative des pièces posait le problème de la mauvaise monnaie qui chasse la bonne à cause de la distorsion entre les valeurs déclarées des pièces et les cours commerciaux des métaux. Cette « loi » fut formulée par le philosophe Nicolas Oresme dès le XIV^e siècle, soit deux siècles avant son énoncé par le financier Thomas Gresham à qui elle est attribuée ! Cependant, l'abstraction de l'unité de compte permettait de dissocier le problème global de l'adéquation de la masse monétaire aux besoins du royaume et celui de la structure des moyens de paiements (Thomas, 1977).

Tableau 3.2. Cinq siècles de mutations monétaires en France et en Angleterre

France			Angleterre		
Règnes et dates de mesure	Milligrammes or fin dans livre tournois	Val. résiduelle livre tournois (% initiale)	Règnes	Milligrammes or fin dans livre sterling	Val. résiduelle livre sterling (% initiale)
Louis IX (1266)	8 270	100	Édouard I ^{er} (1278)	20 500	100
Philippe le Bel (1311)	4 200	50,7	Édouard III (1350)	17 400	84,8
Louis XI (1480)	2 040	24,6	Henry VII (1489)	15 470	75,5
Henri IV (1600)	1 080	13,1	Henry VIII (1535)	9 200	44,9
Louis XIII (1640)	621	7,5	Élisabeth I ^{re} (1560)	7 750	37,8

Source : P. Cailleux (1980), p. 254.

L'alternance des périodes de dépréciation des unités de compte et des périodes de stabilité se trouve probablement dans les cycles de longue durée qui rythment l'histoire de l'Europe à partir de l'an mil : des grandes phases de prospérité économique, de hausse des prix et d'abondance monétaire succèdent à des phases de disette, de baisse des prix et de pénurie de moyens de paiements. Après l'échec

final des croisades, les XIV^e et XV^e siècles renvoient à une époque de terrible déflation aggravée par des maux sociaux profonds et durables (refroidissement climatique, catastrophe démographique provoquée par la grande peste noire de 1348-1349, guerre de Cent Ans). La dévaluation de la monnaie de compte était la seule manière de lutter contre la déflation. D'ailleurs, les tentations temporaires de quelques monarques de réévaluer l'unité de compte rencontrèrent les résistances des corporations et de la population. Au contraire, au XVI^e siècle avec l'arrivée des métaux monnayables d'Amérique, la dépréciation de la monnaie de compte amplifia les effets inflationnistes de l'abondance monétaire, en sorte que l'économiste et philosophe Jean Bodin et le seigneur et économiste Jean de Malestroit eurent raison tous les deux. La controverse portait sur les causes de l'inflation. Jean Bodin était un partisan de la théorie quantitative de la monnaie. Il imputait l'inflation à l'arrivée massive de l'argent du Potosí qui était monétisé à Séville et s'écoulait dans toute l'Europe. Le seigneur de Malestroit, conseiller du roi, raisonnait dans l'ancien système dualiste qui subsistait et mettait l'accent sur les dévaluations de la livre tournois. En effet, ces dévaluations étaient devenues un enjeu de conflits sociaux aigus.

Car, après la conquête de Christophe Colomb en 1492, des torrents d'argent se déversèrent sur l'Espagne, furent monétisés à Séville et se répandirent dans toute l'Europe (tableau 3.3.). La circulation monétaire gonfla énormément et nourrit une puissante inflation. Les désordres financiers qui en résultèrent accompagnèrent les énormes transformations sociales de l'époque dite de la Renaissance.

Pour bien comprendre, comparons le système dualiste et le système contemporain de monnaie fiduciaire où la monnaie de compte et les moyens de paiements sont confondus. En cas de dépréciation de l'unité de compte, les créanciers en valeur nominale et les détenteurs de liquidité sont aujourd'hui dans le même camp perdant. Dans le système dualiste, les créanciers et les thésauriseurs étaient dans des camps opposés. En effet, le pouvoir d'achat des créances était diminué en équivalent métal ; tandis que le pouvoir d'achat des espèces était augmenté tant que la hausse des prix n'avait pas rattrapé le taux de la mutation. Au fur et à mesure

Tableau 3.3. Production mondiale de métaux précieux et entrée à Séville (moyenne sur les périodes en tonnes)

Périodes	Production mondiale (1)		Arrivées à Séville (2)		2/1 en %	
	Or	Argent	Or	Argent	Or	Argent
1495-1544	330	475	60	265	18	8
1550-1600	380	17 890	95	7 125	25	40
Croissance (taux en %)	15	410	62	2 618		

Source : d'après Pierre Vilar (1974).

que se développait le crédit privé, source de l'essor du capitalisme, la défiance vis-à-vis de la monnaie de compte était une entrave à l'utilisation productive des épargnes. C'est pourquoi les monarques faisaient de loin en loin des mutations inverses pour rehausser la valeur de la livre tournois. C'étaient des tentatives pour restaurer la confiance dans l'unité de compte. Mais ces efforts sporadiques n'étaient que des expédients. Le dynamisme des affaires privées avait besoin d'une stabilisation durable, d'une transformation du système monétaire. Le fait que cette transformation ait eu lieu en Angleterre beaucoup plus tôt qu'en France n'est pas étranger à la prépondérance de la première à l'âge « classique ».

RÉVOLUTION DANS LA TECHNOLOGIE DES PAIEMENTS

Dans l'Antiquité, l'invention de la monnaie frappée au détail avait permis l'extension des échanges marchands. La causalité entre la monnaie et le développement du commerce a été exactement inverse de celle qui est racontée dans les fables des économistes. La monnaie frappée au détail n'est pas venue de l'extension spontanée des échanges. Elle a découlé de la marque souveraine qui a fait accepter la monnaie comme une abstraction sociale. Le métal est promu moyen de paiement par le signe qui y est imprimé. Il confère aux objets le statut de marchandises par l'échange que son acceptation commune suscite. L'échange détermine la valeur

économique ; ce n'est pas une valeur utilité préalable qui détermine l'échange.

Pendant toute l'Antiquité, l'abstraction n'est pas allée plus loin que celle de la marque souveraine apposée sur le métal. Sans unité de compte purement idéale, pas de possibilité de monnaie scripturale, donc pas de banque ni de transfert par signature. Les temps forts des mutations monétaires sont les relations entre les changements du système monétaire d'un côté, l'invention des formes de paiements de l'autre. À cette aune, le XIII^e siècle est sans égal. Avec la lettre de change, ce n'est rien de moins que l'invention du capitalisme.

La lettre de change est une invention monétaire privée qui fut mise en circulation par les marchands banquiers italiens au XIII^e siècle. Les croisades entraînaient le besoin pour les monarques et pour la Papauté de transférer des moyens de paiements considérables pour l'époque d'un bout à l'autre de l'Europe. Les efforts des rois pour établir leur suprématie sur des espaces nationaux avaient disloqué la féodalité, provoqué le déclin irréversible des grandes abbayes et affaibli sensiblement l'autorité papale. La reprise des courants commerciaux vers le Proche-Orient avait provoqué l'essor des cités marchandes dont beaucoup avaient obtenu l'indépendance politique à l'égard des seigneuries.

Au plan monétaire proprement dit, la possibilité de monnaies privées autonomes, et non seulement de dettes privées incessibles comme dans la République romaine, passe par leur expression dans des unités de compte abstraites. Les dettes étaient des engagements personnels aux yeux du droit romain. Elles ne pouvaient pas être assimilées à des signes monétaires permettant à d'autres de se libérer de leurs engagements. Le transfert de dettes a été rendu possible par l'instauration du système dualiste. En même temps que l'unité de compte se séparait de la marque monétaire souveraine, rendant possible la création d'unités de compte abstraites par des communautés marchandes, la lettre de change acquérait une autonomie à l'égard des moyens de paiements métalliques.

Les marchands banquiers et la lettre de change

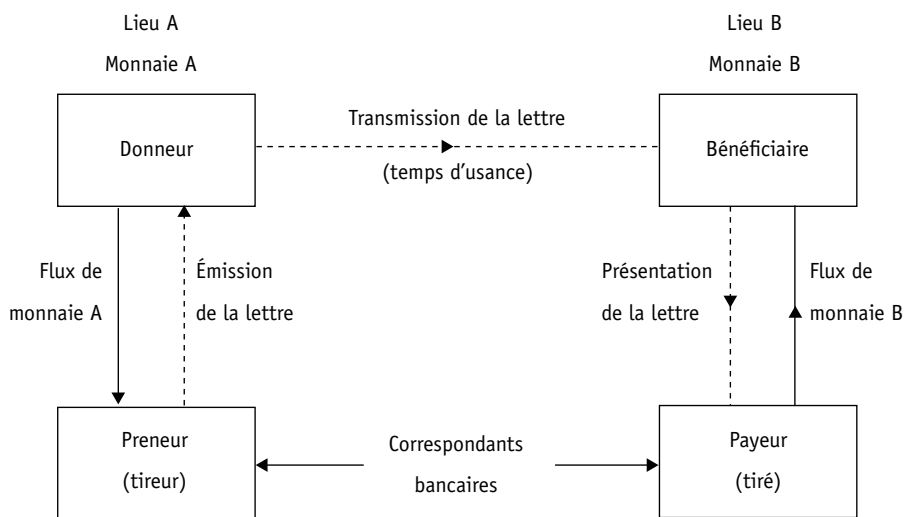
La lettre de change est un instrument monétaire dont l'origine se trouve à Gênes au XIII^e siècle. Son essor a été fulgurant au XIV^e siècle avec le développement du commerce de longue distance (Roover, 1953). Elle devint le moyen de paiement international privé dans toute l'Europe au XV^e siècle. La lettre de change était adaptée au commerce intraeuropéen qui avait besoin de fonds disponibles en des lieux différents. Pendant trois siècles, elle a surmonté le morcellement des espaces monétaires publics en créant un réseau bancaire privé homogène à l'échelle européenne. La lettre de change est donc le véhicule de la première époque de la finance capitaliste globale, reliant les espaces monétaires séparés par les flux internationaux de capitaux.

Elle amalgame des lieux, des temps et des unités de compte différentes. Elle combine du crédit et du change sans espèces. En effet, le change par lettre fournit de la monnaie en un lieu A contre un document (la lettre) qui donne lieu à une remise de monnaie en B sur présentation du document. Il s'agit d'un contrat de change d'une monnaie présente contre une monnaie absente. Le change est aussi la conversion d'une monnaie de compte en une autre monnaie de compte. Enfin, le change par lettre est indissolublement un acte de crédit. Le temps qui sépare l'émission de la lettre de sa présentation est le temps d'usage. Quatre agents économiques sont donc reliés par ce document. En A le donneur de monnaie (bailleur à change) remet une somme de monnaie A (monnaie métallique) à un preneur (ou tireur) qui lui remet une lettre de change. Le preneur tire la lettre sur un agent économique de son choix (le payeur ou tiré) qui est son correspondant en B. Le bénéficiaire reçoit par courrier la lettre du donneur. Il la remet au tiré qui l'accepte après vérification contre remise de la somme stipulée dans la monnaie utilisée par le bénéficiaire. Les agents donneur et bénéficiaire peuvent être n'importe quels agents économiques, des commerçants comme des agents pontificaux. Les intermédiaires (preneur et payeur) sont des banquiers qui font partie d'un réseau

de correspondants (*correspondent banking*) dont les membres sont liés par la confiance réciproque qui s'alimente de la répétition des contrats de crédit dans le temps, c'est-à-dire qu'ils sont liés par la confiance méthodique (figure 3.1.).

La lettre de change exprime donc une relation inverse de la monnaie bancaire qui se développera à partir du XVIII^e siècle. En tant qu'ordre de paiement, la lettre de change est directement adressée à la personne chargée d'exécuter le paiement. Elle n'est pas dans son principe un instrument de crédit négociable. Elle va le devenir en circulant dans la communauté internationale des marchands. Lorsque la lettre de change devient, en pratique d'abord et en droit ensuite, acceptée comme preuve d'une obligation préalable, elle est elle-même un instrument financier. Ce statut juridique ne fut acquis qu'à la fin du xv^e siècle.

Figure 3.1. Principe de la lettre de change



Comme le paiement stipulé par la lettre de change doit être effectué dans un lieu situé dans un autre espace monétaire que celui du tireur, c'est un instrument de change entre banquiers. L'usage de la lettre de change est donc lié au commerce à grande distance dont il permet l'essor. Lorsque le commerce est suffisamment intense et diversifié, des sociétés de commerce ont des fonds

disponibles dans certains centres et des paiements à faire dans d'autres. C'est l'origine des relations de correspondants entre banquiers. Lorsque l'interdépendance ainsi tissée devient multilatérale, il se pose des problèmes de compensation des lettres de change. L'organisation de cette compensation par les marchands banquiers est la méthode par laquelle ils s'affranchissent le plus possible du règlement en monnaie métallique et de l'arbitraire des mutations officielles décrétées par les rois. Pour faire cette compensation, les corporations de marchands banquiers ont inventé des unités de compte privées pour évaluer les lettres de change acceptées à la compensation et pour calculer les positions nettes. Tant que les relations de correspondants n'étaient pas suffisamment denses et stables de place en place, la compensation était périodique. Elle se faisait dans le réseau des villes de foires. Ce fut la première organisation d'un marché international de la monnaie où se pratiquaient l'évaluation de lettres de change de différentes qualités, la conversion entre ces instruments de paiements libellés dans des unités de compte différentes, l'arbitrage, le report dans le temps (jusqu'à la prochaine foire) des soldes nets de compensation ou leur règlement en monnaies métalliques.

Organisation du change par lettre et essor de la finance internationale

Le change par lettre était une organisation fortement structurée. Il y avait les places de change qui fonctionnaient toute l'année et les foires de change qui étaient ouvertes à des dates déterminées. Les monnaies de change pouvaient être confondues avec les unités de compte territoriales ou être des unités de compte spécifiques, résultant d'un accord entre les banquiers qui avaient un intérêt commun à échapper aux mutations décrétées par les gouvernements. C'était le cas de l'écu de marc en vigueur à la foire centrale de Lyon qui était défini dans une espèce or. Le point crucial et la raison de la pérennité du change par lettre sont les suivants : *ce système garantissait l'enrichissement systématique des marchands banquiers qui en étaient les intermédiaires*. Le profit était fait dans

les allers-retours qui découlait des émissions de lettres de change dans les deux sens par les clients. Il était structurel parce qu'il était ancré dans la supériorité du certain (le *Res* du change) sur l'incertain (le *Pretium*). Le gain était systématique parce que la supériorité du *Res* sur le *Pretium* était inscrite dans le réseau du change. Le gain était variable en fonction des conditions financières qui déterminaient l'*étroitesse* (la rareté) ou la *largesse* (l'abondance) de la monnaie dans les différentes places. Mais il était toujours positif⁸.

Il reste à comprendre pourquoi l'arbitrage n'annulait pas le profit, pourquoi celui-ci pouvait être systématique sans être une activité à risque. La raison se trouve dans l'articulation du change par lettre et du change des espèces, des pratiques privées et des règles officielles. La différence systématique sur le cours du change par lettre qu'exploitaient les banquiers reposait sur le seigneurage qui était inclus dans le cours légal des espèces. Le cours légal d'une espèce, dans le pays où elle était frappée, était toujours supérieur à la valeur commerciale du métal qu'elle contenait. *A contrario*, les espèces étrangères circulaient sur les territoires où elles n'étaient pas frappées à leur valeur commerciale. Chaque espèce était donc surévaluée par rapport aux autres dans son lieu de frappe. Si l'on appelle pair du change le taux calculé à partir des cours légaux des espèces, le profit systématique des banquiers venait de la différence systématique entre le cours du change par lettre et le pair du change, différence due à la distorsion provoquée par le seigneurage (encadré 3.1.).

LA CRISE STRUCTURELLE DU SYSTÈME DUALISTE ET LES TRANSFORMATIONS DU CAPITALISME

Du point de vue monétaire et financier, nous adhérons entièrement à la conclusion de Fernand Braudel (1979) dans son œuvre fondamentale. Le capitalisme est né en Europe entre le XIII^e et le

8. La démonstration en détail de l'existence d'un gain de change systématique pour les intermédiaires se trouve dans M.-T. Boyer-Xambeu, G. Deleplace et L. Gillard (1986), p. 179-184.

ENCADRÉ 3.1.

L'ENRICHISSEMENT STRUCTUREL DES MARCHANDS BANQUIERS

Considérons les deux grandes places de change Lyon et Gênes.

À Lyon, 1 sol tournois = a sous génois

À Gênes, 1 sol tournois = a' sous génois, où $a' < a$

Cela provient de ce que :

À Lyon, 1 écu de mars = m sous génois

À Gênes, 1 écu de mars = n sous génois, où $m > n$

À Lyon, 1 écu de mars = p sols tournois

À Gênes, 1 écu de mars = q sols tournois, où $p < q$

On a donc : $a = m/p$ à Lyon $>$ $a' = n/q$ à Gênes

Le gain d'aller-retour du marchand banquier entre Lyon et Gênes est donc :

$(m-n)/n$ par écu de mars avec Gênes, ou $(q-p)/p$ en sols tournois.

Sur cet enrichissement structurel se greffent les fluctuations des variations de change/pair dans la dynamique du commerce international.

xvi^e siècle. Sa première phase a été pleinement internationale. Elle a été commerciale et financière. Le réseau des lettres de change entre les villes italiennes autonomes (Gênes, Florence, Venise) et l'Europe du Nord (Anvers, Amsterdam et les ports hanséatiques) a été la circulation financière dominante. Une voie traversait la France avec Lyon comme principale place financière. Une autre la contournait par les terres du Saint Empire (Milan, la Bavière, les villes rhénanes). Les besoins de finance pour le commerce lointain, pour les croisades et pour les guerres que les monarques menaient dans le but d'unifier les territoires pour en faire des nations et pour s'assujettir les seigneurs féodaux confortaient le pouvoir des grandes familles financières privées.

Le pouvoir de la finance privée est radicalement différent de celui de la puissance souveraine des monarques. Il s'appuie certes sur la confiance hiérarchique dans le bien commun que fournit l'espace public de valeur institué par la règle monétaire officielle. Mais il s'en détache et le contourne par l'expansion d'une circulation de dettes qui échappe au contrôle de l'autorité publique et

qui se régule par la confiance méthodique. On a montré comment ces deux composantes de la monnaie se sont articulées jusqu'au changement d'origine et d'échelle dans la production des métaux monétaires dans la seconde moitié du XVI^e siècle. Il faut comprendre pourquoi ce système est entré dans une crise structurelle.

Lorsque les apports d'argent du Potosí se déversèrent à Séville et gagnèrent toute l'Europe, l'inflation remplaça la déflation. La dévaluation des monnaies de compte à l'initiative des monarques amplifia les effets inflationnistes de l'abondance monétaire. Les mutations des unités de compte rencontrèrent l'hostilité des guildes marchandes par les effets de répartition qu'elles sécrétaient. Ces effets étaient devenus dommageables à la poursuite du développement du capitalisme. Car les mutations mettaient dans des camps opposés les prêteurs, dont les créances étaient libellées en unités de compte, et les thésauriseurs, dont les encaisses étaient en monnaie métallique. Lorsqu'elles dévaluaient l'unité de compte, les mutations favorisaient les seconds au détriment des premiers. Par conséquent, au fur et à mesure que le crédit privé se développait, la défiance par rapport à la monnaie de compte, suscitée par les mutations dans un contexte inflationniste, était une entrave à la mobilisation productive des épargnes (Thomas, *op. cit.*).

Les monarques cherchèrent à consolider les États-nations à partir de la seconde moitié du XVI^e siècle en territorialisant le capitalisme. Car les inventions techniques de la Renaissance ouvraient l'ère du capitalisme manufacturier. Celui-ci allait développer une forme de richesse qui bouleversait les équilibres sociaux antérieurs. *La base de la richesse devenait l'accumulation productive par la subordination du travail, en lieu et place de la richesse foncière et de la richesse financière découlant de l'intermédiation du change.*

Or la forme d'accumulation du capital liée aux affaires industrielles est très différente des anciennes. Il faut investir du capital dans la durée sous des formes illiquides et il faut concentrer des masses considérables d'épargne. Lorsque l'État devient manufacturier ou promoteur d'entreprises manufacturières, il doit lutter contre la thésaurisation stérile de la richesse, contre la stérilisation des terres et la capture de la rente foncière par l'aristocratie et

contre l'instabilité monétaire permanente. Il doit favoriser l'essor d'une classe bourgeoise. Il faut à l'État manufacturier une monnaie nationale unifiée et donc l'abolition du dualisme, la prohibition de la circulation des espèces étrangères, une banque ayant pour mission de stabiliser le change et l'attraction des métaux précieux par l'adoption de la *doctrine mercantiliste*.

Ce bouleversement a détruit le pouvoir des marchands banquiers italiens dans la faillite des Habsbourg d'Espagne en 1627, entraînant celle des banquiers génois en 1631. Plus fondamentalement, il a fait disparaître l'ordre international de la chrétienté qui régulaient l'Europe capitaliste. Il a entraîné de terribles crises politiques, liées à la discordance entre le principe de souveraineté de la hiérarchie enchevêtrée liant l'Église à l'État et la souveraineté nationale capable d'ouvrir à la bourgeoisie manufacturière émergente l'espace d'accumulation du capital pour mobiliser le potentiel de la rationalité scientifique naissante.

C'est aux Provinces-Unies en 1609, à l'occasion de la guerre d'indépendance contre l'Espagne, que fut créée la Banque d'Amsterdam (Gillard, 2005). Il fallut un siècle de convulsions politiques, de désordres monétaires et de ravages économiques dus aux révolutions violentes pour aboutir à la révolution pacificatrice, celle de la maison Orange en 1689 qui offrit le trône d'Angleterre à Guillaume III. La maison Orange promulgua le *Bill of Rights* qui codifiait les rapports entre le roi, le Parlement et le peuple, et qui établissait le contrôle du Parlement sur la levée des impôts.

Dans la dernière décennie du XVII^e siècle, l'économie anglaise se détériora rapidement : dépenses publiques pour financer la guerre de la grande alliance contre les visées hégémoniques de Louis XIV (1689-1697), envolée des prix agricoles, contraction des importations. La crise des finances publiques se doubla d'une crise monétaire.

La guerre en Europe avait changé d'échelle. Les dépenses de l'État triplèrent, et la dette publique atteignit 35 % du revenu national. Les besoins de l'État étaient devenus tels que le financement à court terme par les orfèvres était totalement inadapté. Après une tentative infructueuse de lever un emprunt à long terme en 1693,

le projet de fonder un établissement d'un nouveau type, la Banque d'Angleterre, fut voté par le Parlement le 27 juillet 1694. Il prit la forme juridique d'une société de 1 300 personnes, membres de la nouvelle classe bourgeoise montante. Ils avaient souscrit collectivement des titres d'une valeur de 1 200 000 livres. Le capital fut entièrement prêté à l'État. La contrepartie était le droit de regard du Parlement sur les finances publiques. D'absolue, la monarchie devenait constitutionnelle.

La crise monétaire des années 1690 fut d'une extrême violence. Elle fut de nature non seulement économique et financière, mais aussi et surtout idéologique. Deux doctrines monétaires s'affrontèrent. Cette crise sera étudiée en détail dans la troisième partie. Le débat public pour la sortie prit une tournure dramatique : refonte de l'ensemble des pièces métalliques et déflation pour rehausser le contenu métal des pièces et mettre fin à la défiance généralisée contre poursuite du système dualiste par dévaluation de la livre sterling.

Les arguments des deux protagonistes qui se confrontaient, le philosophe John Locke et William Lowndes, alors secrétaire au Trésor, exprimaient les intérêts des classes sociales qui s'affrontaient. Lowndes était soutenu par les intérêts conservateurs de l'aristocratie foncière et des orfèvres, les Tories. Ils représentaient l'ordre ancien du capitalisme financier. En sens contraire, les Whigs, qui représentaient les intérêts de la bourgeoisie montante, demandèrent à Locke de réfuter les arguments de Lowndes (Desmedt, 2007). Locke publia un livre en 1695 où il dépassa très largement le problème immédiat de la réforme monétaire et introduisit un nouveau concept dans la sphère politique : *l'ordre monétaire naturel*. C'est toute la théorie de la valeur objective qui affleurerait derrière celui d'un étalon naturel permettant le développement ordonné des échanges marchands. Les désordres monétaires étaient interprétés comme des déséquilibres parce qu'il y avait de mauvaises espèces. Il fallait donc refondre les pièces pour les ajuster à l'étalon naturel et accepter l'ajustement déflationniste de l'ensemble des prix.

Du point de vue de la doctrine monétaire, cet épisode fit avancer l'idée que la monnaie devait échapper à l'arbitraire royal pour

se conformer à l'ordre naturel. Ce sont les sources de la souveraineté elles-mêmes qui ont été transformées. Selon Locke, le pouvoir politique doit être fondé sur un consentement majoritaire, non sur la référence au sacré. La valeur de la monnaie provient donc d'un accord tacite pour lui en reconnaître une. Ce point de vue est conforme à la définition théorique de la monnaie proposée dans ce livre (première partie) : « La monnaie est l'institution par laquelle la société rend à chacun de ses membres ce qu'elle juge qu'il lui a donné. » Il revient au souverain de garantir cette logique de validation sociale qui inclut les individus dans la société en préservant l'étalon monétaire.

C'est une ruse de l'histoire que les réformes qui sont des expédients pour résoudre un problème urgent peuvent entraîner des bifurcations qui changent le cours de l'histoire, des effets qu'aucun gouvernement contemporain n'avait considérés ni même imaginés. En mettant le système monétaire anglais sur l'étalon-or par démonétisation de l'argent, le *Recoinage Act* du 20 novembre 1695 ouvrait une ère nouvelle qui allait amener l'âge d'or du capitalisme.

De la réforme anglaise à l'étalon-or international

La première partie de ce livre a montré que la légitimité de la monnaie qui assoit la permanence de son acceptabilité générale dépend du socle de confiance émanant du principe de souveraineté. Or les transformations économiques et sociales amorcées aux Pays-Bas au XVII^e siècle et irréversiblement amplifiées par la révolution anglaise impliquaient une transformation radicale du principe de souveraineté étudié plus haut et que l'on a appelé ordre de la chrétienté. C'est, en effet, une mutation de la conception du monde qui était en jeu. L'ancienne alliance de la monarchie et de l'aristocratie sous l'égide de la souveraineté de droit divin était en train de faire place à une nouvelle forme de souveraineté capable de porter politiquement la conception de l'ordre naturel. Le mouvement des

Lumières a sapé la croyance dans la hiérarchie enchevêtrée entre le sacré et le profane pour définir les bases morales et juridiques du principe de citoyenneté. La Révolution française a accéléré l'histoire en faisant la promotion de l'État-nation.

Quel est le fondement de la souveraineté de l'État-nation ? Quelles conséquences pour l'ordre monétaire ? La conception britannique de l'ordre naturel et la conception française de la volonté générale se sont longuement affrontées. Au XIX^e siècle, l'exception américaine est entrée dans le jeu politique sans pouvoir constituer un système monétaire compatible avec l'essor du capitalisme qui s'y déroulait.

Nous allons donc d'abord nous interroger : quels idéaux types de souveraineté pour l'État-nation ? Puis nous poserons la question : quelles monnaies pour quels idéaux types de souveraineté ? Ce qui conduira à l'avènement d'une institution monétaire nouvelle, la banque centrale. Nous soulignerons le retard américain en ce domaine et le relierons aux conflits de souveraineté aux États-Unis. Enfin, nous verrons que les relations interétatiques ont évolué vers un ordre monétaire international caractéristique de l'âge classique du capitalisme : l'étalon-or.

PRINCIPES DE SOUVERAINETÉ DANS LA SOCIÉTÉ DE CITOYENS

Qu'est-ce qui fonde la souveraineté ? Dans le chapitre 2, nous avons posé que c'était l'immortalité postulée de la société par rapport à la mortalité de ses membres. Cette opposition ontologique immortalité/mortalité est source d'une croyance collective qui unit les membres de la société. Dans les sociétés antiques, comme dans la chrétienté, cette distinction d'un principe d'unité et d'une autorité politique régissant les rapports sociaux s'exprimait par la prépondérance du Sacré. Une Loi divine confère sa légitimité au détenteur de l'autorité politique.

La révolution dans les conceptions du monde qui va de la Renaissance aux Lumières est l'abandon de la croyance en une loi

divine. Nier la Loi divine pour détruire l'absolutisme du pouvoir a posé à la philosophie politique un défi redoutable. La souveraineté devient autoréférentielle puisque le peuple édicte la Loi à laquelle chacun de ses membres doit obéir. C'est sur ce vide symbolique que se construit l'idée de nation. Le principe qui va s'imposer est la démocratie, c'est-à-dire la souveraineté du peuple. C'est le peuple qui prend la position du Un face à la multiplicité des liens sociaux et qui est destiné à en maintenir la cohésion.

Démocratie signifie « le peuple a le pouvoir sur... ». Sur quoi ? Sur lui-même : le peuple commande au peuple. Telle est la forme de l'autoréférence. La croyance qui fonde le collectif reste vide. Il revient à la philosophie politique de combler ce vide, donc de résoudre le dilemme. Au chapitre 2, nous avons anticipé sur la solution. C'est l'ordre constitutionnel. Le Peuple se rassemble par élection d'une assemblée constituante. Ce n'est pas une assemblée qui vote et promulgue les lois. Elle institue les principes formels qui régissent l'organisation des pouvoirs publics, déterminent les responsabilités des dirigeants et dressent les barrières juridiques qui interdisent la prolifération des pouvoirs arbitraires. La logique par laquelle le peuple se projette au-dessus de lui-même pour apparaître uni dans l'Assemblée constituante est *l'autotranscendance*. C'est le processus que nous avons déjà observé dans la coordination par le futur à travers le marché au chapitre 1. Toutefois, cette unité du peuple ne résulte pas directement de la procédure qui engendre la décision collective. Cette procédure est la règle majoritaire qui n'empêche pas en soi la dictature de la majorité sur les minorités. La logique procédurale dégrade le principe unificateur qui est inhérent à l'autotranscendance. Le peuple réuni dans l'Assemblée constituante doit se projeter au-delà de lui-même d'une manière plus fondamentale. L'ordre constitutionnel doit incorporer les contre-pouvoirs qui empêchent que la règle majoritaire ne dégénère en oppression de la majorité sur les autres composantes de la société. C'est, bien sûr, l'indépendance de l'ordre judiciaire et du pouvoir d'information des médias. Mais cette solution n'est que formelle. Il faut beaucoup plus que cela. Il faut un fondement éthique qui énonce le bien commun, condition du vivre-ensemble,

et qui inspire les principes formels de l'ordre constitutionnel. C'est ce fondement qui seul peut garantir la pérennité de la confiance dans la monnaie.

Parce qu'il est enraciné dans la culture des peuples, ce fondement éthique n'apporte pas une seule solution ; d'où la pluralité des principes de souveraineté dont se réclament les sociétés démocratiques. C'est bien pourquoi l'intégration de l'Europe est pour l'heure impossible, comme on le verra dans la quatrième partie de ce livre.

**La souveraineté unitaire :
ordre naturel *versus* volonté générale**

La philosophie politique anglaise a produit deux conceptions de l'ordre démocratique, celle de Thomas Hobbes et celle de John Locke. Pour Hobbes, la société est menacée par la violence de tous contre tous. Il s'agit de conjurer la mort par un pacte fondateur dans lequel le peuple confère à l'État son unité. L'État est le Léviathan à qui est délégué un pouvoir absolu, capable de contenir les forces destructrices de la violence généralisée.

Cette conception que Hobbes avait de l'État ne s'est pas imposée, car l'« état de nature » qui était son présupposé était antagonique à l'idée de l'ordre naturel qui était le concept fondateur du libéralisme naissant. Locke rejette le modèle de Hobbes à cause du danger de dérive vers la tyrannie qu'il contient. Car l'« état de nature » est pour Locke un état dans lequel les individus sont égaux, raisonnables et libres. Avec la raison existent des normes morales incorporées. En effet, la raison est au-dessus de la rationalité. Celle-ci n'est rien d'autre que le calcul d'intérêt, alors que la raison est la reconnaissance d'une responsabilité vis-à-vis du « tout social ». Mais cet état de nature est altéré par le désir d'appropriation privative des ressources communes, lequel est exacerbé par le désir d'argent. La propriété dresse les individus les uns contre les autres et secrète l'inégalité et le conflit. L'État libéral est bien le produit d'une autotranscendance. Les individus propriétaires font leur unité en déléguant à l'État libéral un principe de souveraineté qui s'identifie à la protection du droit de propriété. Celui-ci

est la source de la Loi. Cette tradition politique sera poursuivie par David Hume et Adam Smith pour aboutir à l'ordre naturel. Le principe de propriété étant fondé en nature, l'État libéral est ouvert sur le marché mondial. Il promeut une doctrine du libre-échange qui s'oppose au mercantilisme et finalement le vaincra en Angleterre par les lois de 1844. Mais il y a une autre facette dans la conception de l'individu propriétaire selon Locke. La norme morale enjoint de travailler et d'épargner pour gagner le salut individuel. La divinité existe toujours, mais elle est hors du monde, réfugiée dans les conduites individuelles auxquelles elle dicte une obligation. Souveraineté de l'individu n'est pas souveraineté du peuple.

Jean-Jacques Rousseau se démarque radicalement du droit naturel en ce qu'il rejette l'hypothèse que les individus humains soient des êtres moraux dans l'état de nature. Mais il n'adhère pas à la solution de Hobbes pour qui l'État souverain se substitue au peuple en le représentant. Rousseau pense le développement humain comme un processus évolutionnaire, une très longue hominisation par structuration du langage. L'invention des symboles et des institutions régissant les significations sont pour Rousseau les processus fondateurs des sociétés. Cette armature collective du raisonnement rend possible la formation de normes éthiques. C'est ainsi que Rousseau aboutit au concept de *volonté générale* comme principe de souveraineté (Mairet, 1997). Mais Rousseau n'a pas apporté la solution au problème de l'expression de la volonté du peuple dans les institutions de la démocratie. Il reviendra à la Révolution française de transposer la volonté du peuple en souveraineté nationale. C'est la nation qui est l'unité car elle personnifie le peuple dans l'Assemblée constituante. L'ordre constitutionnel est celui de la nation. Il fonde le pouvoir de l'État qui devient État-nation. La souveraineté du peuple est condensée dans le principe républicain.

La tradition germanique fournit une autre solution qui va de Johann Gottlieb Fichte à l'ordolibéralisme et qui est le principe fondateur de la République fédérale d'Allemagne. Dans son *Discours à la nation allemande* en 1807, Fichte est fidèle à Rousseau en ce qu'il pose que la souveraineté est ancrée dans l'immortalité du peuple. Car le peuple est un collectif qui transmet une éthique à

travers les générations. Puisque l'unité du peuple est une éthique que les individus transmettent à travers les générations, l'État est soumis à cette éthique. Celle-ci exprime la volonté générale qui, en étant source de la Loi, s'impose à l'État (Fichte, 1980). Nous retrouvons d'une certaine manière la hiérarchie enchevêtrée chère à Louis Dumont, tout en évacuant la référence au sacré. La nation exprime la volonté générale en tant qu'entité éthico-symbolique. Elle englobe le pouvoir d'État qui est un pouvoir politique d'exécution de la norme éthique.

En dépit de son avancée théorique, Fichte n'a pas inspiré l'unification politique de la nation allemande. Celle-ci s'est faite plus de soixante ans après le *Discours à la nation allemande* sous la forme d'un empire centralisé que la Prusse a unifié en 1871 dans l'empire wilhelminien par la force armée et par la volonté de Bismarck. L'Empire s'est développé à marches forcées jusqu'à la Première Guerre mondiale. Le drame provoqué par ce cataclysme a laissé une Allemagne fracassée devenir la proie d'une souveraineté charismatique en la personne d'Hitler, appuyée sur un totalitarisme d'État. Ce fut une plongée aux fonds d'abîmes apocalyptiques où l'âme de la nation s'est perdue. L'historien Johannes Willms (2005) rend compte admirablement de ce qu'il appelle « la maladie allemande » et qui éclaire les valeurs que porte le peuple allemand jusqu'à nos jours. Car il s'agit de l'unité d'un Peuple par une culture selon Fichte, plutôt que d'une Nation homogénéisée par la volonté générale résultant d'un processus électif tel que la souveraineté démocratique est sortie de la nation française (Aglietta et Brand, 2013).

C'est dans les profondeurs de ce naufrage que l'École de Fribourg, rassemblant philosophes, politologues, économistes et juristes, a repensé les bases éthiques d'une souveraineté nationale pour l'après-guerre. La doctrine qui en est sortie est l'*ordolibéralisme*. Elle est née dans cette période des années 1930. Nourri des valeurs culturelles enracinées dans le communautarisme, ce courant de pensée voulait produire sur ce socle un système politique de l'après-nazisme pour faire barrage au retour des dérives totalitaires. Il visait à établir un ordre juridico-politique capable de

concilier les valeurs communautaires des classes moyennes allemandes et le libéralisme économique, supposé mettre une barrière à la capture de ces valeurs par le totalitarisme politique. Comme le rappellent Fabrice Pesin et Christophe Strassel (2006), l'adoption politique des principes ordolibéraux a été l'œuvre de Ludwig Erhard qui les fit accepter par le Parti chrétien-démocrate. La longue carrière d'homme d'État d'Erhard, d'abord ministre des Finances du gouvernement Adenauer, puis chancelier lui-même, fit de l'idéologie ordolibérale la doctrine immuable de la politique économique allemande. L'ordolibéralisme établit un lien indissoluble entre les institutions politiques et l'organisation économique. Il est étranger tout autant à l'économie mixte keynésienne, qui prône l'action souveraine de l'État sur la régulation économique, qu'à l'ultralibéralisme thatchéro-reaganien, qui clame la toute-puissance du marché et le retrait de l'État sur les fonctions régaliennes.

Dans l'ordolibéralisme il y a avant tout « ordre » qui codifie dans des règles de Droit les aspirations morales de la classe moyenne allemande. Ces normes juridiques, qui furent instituées dans la Loi fondamentale de 1948, donnent forme à la souveraineté et sont au-dessus du pouvoir de l'État. Elles s'imposent à tout changement de majorité. Elles ne pourraient être changées que par une transformation de la société dans ses valeurs morales les plus incorporées. Il s'ensuit que la notion d'État de droit en Allemagne a un sens beaucoup plus fort que dans les autres pays.

L'ordre juridique fait barrage à tout pouvoir arbitraire, qu'il vienne de la capture de l'État par une majorité politique ou par des groupements d'agents privés, monopoles, cartels, lobbies. Mais l'État n'est nullement minimal vis-à-vis de l'économie. L'ordolibéralisme a un point de vue pessimiste sur l'autorégulation du marché. Il rejette le postulat selon lequel la concurrence pure et parfaite est un état naturel vers lequel l'économie tend si elle n'est pas entravée par des « restrictions légales ». Au contraire, la règle juridique doit guider à la fois les interactions entre l'État et le marché pour empêcher les distorsions provoquées par des interventions discrétionnaires et les forces endogènes du marché, dont le jeu spontané conduirait inéluctablement à constituer des pouvoirs dominants. Il s'ensuit

que l'État ne doit intervenir dans les mécanismes de marché que pour éviter les distorsions dans le système des prix. Mais il doit inscrire son action dans le cadre institutionnel du marché par ses politiques économiques. Pour que cette action ne risque pas de dériver vers un pouvoir arbitraire, elle doit être confiée à des autorités indépendantes.

L'ordolibéralisme institue donc une véritable constitution économique dont la clé de voûte est la monnaie. La monnaie est le ciment de la nation parce qu'elle établit le lien de confiance le plus général. Elle préserve les intérêts des épargnants, la conservation des patrimoines et l'autonomie des États régionaux, eux-mêmes responsables des politiques de soutien aux PME. Il s'ensuit que la stabilité de la monnaie est constitutive de l'ordre social au-delà du politique.

**Le défi américain à la souveraineté une et indivisible :
la souveraineté fédérale**

L'élaboration d'un principe de souveraineté aux États-Unis ne peut être détachée des conditions dans lesquelles un ensemble hétéroclite de territoires confédérés s'est arraché au joug de la colonisation par la guerre d'Indépendance. Certes, toute nation est née de la guerre. Mais ce qui est intéressant est que la guerre américaine n'a pas été issue d'une conscience d'appartenance collective revendiquant les institutions qui la dotent d'un pouvoir politique. Elle a été déclenchée par une loi monétaire anglaise de 1764, le *Currency Act*, qui prohibait les émissions de monnaies parallèles à valeur légale pour forcer le paiement des impôts en livres sterling. Benjamin Franklin en démontra la nocivité : paralysie du commerce et aliénation des colonies américaines à la Couronne britannique. Il jugea inévitable la séparation avec la métropole. La révolution était lancée. En 1774, le Congrès continental exigea le retrait du *Currency Act* et d'autres lois intolérables.

Mais la révolution politique était le but prépondérant. Dès qu'il fut atteint, le Congrès adopta le dollar comme monnaie officielle le 6 juillet 1785. La rédaction de la Constitution en 1786 définit

le pouvoir tricéphale : un législatif bicaméral, un exécutif incarné par le président de l'union et une Cour suprême. En 1787, une convention constitutionnelle à Philadelphie institua un pouvoir d'imposition de l'union permettant une résorption des Continental Dollars émis pendant la guerre et reçus en paiement des impôts. La Convention interdit aux États d'émettre leur propre dette et promulgua la clause faisant des pièces d'or et d'argent les seules monnaies légales en paiement des dettes.

Il s'agissait bien d'un acte de souveraineté puisque le pouvoir de taxer était institué. Mais un problème crucial subsistait. L'encours de titres hérités de la guerre et du chaos qui avait suivi devait-il être financé par l'émission de nouveaux titres à leur valeur dévaluée ou à leur pleine valeur faciale ? Les États étaient dans des situations financières très disparates. Les États agricoles, dépourvus de systèmes financiers, étaient dans l'incapacité de supporter une dette de pleine valeur métallique. Ne pas mutualiser les dettes de guerre rendait plausible un fractionnement monétaire et, partant, politique. Au Congrès, les désaccords étaient virulents. Le débat opposa deux camps : fédéralisme politique ou confédération d'États. Les partisans d'une confédération d'États étaient violemment opposés à un transfert de la dette vers le gouvernement fédéral. Les arguments ne manquaient pas. S'il se produisait, les spéculateurs qui avaient acheté des titres de dette à des investisseurs en difficulté seraient récompensés ; certains États seraient soulagés d'un plus gros fardeau que d'autres ; le pouvoir exécutif central serait renforcé au détriment du Congrès et des États. L'orateur le plus véhément de ce courant de pensée était James Madison qui était le porte-parole des États du Sud. Il craignait que la centralisation de la dette ne mette les États sous la coupe d'un pouvoir distant et irresponsable. En outre, il affirmait que la mutualisation allait forcer les États vertueux à venir au secours des États impécunieux et qu'il s'agissait d'une menace pour la jeune république.

Les fédéralistes voulaient supprimer le droit des États à battre monnaie pour établir un monnayage uniforme. Ils pensaient aussi que l'unité monétaire allait de pair avec celle des dettes publiques. La reconnaissance des dettes dans des conditions uniformes est à

la base de l'État fédéral⁹. Alexander Hamilton prônait l'efficacité d'un marché des titres unifié. En outre, il ajoutait que les États avaient émis leurs dettes dans un but commun : poursuivre la guerre et conquérir l'indépendance.

En 1790, Alexander Hamilton, récemment nommé secrétaire d'État au Trésor, proposa donc de centraliser les dettes des États en émettant de nouvelles obligations soutenues par des recettes fiscales crédibles. Il affirmait que la formation d'une dette nationale allait attirer les investisseurs et constituer un lien social très fort pour l'union (Wright, 2008). Hamilton l'emporta en acceptant une concession sur la localisation de la capitale fédérale, déplacée de New York sur les bords du Potomac dans une ville nouvelle qui fut appelée Washington pour l'éloigner des puissances financières de New York et de Boston. La dette fut centralisée et financée par une fiscalité fédérale. Corrélativement, Hamilton proposa de créer une banque nationale, la Banque des États-Unis. Les détenteurs de titres publics pourraient devenir actionnaires de la banque. La proposition rencontra de fortes critiques qui confirmèrent la profondeur de la rivalité Nord-Sud. La loi portant création de la banque fut néanmoins adoptée en 1791 sous une charte de vingt ans. Enfin, par le *Coinage Act* de 1792, le Congrès institua l'ancrage métallique dans un système bimétallique¹⁰. Un système bancaire non foncier et non provincial se mit en place.

Quelle leçon tirer de cette expérience du point de vue de la formation des principes de souveraineté ? Il est clair qu'on est dans un processus évolutionnaire où les contradictions sont explicites et débattues dans des instances qui permettent de les dépasser. Le collectif issu de la guerre se transforme et s'institutionnalise dans les débats urgents dont les solutions contribuent à produire le pouvoir d'État. L'unification budgétaire constitue un État fédéral supérieur aux États fédérés qui est reconnu comme tel parce

9. Hamilton percevait aussi le lien étroit entre la monnaie et les finances publiques dans le paiement des impôts et le remboursement de la dette publique. Il pensait qu'un étalon monétaire uniforme selon un système bimétallique était le lien social qui unissait les citoyens du pays.

10. L'Hôtel des Monnaies fut installé à Philadelphie, alors capitale des États-Unis.

qu'il accroît la puissance et l'efficacité de l'activité des citoyens sur l'ensemble du territoire. On retrouve ici l'importance cruciale de la dette publique comme dette verticale dont le chapitre 2 a montré qu'elle est constitutive de la souveraineté.

Selon Tocqueville, ce qui a fait prendre les armes contre l'oppression coloniale et qui est donc constitutif de l'unité originelle du peuple américain, c'est l'égalité civile qui affirme un principe de justice que l'on va retrouver dans le monde contemporain à partir de l'élaboration de Rawls. Ce principe va bien au-delà du droit de propriété constitutif de l'ordre naturel. Le caractère évolutif de la Constitution américaine, où les amendements sont les codifications institutionnelles des évolutions sociales qui ont parcouru ce pays, est la trace des luttes politiques pour approfondir le principe fondamental de l'égalité civile.

TRANSFORMATIONS DE LA FINANCE : DU PRINCIPE BANCAIRE À L'AVÈNEMENT DE LA BANQUE CENTRALE

Du XIII^e au XVI^e siècle, toutes les techniques de la finance internationale ont été inventées. Mais, comme Braudel y a si souvent insisté, les relations économiques de base, les échanges de la vie quotidienne, n'ont pratiquement pas bougé. Le capitalisme est né européen lorsque les dettes privées sont devenues transférables, puis est devenu mondial au XVI^e siècle, bien avant de s'approfondir en s'emparant des activités économiques au sein des nations. Il a fallu que les individus deviennent citoyens par transformation des principes de souveraineté. Le politique précède toujours l'économique. Comme Marx l'a fait remarquer, l'accumulation primitive précède de plusieurs siècles la révolution industrielle. Celle-ci présume une révolution monétaire qui résulte de la transformation de la souveraineté. En Angleterre, cette révolution monétaire, marquée par la création de la Banque d'Angleterre, a elle-même précédé la révolution industrielle de près d'un siècle. La phase intermédiaire est celle du capitalisme manufacturier.

La révolution monétaire a deux aspects : l'abolition du système dualiste et l'instauration de la stabilité de l'unité de compte sur base métallique d'une part, la transformation des systèmes de paiements sur la base du principe bancaire de l'autre.

La monnaie bancaire, la loi du reflux et les systèmes de compensation multilatérale

Les Pays-Bas furent les pionniers dans l'exploration du principe bancaire avec la création de la Banque d'Amsterdam en 1609 à la suite d'une crise monétaire aiguë provoquée par la guerre d'indépendance contre l'Espagne. Celle-ci avait détérioré la confiance dans la monnaie espagnole en vigueur au point qu'on en était revenu aux paiements en poids de métal. Ce chaos monétaire, en multipliant les moyens de paiements métalliques aux valeurs relatives incertaines, profitait aux changeurs, surtout pas aux producteurs et aux épargnants.

Pour empêcher l'enrichissement largement frauduleux des changeurs, le conseil municipal d'Amsterdam décida en 1609 d'interdire le change privé dans la ville. Autorisée par les États Généraux de La Haye, une ordonnance municipale centralisa le change auprès d'un opérateur unique, la banque du Change d'Amsterdam. Celle-ci bénéficiait d'une garantie municipale sur les fonds déposés et de la compétence exclusive pour le change étranger. Les transactions avec l'étranger devaient être payées par virements entre comptes tenus dans cette banque. La mission de cette banque était de stabiliser le change entre la nouvelle monnaie, le florin, et les monnaies étrangères. Mais la guerre monétaire avec l'Espagne continua entre provinces du Nord autonomes et provinces du Sud sous contrôle espagnol, et provoqua une cascade de dévaluations.

C'est en 1619 que la dynastie des Orange-Nassau s'est emparée du pouvoir au Nord et a repris la guerre contre l'Espagne. Le gouvernement a uniformisé le monnayage dans les deux parties du territoire, mais le directoire de la Banque d'Amsterdam a refusé de l'avaliser. Il a considéré les pièces des provinces du Sud comme du métal étranger qui était comptabilisé à la valeur du tarif des

métaux non monnayés. Il y avait donc deux unités de compte avec la situation inversée où la monnaie officielle était la moins prisée. Le florin banco avait une prime de monnaie de banque de 5 % environ sur le florin officiel. En dépit de l'énorme masse de dépôts métalliques dans ses coffres, la Banque d'Amsterdam a su bénéficier de ses avantages pour maintenir une régulation symétrique de la valeur relative des unités de compte. D'une part le dépôt pour les transactions étrangères impliquait d'avoir un compte dans la banque avec pour contrepartie que les fonds déposés étaient inviolables ; d'autre part les coûts de transaction des paiements en compte étaient bien plus faibles que le transfert de métal, ce qu'on savait depuis l'invention de la lettre de change. La capacité de la Banque à rembourser les dépôts étant jugée totale, le florin banco fut au centre du système des paiements européens pendant tout le XVII^e siècle grâce à son autonomie politique qui ne fut détruite que par les soubresauts de la guerre d'Indépendance américaine puis de la Révolution française. Mais il y avait longtemps que la Banque d'Angleterre était devenue l'agent d'une révolution financière qui avait établi sa prééminence sur l'Europe.

L'originalité de la Banque d'Angleterre était de ne pas être une banque de dépôts. La couverture des billets émis était très faible (3 % à l'origine) contrairement à la Banque d'Amsterdam. Ce sont ses billets, contre partie de ses prêts à l'État, qui ont remplacé les lettres de change et sont devenus les moyens de paiements nationaux et internationaux pour les clients de la banque. Pourtant, ses billets n'ont pas eu cours légal avant 1833. Mais les titres émis par la banque et portant intérêt de la dette publique ont acquis cours légal pour tout paiement au gouvernement dès 1697. C'est que la Banque d'Angleterre a inauguré le principe bancaire. Le crédit qu'elle faisait au secteur privé était autoréférentiel. Sa crédibilité était exclusivement fondée sur la confiance dans les institutions politiques issues du nouveau principe de souveraineté et sur la perspective de l'enrichissement de la nation. En effet, étant banque de l'État, la Banque d'Angleterre bénéficiait du contrôle parlementaire sur les finances publiques qui allait de pair avec l'instauration

d'une monarchie constitutionnelle. L'imbrication du politique, du monétaire et de l'économique est devenue complète.

Il a donc fallu attendre le XVIII^e siècle en Angleterre pour voir toute l'efficacité de l'adéquation entre le principe bancaire de division des risques et le principe de la convertibilité monétaire. Cette adéquation s'exprime par la *loi du reflux*. Toute émission de *real bills*, c'est-à-dire de crédits qui portent des signatures authentifiant qu'ils financent la vente de biens existants, sera remboursée dans un délai donné. La monnaie émise en contrepartie de ces crédits reflue vers l'émetteur, elle est donc détruite par le remboursement du crédit. Les banques peuvent ainsi émettre, avec des risques minimes, des billets ou des dépôts en contrepartie de leurs créances en sus de leurs réserves en espèces si ces créances sont bien des *real bills*. Les billets de banque circulent comme moyens de paiements. Billets et dépôts sont convertibles à la demande dans l'encaisse métallique qui est la monnaie de base. Si la logique bancaire fonctionne à l'état pur (*Free Banking*), la quantité de monnaie de base n'est pas contrôlée par l'autorité monétaire. Le gouvernement se contente de définir l'unité de compte en déclarant un prix officiel pour un poids de métal choisi comme support des espèces. La convertibilité est la règle de validation des monnaies bancaires. La loi du reflux est le processus selon lequel la convertibilité limite l'émission des monnaies bancaires concurrentielles. Il économise les espèces et vérifie la qualité des billets tout à la fois.

La difficulté théorique ne se trouve pas dans l'énoncé de la loi du reflux. Elle se trouve dans la compréhension des caractéristiques propres du principe bancaire au sein de la finance. Ces caractéristiques font que la loi du reflux se réalise dans la centralisation des relations de correspondants interbancaires au sein de systèmes de compensation multilatérale¹¹.

11. Une interprétation partielle de la loi du reflux est la théorie des *real bills*. Elle stipule que pour être acceptables les moyens de paiements émis par les banques doivent être les contreparties d'effets de commerce dont il peut être aisément vérifié qu'ils sont des collatéraux sûrs. S'il en est ainsi, en effet, la monnaie retourne à l'émetteur pour être détruite. Mais cela veut dire que les prêts ont été faits sur la base d'une information publique et qu'ils peuvent aussi bien prendre la forme de titres négociables. Ainsi la théorie des *real bills*

Les banques sont des institutions qui offrent des crédits non négociables combinés à la fourniture de services de paiements. Elles investissent dans des informations spécifiques dont les déposants ne peuvent évaluer la qualité. Cette structure d'information asymétrique, jointe aux effets de réseau dans le système des paiements, implique, comme étant le rapport le plus efficace, que les dépôts soient évalués au pair en unités de compte et donc convertibles au pair en monnaie de base. Cette relation connut un grand essor dans la seconde moitié du XIX^e siècle lorsque les dépôts devinrent transférables par chèques. Les paiements par chèques transfèrent des dépôts d'une banque à l'autre et créent des positions interbancaires. La loi du reflux est le processus selon lequel ces positions sont compensées et réglées entre les banques.

Si la balance bilatérale quotidienne entre deux banques provenant du solde de la valeur des chèques collectés entre elles devait être réglée en espèces, la loi du reflux serait très contraignante. Le besoin de réserves liquides pour la satisfaire entraverait l'expansion du crédit bancaire. C'est pourquoi les banques ont trouvé un avantage dans des arrangements coopératifs pour économiser les espèces. Ces arrangements ont fait faire un bond en avant à la technologie des paiements en organisant des chambres de compensation. La compensation multilatérale des positions interbancaires sur les livres de la chambre de compensation avec règlement des soldes nets est la matrice de la centralisation des paiements formalisée au chapitre 1. Elle fait bien apparaître l'ambivalence de la monnaie, puisque c'est une organisation collective dont la cohérence provient de la coopération entre concurrents. En dépit de l'avantage commun, cette coopération ne va pas de soi. Car la solidarité des banques sous la contrainte de la loi du reflux peut les entraîner toutes dans la faillite à la suite du défaut d'une seule. C'est le risque systémique qui est associé à la centralisation des paiements. Cette contradiction a été résolue par la formation d'une

explique-t-elle tout au plus l'existence d'intermédiaires financiers émettant des reconnaissances de dettes dont la valeur dépend de celles des créances détenues à l'actif des intermédiaires. Elle n'explique en aucun cas le rôle historique des banques dans le capitalisme.

structure hiérarchique avec pour pivot la banque centrale s'imposant comme la banque des banques. Néanmoins, l'école dite du *Free Banking* prétend que le principe du reflux suffit à condition de l'entendre comme autorèglement au sein des chambres de compensation bancaire dès lors qu'il existe une monnaie métallique dans laquelle les monnaies bancaires sont convertibles au pair et que les banques acceptent l'inconvertibilité de leurs monnaies au sein de ces chambres (Selgin, 1988). L'entité monétaire sur les livres de laquelle les créances et dettes interbancaires sont compensées joue le rôle de banque des banques parmi la communauté des banques qui acceptent les règles du système. L'expérience américaine permet de conclure que le *Free Banking* peut être une solution au sein de communautés financières, mais que ce n'en est pas une pour des espaces monétaires vastes et hétérogènes que sont des nations de grande taille. Les banques des États agricoles, de petite taille et dispersées, étaient en détresse dans les moments de pénurie de monnaies métalliques. Elles devaient se résoudre à des décotes plus ou moins sévères de leurs billets contre le dollar et subissaient de nombreuses faillites.

**Le *Free Banking* : systèmes de paiements
avec monnaies bancaires convertibles
en monnaie métallique officielle**

L'or ou un système bimétallique or argent prête sa substance à l'unité de compte. Cette monnaie est aussi le moyen de règlement ultime. Les moyens de paiements sont des monnaies bancaires, c'est-à-dire des dettes émises par les banques sur elles-mêmes qui prennent la forme de billets ou de dépôts sur lesquels on peut tirer des chèques. Comme on l'a indiqué ci-dessus, l'idée des théoriciens du *Free Banking* est d'identifier la loi du reflux à la vieille théorie des *real bills*. Si tous les crédits bancaires sont par définition des dettes adossées à des garanties absolument sûres, le reflux s'effectuera toujours correctement, soit par retour des dépôts dans la banque émettrice, soit par les compensations interbancaires. Mais il s'agit d'un sophisme parce que tout crédit bancaire est incertain à son émission. Ce n'est pas la contrainte monétaire *ex post* de la

convertibilité des monnaies bancaires qui garantit que les crédits seront des *real bills ex ante*.

La loi du reflux ne fonctionne bien que s'il existe un mécanisme centralisé de compensation et de règlement des créances et des dettes entre les banques dans une monnaie acceptée par toutes les banques. Que se passe-t-il dans une situation d'insuffisance, de répartition inégale ou de thésaurisation de la monnaie métallique, s'il n'existe pas d'institution capable d'émettre une dette de rang supérieur dans laquelle les autres dettes sont réglées ? L'expérience américaine est éloquentes à cet égard. Elle fait émerger, sous la contrainte posée par la loi du reflux, l'équivalent d'une pseudo-banque centrale au sein de communautés financières où les relations interbancaires sont intenses. Mais elle laisse en déshérence les banques du reste du pays.

L'adoption du *Free Banking* fut la conséquence de l'accession à la présidence d'Andrew Jackson de 1829 à 1837¹². Il mit son veto au renouvellement du mandat de la deuxième banque des États-Unis en 1832 et en 1836. Élu avec l'appui des fermiers de l'Ouest sur un programme hostile aux puissances financières de la côte Est, il représentait une conception populiste de la démocratie. L'époque du *Free Banking* s'étend du *Free Banking Act* voté en 1838 par l'assemblée de l'État de New York au *National Bank Act* de 1863.

Les principes du *Free Banking* étaient les suivants. Les banques peuvent émettre billets et dépôts sans aucune restriction. Ceux-ci doivent être convertibles, bien que la couverture en or et argent ne soit que partielle¹³. La régulation monétaire est censée être endogène par la loi du reflux des dépôts permettant la destruction de monnaie en son lieu d'émission, complétée par le mécanisme des

12. Andrew Jackson fut le septième président des États-Unis de 1829 à 1837. Lui-même riche propriétaire d'esclaves, il fut l'instigateur de la création du Parti démocrate. Il mit son veto au renouvellement de la charte de la deuxième banque des États-Unis et ouvrit ainsi la période du *Free Banking*.

13. Le système monétaire était formellement le bimétallisme. Toutefois, le *Coinage Act* de 1834 porta le ratio or argent de 14/1 à 16/1 ; ce qui revint à dévaluer le dollar/pièces d'or de 6 %. De plus, dans la période du *Free Banking*, marquée par des famines monétaires récurrentes, les pièces étrangères, comme les dollars espagnols, étaient acceptées en qualité de monnaies légales (Rothbard, 2007).

compensations interbancaires (Le Maux, 2012). La loi du reflux est insuffisante dans les périodes de stress où les banques manquent de réserves métalliques ; ce qui provoque des ruées sur les dépôts de ces banques et des paniques se propageant par les relations de correspondants bancaires. Le système ne peut être viable que s'il engendre des chambres de compensation qui remplissent la fonction du prêteur en dernier ressort dans les crises de liquidité. Cette chambre doit pour cela réglementer les banques membres du système. Le *Free Banking* n'est donc viable que s'il se transforme en son contraire : un système hiérarchisé autour d'une banque supérieure, un acteur capable d'injecter un moyen de paiement interbancaire, acceptable en toutes circonstances.

Ce système n'a fonctionné que dans très peu d'États. Dans les États agricoles, les créances et dettes interbancaires sont demeurées bilatérales entre des banques dont les bases de dépôts étaient fragiles parce que toutes dépendantes de l'activité agricole. Chaque banque émettant ses propres billets, les pénuries de liquidités empêchaient de maintenir la convertibilité au pair entre eux. Il s'ensuivait des décotes dans l'échange des billets et des vagues de faillites au cours des récessions, ainsi que des pénuries de cash dans le cycle agricole annuel. Le système le plus efficace fut établi en Nouvelle-Angleterre avec la Suffolk Bank, créée dès 1818, dans le rôle de la chambre de compensation. En accordant des découverts aux banques membres du système qui acceptaient sa supervision, la Suffolk Bank créait *ex nihilo* de la liquidité interbancaire qui sauvegardait la convertibilité des billets, donc la continuité des paiements même dans les crises bancaires. L'autre système célèbre fut la New York Clearing House Association (NYCHA) créée en 1853. Elle traitait les paniques bancaires en émettant des certificats de prêts (*Clearing House Loan Certificates*) qui furent utilisés avec succès dans la terrible crise bancaire de 1857 (Le Maux, 2001).

En exacerbant les oppositions d'intérêts économiques entre les États du Sud et ceux de l'Ouest d'un côté, les États industriels et financiers du Nord-Est de l'autre, la crise de 1857 sema les germes de la guerre civile.

**Le besoin d'un système bancaire hiérarchisé
et l'avènement des banques centrales**

La chambre de compensation est donc une organisation centralisée qui introduit la rationalité collective dans les systèmes de paiements. Les chambres ne se contentent pas d'être des mécanismes qui économisent les espèces et diminuent le coût de collection des chèques. Elles émettent des certificats de règlement pour le compte de leurs membres qui déposent des réserves auprès d'elles. En temps de crise, notamment lorsque la convertibilité était suspendue, les chambres qui existaient aux États-Unis faisaient fonction de banque centrale. Le transfert de leurs certificats valait règlement parmi leurs membres. Cette qualité supérieure de monnaie de règlement donnait aux chambres une autorité hiérarchique sur leurs membres : c'étaient des banques centrales tronquées. Cette responsabilité de préserver l'intégrité des paiements parmi les clubs de banques commerciales dont elles étaient le centre conduisit les chambres à garantir l'irrévocabilité des paiements contre des obligations contraignantes imposées aux banques.

Ainsi, l'analyse approfondit la démarche du chapitre 1 où nous avons introduit théoriquement le système des paiements. L'irrévocabilité garantit qu'un chèque collecté est un paiement final pour son bénéficiaire, même si le compte sur lequel il a été tiré n'est pas suffisamment approvisionné ou si la banque du payeur ne dispose pas des moyens de règlement adéquats. Grâce à l'irrévocabilité, le compte du bénéficiaire est crédité immédiatement. Le paiement est assuré contre le défaut de la banque du payeur. Pour que cette garantie puisse fonctionner, l'ensemble des membres d'un système de compensation et règlement doit accepter collectivement de couvrir le risque de liquidité lorsque l'un d'entre eux est incapable de régler sa position nette à la chambre en fin de journée. Les chambres se sont donc dotées de pouvoirs réglementaires très stricts : conditions d'accès des banques, exigences en capital, ratios de réserves, accords de partage de pertes,

surveillance des situations financières des membres par les comités d'experts des chambres, sanction des déviations pouvant aller jusqu'à l'exclusion.

L'irrévocabilité est donc le principe qui permet de concevoir le système des paiements comme un réseau où tout se tient. Grâce à ce principe, les paiements par la médiation des banques ont pris le pas sur les formes antérieures. Un siècle de bancarisation des économies monétaires a formé des systèmes de paiements nationaux et a mis fin au morcellement des moyens de paiements. Mais on voit bien où est la limite de la théorie du *Free Banking*. Le besoin de centralisation est appelé par les relations interbancaires, supports de l'économie de marché. En effet, le besoin de coopération requis pour mettre en œuvre le principe d'irrévocabilité implique une centralisation qui dépasse les capacités de banques concurrentes, sauf à accepter de subordonner leur autonomie concurrentielle aux règles communes du règlement interbancaire. Les limites de la coopération privée ont été surmontées par l'établissement de la primauté des banques centrales. Quels que soient son origine et son statut juridique, la banque centrale s'impose comme *banque des banques* dans le système des paiements. À des époques différentes selon les pays, le statut juridique a été aligné sur la nécessité logique de finalité du système de paiements pour être l'opérateur de la valeur dans un espace monétaire donné (Aglietta, 1992).

En effet, une rationalité collective tronquée est inefficace dans le domaine des biens publics. Les États-Unis en ont amplement montré l'insuffisance dans la seconde moitié du XIX^e siècle. À la même époque, la Banque d'Angleterre affirmait sa prépondérance au sommet de la hiérarchie bancaire. Le système monétaire de la convertibilité en fut renforcé parce que les crises de liquidité purent être surmontées sans recourir à la suspension de la convertibilité. Au contraire, en temps de crise, les chambres de compensation à statut privé ne préservaient que les paiements internes de leurs membres. Excluant les autres banques, elles aggravaient la crise sur les banques périphériques dont les positions débitrices devaient être réglées en espèces. Aussi, la vulnérabilité du système des paiements américains

n'a fait que s'aggraver avec l'usage de la monnaie scripturale jusqu'au paroxysme de 1907. Malgré les chambres de compensation régionales qui faisaient circuler leurs certificats, les retraits des déposants demandant conversion en or s'étendirent dans tout le pays.

L'expérience des États-Unis fournit, *a contrario*, la compréhension de l'innovation indispensable qui donne au principe d'irrévocabilité l'extension nécessaire pour unifier un système de paiements nationaux. C'est une banque centrale capable de fournir une offre élastique d'un moyen de règlement unique et unanimement accepté, et d'assumer la responsabilité d'un prêteur en dernier ressort. On montrera dans la troisième partie le rôle décisif de cette fonction pour endiguer l'effet dévastateur des crises financières caractéristiques de la finance de marché. On verra aussi comment le rôle des banques centrales en temps de crise financière est lié à la régulation monétaire en temps « normal ».

L'ÉTALON-OR INTERNATIONAL

À la fin de ce chapitre, les institutions monétaires du capitalisme à l'âge classique ont été identifiées, et leur logique, éclairée. En dépit des différences dans les principes de souveraineté entre les grandes nations européennes, la prépondérance anglaise a fait triompher le règne de l'individu propriétaire dans les échanges internationaux. Ce fut la grande expansion de la première globalisation financière et son apogée à la Belle Époque. Nous étudierons en détail la régulation de ce système monétaire international dans la quatrième partie. Contentons-nous ici de le relier à ce qui précède.

L'étalon-or international définit une constitution monétaire non écrite, fondée sur une légitimité éthique pour un capitalisme devenu mondial dans le dernier tiers du XIX^e siècle. La sous-estimation, voire l'ignorance, des oppositions de souveraineté entre le libéralisme anglo-saxon, l'État-nation français, les Empires germaniques et l'Empire russe, aurait dû alerter sur les conflits latents des relations internationales. Mais les philosophes anglo-saxons de la

Belle Époque, comme Francis Fukuyama après la chute du mur de Berlin, étaient prompts à chanter la fin de l'histoire. Il est vrai qu'ils croient véhiculer des valeurs universelles qu'ils ont mission d'inculquer au monde entier ! Et quoi de mieux que la finance pour le faire ?

L'ancienneté de la convertibilité or consacrait la prépondérance de la livre sterling comme devise-clé. Toutefois, l'étalon-or n'était pas une union monétaire du type ligue de Délos ou zone euro où la coercition limite la souveraineté monétaire. Un pays souverain avait toujours la faculté de suspendre ou de répudier la règle commune à laquelle il avait adhéré. Il fallait donc que le système international procure des avantages suffisamment élevés dans les échanges internationaux à ceux qui avaient l'influence politique dans les différents pays pour que les États aient intérêt à pérenniser la convertibilité.

Ces avantages se trouvaient dans le système international des paiements dont le moyen universel était la lettre de change en livres sterling. Ces créances liquides des banques étrangères sur les banques anglaises étaient universellement considérées comme équivalentes à l'or ; ce qui libérait les banques anglaises d'avoir une couverture or élevée par rapport à leurs engagements liquides. La beauté de l'étalon-or est qu'il pouvait fonctionner à l'équilibre, mais non dans les crises, sans paiements effectifs en or.

La confiance éthique, exprimée sous les labels d'*ordre monétaire libre* et de *monnaie saine* dans les expressions des contemporains, révèle la croyance que la règle de convertibilité n'était pas manipulée et que le pair de change, c'est-à-dire le rapport des parités officielles en métal monétaire, était un rapport naturel. L'étalon-or semblait accomplir la conception germanique de la souveraineté de la personne humaine dans la règle morale que le philosophe Georg Simmel exprimait ainsi : « C'est dans la monnaie que l'esprit moderne trouve son expression la plus parfaite. » Cela renvoie directement à la souveraineté de l'État libéral : respecter la convertibilité était un impératif catégorique qui avait une prépondérance de principe sur les objectifs internes de la politique économique.

À la fin du XIX^e siècle, la monnaie or était le symbole d'une civilisation bourgeoise qui exaltait la liberté et la propriété. Le contrat entre individus libres était le lien social censé concilier l'intérêt personnel et le bien commun. La responsabilité personnelle était le principe du respect des contrats. La loi était le référent de la société pour sanctionner les manquements. La convertibilité monétaire était la garantie de la sécurité financière fondée sur la continuité des engagements privés. C'est pourquoi la convertibilité or intangible était moralement un impératif catégorique. Elle signifiait la confiance inébranlable que la préservation de la valeur des contrats privés était d'un ordre supérieur aux préférences collectives que les États auraient pu atteindre en instrumentant la monnaie. Cette croyance commune dans l'« ordre naturel » comme fondement de la souveraineté démocratique était sans doute un ciment plus puissant que les attributs symboliques du fétichisme de l'or. Parce que la confiance éthique dominait effectivement la confiance hiérarchique, les politiques monétaires étaient conformes à la structure formelle de l'ordre international. Les ajustements monétaires impliqués par cette structure pouvaient donc se produire sans encombre et constituer un régime monétaire international stable.

Mais ces vues rassurantes ne représentaient que la surface de l'économie mondiale, celles de la finance internationale ; et encore ! Cette époque dite bienheureuse fut parcourue de crises financières abominables, comme on l'étudiera dans la troisième partie de ce livre et comme c'est toujours le cas dans toute avancée de la globalisation. En outre, comme y insiste Fernand Braudel, les mouvements des sociétés déchaînés par les révolutions industrielles faisaient surgir des forces sociales qui ne se reconnaissaient pas dans la figure de l'individu propriétaire véhiculée par la conception de l'« ordre naturel », ce qui sapait le prétendu universalisme de cette forme de souveraineté. La montée en puissance d'États-nations dont la souveraineté était étrangère à l'État libéral (Allemagne, Russie et plus tard Japon) était une menace pour la pérennité de l'ordre monétaire. Les craquements internes

de l'Empire russe d'un côté, la concurrence coloniale, interim-périaliste selon Lénine, de l'autre entre l'Empire allemand et les empires coloniaux français et anglais déjà établis allaient, par le jeu des alliances, déclencher le cataclysme qui allait faire voler en éclats l'âge d'or du capitalisme.

CHAPITRE 4

Bouversements du xx^e siècle et émergences monétaires du XXI^e siècle

La Première Guerre mondiale allait changer irréversiblement l'histoire du monde. Qui a compris le message essentiel du chapitre précédent a retenu que les grandes innovations monétaires accompagnent les transformations dans les principes de souveraineté qui régissent les grands ensembles humains. Car la monnaie, en tant que fondement de la valeur qui n'est pas d'essence naturaliste et individualiste, est politique. On ne sera pas surpris que ce fil d'Ariane de l'histoire monétaire continue à donner la clé d'interprétation des changements formidables de la monnaie au xx^e siècle.

La Première Guerre mondiale a abattu la conception de l'ordre naturel comme fondement de la souveraineté et donc l'ordre international de l'étalon-or. La tentative de le restaurer, alors que ses bases morales avaient définitivement disparu, fut une cause éminente de la crise économique et financière menant à la Grande Dépression des années 1930 et à l'essor des États totalitaires qui a conduit à la Seconde Guerre mondiale.

Parmi les tendances qui ont bouleversé l'ordre social au xx^e siècle, la plus importante vient de l'intérieur du capitalisme : développement du salariat, luttes sociales de reconnaissance et avènement, après la Seconde Guerre mondiale, d'institutions régulatrices de *sociétés salariales* procédant de la souveraineté des États-nations. L'avènement des sociétés salariales a transformé de manière conjointe la dette sociale et la monnaie. Celle-ci a fait la

promotion d'une idée entièrement nouvelle dans le registre politique : le *progrès social*. Celle-là a coupé définitivement tout lien avec ses supports métalliques pour devenir totalement une *monnaie fiduciaire*, faisant faire un bond gigantesque à l'abstraction monétaire.

En tant que revendication universelle, le progrès social s'inscrit dans la problématique onusienne des droits humains. En tant que revendication d'égalité, elle est un levier de bouleversement des rapports de puissance dans le monde. Toutefois, au ^{xx}e siècle, le progrès social, en tant qu'enjeu politique, est resté confiné au monde occidental, principalement à l'Europe où se sont déployées des politiques de redistribution après la Seconde Guerre mondiale. Celles-ci ont accompagné des transformations dans la répartition des revenus qui ne sont toutefois pas allées jusqu'à bouleverser les formes de la propriété dans l'entreprise. C'est ainsi que cette première époque tronquée du progrès social, c'est-à-dire une société de redistribution et non de participation (les Trente Glorieuses en France), est entrée en crise par déconnexion de la croissance des revenus et des progrès de productivité. Cette crise a été portée par la monnaie sous la forme d'une inflation généralisée.

La manière dont cette crise a été résolue a produit une aberration historique : la résurgence de l'idéologie libérale qui ne pouvait plus prétendre exprimer la souveraineté de l'individu propriétaire, mais qui a prétendu capter celle de la valeur de la personne humaine. Il s'est ensuivi une extraordinaire escroquerie idéologique où la nouvelle époque de la finance globalisée a prétendu se mettre au service de l'élimination de la pauvreté et de la réduction des inégalités dans le monde. Certes, la crise financière systémique a mis un terme à ces illusions, mais elle laisse des ruines durables en termes de baisse drastique de la croissance et d'augmentations massives des inégalités.

En ce début du troisième millénaire, le monde est entré dans une crise extraordinaire d'amplitude et de durée, puisqu'elle est à la fois financière, sociale et environnementale. C'est donc une crise du développement humain qui conduit à repenser profondément l'enjeu du progrès social pour lui donner toute sa dimension écologique et sociétale. C'est ce qui est aujourd'hui exprimé dans les

termes de développement durable et de qualité de la croissance. Avancer dans cette voie relativise radicalement la place du marché dans les rapports économiques et implique de refonder le principe de souveraineté en prenant en charge le désintérêt profond des citoyens pour les idées politiques à bout de souffle qui ont été forgées au XVIII^e siècle et sur lesquelles le monde occidental vit toujours.

Il n'est pas question ici d'anticiper sur les principes de souveraineté qui vont s'établir et donc sur les formes d'organisation politique qui vont s'imposer. Nous allons prendre la démarche poursuivie jusqu'ici à l'envers. De nouvelles formes de monnaie émergent. S'agit-il de la poursuite des évolutions passées de la technologie des paiements ? Ou bien peut-on y voir des germes de liens sociaux qui approfondissent l'emprise des citoyens sur l'activité économique ? Si des formes monétaires se développent à l'initiative directe des citoyens, comment l'unité de la monnaie va-t-elle s'exprimer ? Selon quels principes de souveraineté ?

Dettes sociales et monnaie nationale

La tendance la plus fondamentale du capitalisme consiste à éliminer les autres modes de production en développant le salariat. Au xx^e siècle, ce processus a pris une dimension nouvelle. De bourgeois qu'elles étaient au XIX^e siècle, les nations capitalistes sont devenues des sociétés salariales dans la seconde moitié du xx^e siècle, après des décennies de convulsions où des nations se recommandant de principes contradictoires de souveraineté se sont affrontées dans des guerres sans merci.

La société salariale transforme complètement le système des dettes qui est la matrice des liens sociaux. En conséquence, elle change radicalement les règles monétaires qui avaient cours dans l'étalon-or. À l'âge classique, les dettes prépondérantes étaient des dettes privées. Au contraire, les dettes prépondérantes dans les sociétés salariales sont des dettes sociales. Elles résultent du besoin

de protection des travailleurs sans emplois qui sont privés de leurs moyens d'existence. C'est pourquoi l'État de la protection sociale (« *Welfare State* ») est devenu une institution prédominante de la cohésion sociale.

Cette institution complexe rassemble les règles d'un droit social, des syndicats représentatifs des intérêts collectifs des salariés et des employeurs, des procédures de négociation et des contrats collectifs. Elle est donc essentiellement politique et, par conséquent, distincte d'une nation à l'autre. C'est ainsi que le libéralisme social anglo-saxon, la social-démocratie scandinave, l'ordolibéralisme allemand et le social corporatisme français sont des variétés de capitalisme différentes du point de vue de la répartition des revenus et de la production des biens publics. Mais toutes ont en commun une énorme progression de la dette sociale, sous la forme de la dette de l'État et (ou) d'organismes de sécurité sociale, selon les modalités de financement.

MONNAIES NATIONALES, POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET SYSTÈMES DE PAIEMENTS HIÉRARCHISÉS

Dans des nations où la dette sociale est prépondérante, les règles monétaires et les formes de la confiance dans la monnaie sont radicalement transformées par rapport à ce qu'elles sont dans des sociétés bourgeoises où le salariat n'est pas majoritaire, où la citoyenneté est celle du propriétaire et où des formes communautaires et familiales de solidarité prennent en partie en charge la protection sociale. La monnaie est complètement nationalisée, en ce sens que les objectifs nationaux de politique économique prennent le pas sur toute autre forme de légitimité. La première règle, qui est la mesure des prix, ne repose plus sur un étalon de valeur universel fourni par la convertibilité or, mais sur un étalon national.

Le premier changement concerne donc l'unité monétaire qui a fait un bond dans l'abstraction. C'est la disparition de la convertibilité or dans les usages domestiques de la monnaie. Qu'est-ce

que l'unité de monnaie nationale ? Ce n'est plus l'équivalent d'un poids d'or. C'est le nom (le dollar, la livre sterling, l'euro, etc.) donné à l'unité du passif de la banque centrale émettrice. *Elle est donc purement autoréférentielle*. La mesure de la valeur devient entièrement conforme à son principe : un pur lien social.

Couper le lien de convertibilité avec un contenu métallique, c'est renoncer à croire à la valeur « naturelle » de la monnaie, chère à Locke. C'est affirmer l'autonomie du monde social par rapport à des lois économiques idéales qui sont imaginaires. C'est admettre que les règles sociales, au premier chef les règles monétaires, sont entièrement *man-made*, c'est-à-dire instituées par la société sans aucune référence transcendante. La religion de l'or, le symbolisme des métaux précieux, qui venait conforter la confiance éthique, a totalement disparu. C'est une époque dépassée de l'histoire humaine. La légitimité de la monnaie est purement politique. Son fondement se trouve dans la délibération démocratique. La confiance hiérarchique joue donc le rôle essentiel et s'exprime dans la politique économique, dont la politique monétaire est partie prenante. La confiance éthique n'a pas disparu en ce sens que la morale elle-même est celle d'un ordre laïque. Elle procède des principes de la légitimité démocratique que nous avons évoqués dans le chapitre 3, du moins dans les nations qui se réclament de ce mode de souveraineté. La monnaie est légitime si les politiques que les gouvernements mettent en œuvre, grâce à la capacité d'endettement qu'elle permet, ne poursuivent pas des buts arbitraires ou partisans.

Pour être conforme aux normes collectives des nations démocratiques, donc pour que la monnaie bénéficie de la confiance éthique, la politique économique doit respecter trois principes : un *principe de garantie* qui maintient une double stabilité (du pouvoir d'achat de la monnaie et de la finance) ; un *principe de croissance* qui préserve le plein-emploi soutenable (croissance potentielle) ; un *principe de justice* qui établit une répartition des revenus, des risques et des conditions d'accès au crédit qui soient acceptables dans la nation.

La hiérarchie des paiements dans les systèmes monétaires nationaux

Les systèmes de paiements nationaux sont des réseaux de réseaux emboîtés, dont la banque centrale est le pivot parce que le passif qu'elle émet est le moyen de règlement ultime des soldes interbancaires. Cette liquidité supérieure de la monnaie banque centrale est cohérente avec la définition de l'unité de compte dans les systèmes de monnaie fiduciaire. L'unité de compte est l'unité de mesure du passif que la banque centrale fait accepter comme monnaie. Contrairement à ce qui est raconté par les théoriciens dits « des restrictions légales », cette organisation, on l'a vu dans le chapitre 3, est le produit du développement de la logique bancaire, non pas l'imposition d'une règle par l'État. En revanche, le monopole d'émission des billets, conféré à la banque centrale, est bien une restriction légale. Mais la détention directe de monnaie émise par la banque centrale sous la forme de billets n'est pas une nécessité logique de la hiérarchie des signes monétaires dans les systèmes fiduciaires. Du point de vue de la logique des paiements et de la stabilité des systèmes de paiements, une organisation monétaire nationale sans « cash » est parfaitement possible. Qu'elle soit acceptée par les citoyens est une autre affaire. C'est là qu'on retrouve la confiance éthique.

La diversité des moyens de paiements au détail a des caractéristiques qui sont rassemblées dans le tableau 4.1. On remarque que la monnaie scripturale et la monnaie électronique ont des caractéristiques de même nature : centralisation des paiements et personnalisation des moyens de paiement, ce qui implique une organisation qui a des coûts fixes et des rendements croissants. La monnaie électronique peut dominer la monnaie scripturale par sa plus grande efficacité technique (réduction des dates de valeur), par la plus grande richesse d'information qu'elle peut véhiculer et par la plus grande sécurité de l'identification des utilisateurs. On peut donc penser qu'elle pourrait s'y substituer entièrement dans l'avenir. En revanche, les caractéristiques des pièces et billets sont

opposées à celles des moyens de paiements adossés à des réseaux organisés : décentralisation contre centralisation, anonymat contre identification, liquidité autoportée contre liquidité déposée, marque souveraine contre signature privée. Certes, le portefeuille électronique renferme certains traits de la monnaie fiduciaire. Entre deux dates de chargement, il autoporte la liquidité, puisque les paiements qu'il effectue ne sont pas individuellement rattachés au compte bancaire. Ces paiements sont donc décentralisés dans une certaine mesure. Mais il n'est pas anonyme, et la mémoire des paiements ne s'éteint pas à chaque transaction. Il reste rattaché à un compte bancaire qui est débité pour le charger. Il doit être garanti par la banque émettrice. Il n'est donc pas porteur d'une liquidité absolue, mais il dépend de la sécurité fournie par l'organisation hiérarchisée des paiements, laquelle repose sur la banque centrale.

Dans les trente dernières années, les transferts électroniques de fonds ont révolutionné les paiements de gros montants. L'interconnexion des ordinateurs, l'extraordinaire augmentation de leurs capacités de stockage et de traitement digital de l'information, les bouleversements des techniques de transmission à distance, ont accru énormément les flux de paiements qui sont contreparties des transactions financières. Plus généralement, les paiements de gros montants comportent trois catégories : les systèmes interbancaires de transferts de fonds, les systèmes de règlement des transactions sur titres financiers et produits dérivés, les systèmes de paiements pluridevises. Ils forment les paiements à haute tension (à grande valeur) par opposition aux paiements à basse tension (au détail) considérés dans le tableau 4.1. Les paiements à haute tension sont le siège du risque systémique, parce qu'ils totalisent dans leurs flux les erreurs de jugement et les aléas qui affectent l'ensemble des échanges économiques. Plus précisément, les paiements à haute tension concentrent des risques dont la possibilité de transformation en risque systémique est élevée. *A contrario*, les systèmes de paiements à haute tension sont liquides s'ils peuvent acheminer de gros montants dans l'urgence (valeur-temps) et en sécurité (avec garantie de bonne fin). Cette liquidité *lato sensu* est menacée par la combinaison de plusieurs types de risques.

Les risques de crédit viennent de ce que des ordres de paiements une fois transmis servent à d'autres paiements avant d'avoir été réglés. Ils sont accrus par l'urgence. Notamment, les risques qui naissent des positions interbancaires au cours d'une journée peuvent être courus sur des dettes extrêmement élevées. Les risques de liquidité *stricto sensu* viennent de la dissociation d'une transaction entre la branche paiement et la branche livraison d'un objet économique ou financier. Lorsque la contrepartie a été livrée et que le paiement n'a pas encore eu lieu, il y a un pur risque de liquidité. Dans l'interconnexion des paiements, les risques de liquidité induits par la dissociation prennent deux formes : le délai de règlement et la désynchronisation du règlement (ou risque Herstatt dans les paiements pluridevises).

La sécurité des paiements dépend de l'organisation qui prend en charge ces risques pour satisfaire la garantie de bonne fin. Celle-ci suppose l'irrévocabilité (déjà mentionnée) des ordres de paiements pour les bénéficiaires. Il faut aussi l'inconditionnalité subséquente du règlement par l'agent central. Dans les systèmes de paiements dont l'agent central est une institution privée, l'inconditionnalité ne peut être établie. En effet, cet agent ne peut créer, *ex nihilo* et en montants potentiellement illimités, le moyen de règlement ultime qui est inconditionnellement accepté. C'est pourquoi il y a nécessairement une hiérarchie des systèmes de paiements, les soldes nets des systèmes privés se déversant dans le (ou les) système(s) supérieur(s) qui règle(nt) sur les livres des banques centrales.

La montée des risques a conduit les autorités monétaires des pays européens à construire dans chaque pays au moins un système de paiements interbancaires de gros montants, apte à accueillir les transactions pluridevises, qui soit à la fois irrévocable et inconditionnel pour contenir le risque systémique. Ces systèmes de plus haute sécurité, qui accueillent les opérations des banques centrales au titre de l'exécution de la politique monétaire, ont été interconnectés selon le dispositif TARGET 1 puis 2 depuis la mise en route de l'union monétaire. Pour renforcer encore la sécurité, ces systèmes privilégiés ont utilisé les technologies de l'information

Tableau 4.1. Instruments de paiements au détail

Caractères monétaires	Pièces et billets	Monnaie scripturale	Monnaie électronique
Logique de CIRCULATION et support du PAIEMENT	Décentralisée, mécanique et anonyme (déplacement physique). Perpétuel (à l'usure près). Marque souveraine. Comptage.	Centralisée, arithmétique et personnalisée (transfert d'écritures). Éphémère (chèque). Acceptation par signature.	Centralisée par interconnexion, électronique et personnalisée. Éphémère (impulsion électrique). Carte ou portefeuille électronique garanti par l'émetteur.
INFORMATION associée au PAIEMENT	Mémoire disséminée et éteinte avec la transaction. La circulation des billets vaut règlement.	Le chèque est un « bon pour ». Mémoire regroupée dans les mouvements entre comptes. L'irrévocabilité permet la garantie des paiements. Mais la solvabilité du payeur n'est pas suivie en temps réel.	La carte est un « bon pour » certifié : signature par code confidentiel. La carte à mémoire permet d'identifier la solvabilité du payeur en temps réel.
LIQUIDITÉ et SÉCURITÉ	Autoportée par le moyen de paiement. Sécurité faible (vol).	Dissociée du moyen de paiement (chèques ≠ comptes). Conservation protégée (sauf vol de signature). Sécurité collective (PDR) contre l'insolvabilité des banques.	Identification du compte à partir de la carte. Conservation protégée par code. Sécurité collective (id).

les plus avancées qui permettent de passer du règlement net en fin de journée au règlement brut en continu.

Depuis les origines de la compensation interbancaire, les soldes nets de chaque banque sur les livres de la chambre étaient calculés et réglés en fin de journée. Les banques centrales ont pris en charge le risque de liquidité au règlement. Pour éviter de supporter les risques de crédit inhérents, elles ont établi des réglementations

contraignantes : accords de partage des pertes à validité juridique solidement établie entre les membres, apports de sûreté à la banque centrale pour que ses lignes de crédit soient collatéralisées, limites aux découverts journaliers.

Dans les procédures de règlement brut avec garantie de bonne fin, les paiements interbancaires sont présentés en temps continu et acceptés après vérification que le payeur peut se procurer les liquidités requises. Le risque de crédit peut disparaître entièrement pour l'agent central du système. Mais, lorsque les paiements sont rejetés par insuffisance de liquidité immédiate, un gel des paiements peut s'étendre de proche en proche. Pour le prévenir, il faut que les banques disposent de liquidités abondantes. La banque centrale peut la fournir grâce aux programmes informatiques performants qui optimisent l'ordre des paiements dans une queue au lieu de les rejeter et grâce à des avances intrajournalières contre mise en collatéral d'une gamme de papiers de très bonne qualité.

De cette trajectoire de la centralisation des paiements, il faut retenir le dilemme entre l'efficacité de l'exécution des paiements et la stabilité des systèmes qui l'organisent. L'invention d'une plus grande diversité de moyens de paiements privés ne sape pas l'influence des banques centrales. Elle la renforce au contraire. Car la complexité des paiements, le gonflement des volumes et la réduction des délais accroissent le risque systémique. Les arrangements privés sont incapables de le maîtriser parce qu'il menace la confiance dans la monnaie en son fondement : la définition de l'unité de compte dans un signe monétaire inconditionnellement acceptable. C'est pourquoi l'intégrité des systèmes de paiements va bien au-delà des questions techniques. Elle s'inscrit dans une régulation de l'économie par la monnaie *via* la finance.

Les développements récents des monnaies virtuelles sont-ils une menace pour la stabilité monétaire ?

Pour certains chroniqueurs avides de science-fiction, la monnaie électronique est porteuse d'innovations tellement radicales que l'ancrage de la monnaie sur la souveraineté va disparaître.

La généralisation des échanges électroniques d'actifs et de dettes serait capable de réaliser le rêve de l'économie pure : un système de prix d'équilibre intertemporel mondialisé. Rien ne peut être plus éloigné d'une évaluation raisonnable du phénomène.

On a montré dans le chapitre 3 que le foisonnement d'innovations monétaires privées est inhérent à l'histoire du capitalisme. Nous avons vu ci-dessus que les paiements électroniques de première génération, donc bouclés sur les banques, ne présentent aucune caractéristique nouvelle pour l'intégrité de la monnaie. L'irrévocabilité des paiements, condition de leur finalité, donc de la réalisation de la valeur, demeure la conséquence du bouclage du système de compensation règlement sur la banque centrale.

Qu'en est-il de l'avènement des modalités de paiements électroniques de seconde génération, c'est-à-dire opérant sur des réseaux ouverts de détail ou de gros ? Les réseaux ouverts proviennent de la révolution Internet. L'innovation majeure se trouve dans l'offre de services de paiements et l'exécution des paiements dans des chaînes qui n'impliquent pas directement les banques. En effet, des portefeuilles électroniques peuvent être stockés sur des disques durs d'ordinateur, de sorte qu'un transfert de valeur entre deux agents économiques A et B puisse se faire par transfert électronique « e » sans implication des comptes bancaires des agents A et B avec leurs banques a et b (Goldfinger, 2000). Contrairement à ce qui est souvent affirmé, ces transactions ne sont pas équivalentes au « cash ». Les coûts de transaction sont certes plus faibles si les volumes de transaction sont élevés. Mais ces transactions requièrent un équipement électronique avec possibilité d'enregistrement par la contrepartie, contrairement à l'anonymat absolu des billets. Or le besoin de liquidité absolue fait partie de la confiance dans la monnaie dans les dispositifs de transactions décentralisées. C'est pourquoi les transferts électroniques ont surtout la capacité de remplacer la monnaie scripturale sur support papier. Ce seraient les dépôts chez les intermédiaires financiers qui seraient menacés.

Supposons un émetteur Internet de moyens de transferts électroniques (Google, Alibaba, Microsoft, etc.). Par son réseau, il offre des moyens de paiements électroniques « e ». Les comptes

des individus sur le système d'enregistrement de l'émetteur sont des actifs et des engagements de marché. Ils produisent des flux de paiements en continu. Un paiement d'un agent X à un agent Y est une vente d'actifs financiers sur ordinateur ou un engagement préprogrammé, un investissement préprogrammé de Y sur son portefeuille électronique. L'intermédiaire est une plateforme Internet qui gère les comptes des agents économiques. Il garantit l'existence des valeurs d'actifs qui vont être transférées. C'est le garant d'un système informatisé de règlement, mais ce n'est pas une banque dans la mesure où il ne fait pas de prêts et n'émet pas ses propres dettes. Faire le métier d'intermédiaire financier implique beaucoup plus que de disposer de réseaux pour connecter des acteurs, si performants soient-ils. Il faut des informations spécialisées et une expertise spécifique pour sélectionner les actifs et distinguer les bons et les mauvais projets (Goodhart, 2000). *Cela veut dire que les asymétries d'information qui résultent de l'acte de crédit ne sauraient être éliminées par des technologies de transfert.* C'est pourquoi il est fort probable que les géants Internet ne trouvent guère d'intérêt à devenir des intermédiaires financiers. S'ils le devenaient, la combinaison d'une capacité d'intermédiation et d'un réseau de paiements les qualifierait des banques. Ces entités seraient alors réglementées comme telles pour leurs activités bancaires.

Plus fondamentalement, nous avons montré dans ce livre que la monnaie est un système social fondé sur la souveraineté. La nature contemporaine de celle-ci confère à la monnaie légale une acceptabilité générale et permanente au sein d'un pays. C'est pourquoi les transferts électroniques ne peuvent acquérir les caractéristiques de la monnaie fiduciaire. Il est possible que des développements futurs des transferts électroniques conduisent à des transformations des principes de souveraineté. Nous avons montré au chapitre 3 qu'il en avait été ainsi dans l'histoire. Mais souveraineté il doit y avoir qui garantit une base de monnaie fiduciaire. Cette base peut être quantitativement modeste par rapport à la masse de moyens de paiements détenus. En revanche, elle doit toujours être strictement positive ; cela suffit pour que la banque centrale contrôle les taux d'intérêt nominaux (Woodford, 2000).

Si la conduite de la politique monétaire n'est pas menacée par les schémas de monnaie électronique, qu'en est-il de la stabilité financière ? Ce qui est particulièrement instable, ce sont les monnaies virtuelles type bitcoins. La question principale est leur interaction avec l'espace monétaire ancré sur la monnaie officielle. Y a-t-il des flux d'échanges entre monnaies virtuelles et dépôts bancaires ou billets ? Si oui, dans un sens ou dans les deux ? Les bitcoins posent problème parce qu'ils constituent une monnaie virtuelle à circuit ouvert et bidirectionnel.

Il ne faut pas confondre monnaie électronique et monnaie virtuelle. Dans les schémas de transfert électronique considérés ci-dessus, le lien entre la monnaie électronique et la monnaie officielle est préservé et a une base légale en ce que les fonds stockés sur les ordinateurs sont exprimés en unités de compte officielles. Dans les schémas de monnaies virtuelles tels que le bitcoin, l'unité de compte est elle-même virtuelle. Cela pose un sérieux problème si la monnaie virtuelle est à circuit ouvert bidirectionnel. Elle devient un outil de spéculation par les fluctuations du taux de change qui sont entièrement autoréférentielles. L'éventuel contrôle du taux de change ne peut provenir que de l'émetteur. Si l'émetteur est opaque et inconnu, l'incertitude est maximale.

Que doivent alors faire les banques centrales face aux errances spéculatives si, en outre, la monnaie virtuelle peut être utilisée pour acheter des biens et services réels ? Si la création de monnaie virtuelle provient d'une conversion de monnaie préexistante et si l'échange inverse détruit la monnaie virtuelle, il n'y a pas de création monétaire. Peut-il y avoir un impact sur la vitesse de circulation de la monnaie par conversion de monnaie banque centrale en monnaie virtuelle qui réduirait significativement la taille du bilan de la banque centrale ? Pour gérer ce risque s'il se matérialise, les banques centrales devront imposer des ratios de réserves obligatoires minimaux aux schémas de monnaies virtuelles. Et l'effet de retour des monnaies virtuelles sur l'économie réelle ? Hormis le risque de fraude, il passe par l'impact que pourraient avoir les fluctuations non anticipées de la quantité de monnaie centrale sur les taux d'intérêt BIS (2012).

L'impact de retour de la monnaie virtuelle peut se trouver surtout sur la stabilité financière par les fluctuations du taux de change de la monnaie virtuelle. Le caractère autoréférentiel du taux de change est renforcé par l'absence de règlement des monnaies virtuelles en monnaie bancaire ou en monnaie centrale, et donc par l'absence d'un prêteur en dernier ressort. Or le risque peut devenir systémique si les règlements de transactions sur actifs se font en monnaies virtuelles dont les taux de change fluctuent avec une grande amplitude car l'irrévocabilité des paiements n'est pas assurée (ECB, 2012). Si les flux de transactions dans les deux sens prennent une ampleur susceptible d'activer sérieusement ces risques, les banques centrales ne pourront pas se dispenser de surveiller ces schémas et de leur appliquer les règles de sécurité des systèmes de paiements.

**Des politiques de croissance inflationniste
dans la finance administrée aux politiques de basse inflation
dans la finance libéralisée**

Les transformations de la finance n'ont pas seulement modifié les instruments du contrôle de la monnaie, elles ont changé en profondeur l'institution centrale de la souveraineté monétaire, en faisant mûrir les conditions idéologiques et politiques qui ont promu l'indépendance des banques centrales.

Les incidences des deux types de finance sur la régulation monétaire sont contrastées dans le tableau 4.2. Les phénomènes cycliques de l'économie capitaliste ne sont pas régulés de la même manière. En finance administrée, les taux d'intérêt sont rigides. C'est le taux d'inflation qui fluctue et régule les tensions sur les marchés des biens et du crédit. Notamment, l'inflation dévalorise les dettes. Tant qu'elle ne met pas en péril le pouvoir d'achat de la monnaie d'une manière qui est perçue négativement par la population, l'inflation est favorable à la croissance ; ce qu'elle a été en Europe pendant les Trente Glorieuses. Mais cette régulation monétaire est vulnérable à l'accélération de l'inflation, lorsque les agents économiques perdent confiance dans la « vérité » des valeurs nominales et multiplient les formules d'indexation pour tenter de préserver leur part du revenu national. En finance libéralisée, l'inflation est

stationnaire, donc insensible au cycle de l'activité économique. C'est le taux d'intérêt nominal qui est flexible. Il entraîne une vulnérabilité de la valeur des dettes. Il s'ensuit que la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie a pour corollaire l'instabilité du crédit dont dépend le cycle économique. Les crises financières remplacent les poussées inflationnistes comme symptômes des difficultés de contrôler la dynamique du capitalisme par la monnaie.

Tableau 4.2. Régimes monétaires et structures financières

Finance administrée (1950-1982)	Finance libéralisée (1983-2007)
Rigidité du taux d'intérêt nominal : pivot taux de base bancaire. Le taux nominal ne répercute les variations de l'inflation qu'avec inertie. Corrélation négative entre taux réel et inflation. Les dettes sont dévalorisées par l'inflation : régime monétaire à biais inflationniste. Le cycle de l'activité est modulé par les variations de l'inflation.	Flexibilité du taux d'intérêt nominal : pivot taux obligataire. Le taux nominal anticipe la réaction de la banque centrale à l'inflation. Corrélation positive entre taux nominal et inflation. La qualité des dettes dépend des fluctuations des prix des actifs : régime monétaire à inflation basse et stable. Le cycle économique est modulé par les bulles de prix d'actifs.

Dans les systèmes financiers hiérarchisés, la banque centrale est l'institution dont dépend la confiance. Le tableau 4.2. enseigne que ces systèmes sont soumis à des forces qui les détériorent : variabilité de l'inflation ou instabilité financière. Nous verrons les raisons profondes de ce dualisme dans la troisième partie de ce livre. Ce qui est commun aux deux types de régimes monétaires est la rupture avec la convertibilité métallique qui change radicalement les modes de légitimation de la confiance hiérarchique.

La politique monétaire exprime dans ses objectifs l'équilibre des pouvoirs et contre-pouvoirs dans la société, lequel lui est transmis de manière biaisée par la finance. Les influences prépondérantes mélangent des niveaux fort différents de responsabilité politique : les finalités supérieures de la société dans chaque nation, les structures financières qui transmettent les déséquilibres économiques, les rapports entre l'État et la banque centrale.

Deux doctrines monétaires se sont affirmées après la Seconde Guerre mondiale dans le cadre des systèmes financiers administrés et continuent à manifester leurs différences dans les systèmes financiers libéralisés. Ce sont la régulation macroéconomique keynésienne anglo-saxonne (si l'on excepte la courte période dite monétariste au cours des années 1980) et l'ordolibéralisme germanique (tableau 4.3.).

Tableau 4.3. Les doctrines monétaires contemporaines

	Keynésianisme anglo-saxon	Ordolibéralisme germanique
Principe dominant.	Croissance (plein emploi). Justice (<i>Welfare State</i>).	Stabilité garantie par règles civiques. Économie sociale de marché.
Présupposés sur la cohésion sociale.	Instabilité chronique de la finance parce que le capitalisme est traversé par des conflits sociaux non régulés par les marchés.	Le système de marchés est capable de réguler l'économie à condition qu'il soit encadré par un ordre fait de règles publiques pour préserver la société civile de tout pouvoir arbitraire.
Posture de la banque centrale.	Besoin d'un <i>policy mix</i> : régulation macroéconomique conjointe par les finances publiques et par la monnaie. Politique de discrétion contrainte.	La monnaie doit être protégée des influences politiques. Préengagement de la banque centrale sur une règle monétaire incorporée dans les négociations entre partenaires sociaux.
Impact des structures financières libéralisées.	Instabilité financière par levier d'endettement et spéculation sur actifs. <i>Risk management</i> .	Renforcer les règles prudentielles et surveiller les conduites à risque. Pas d'incidence monétaire si l'inflation n'est pas affectée.

La montée en puissance des banques centrales

La grande inflation des années 1970 a traumatisé les épargnants et précipité les innovations financières qui ont ouvert la voie à la libéralisation financière. Elle a aussi suscité des critiques virulentes contre la politique monétaire. La confiance éthique fut ébranlée parce que l'équilibre entre les principes de stabilité de la monnaie, de croissance et de justice fut contesté. Le retournement dramatique de la politique monétaire américaine en octobre 1979

marquait une volonté de casser l'inflation coûte que coûte. Il montrait que la population était prête à accorder un poids accru au principe de la garantie de la stabilité de la monnaie. Le changement dans le critère de la confiance s'est accompagné d'une inflexion institutionnelle dans certains pays, d'une réforme institutionnelle dans d'autres. L'idée s'est imposée que, dans un univers qui avait définitivement coupé les amarres avec la convertibilité métallique, l'autolimitation du pouvoir d'émission de la monnaie est requise pour ancrer la confiance dans l'évolution future de son pouvoir d'achat. Pour parvenir à cette fin, il fallait établir et préserver *l'indépendance des banques centrales*.

L'indépendance de la banque centrale garantit la position d'extériorité à partir de laquelle elle peut exercer la souveraineté monétaire dont elle est dépositaire. L'indépendance est ce qui fait apparaître la banque centrale comme un médiateur impartial entre les intérêts qui se croisent et ceux qui s'affrontent dans la société, y compris au sein de l'État. L'indépendance ne postule pas une action politique particulière. Elle institue une posture de discrétion contrainte qui accueille une diversité de doctrines monétaires pour guider l'action. Car, dans un monde où la croyance dans un ordre naturel a disparu, la confiance dans la stabilité de la monnaie résulte d'un jeu de coordination des anticipations. Ce jeu n'a pas de solution univoque, il a des équilibres multiples. Mais cela ne conduit pas pour autant à une indétermination.

Car il est dans la nature des standards collectifs, qui sont des conventions, que les utilisateurs y adhèrent avec une grande inertie. C'est le cas de la valeur de la monnaie¹. Il faut des indications répétées et concordantes du contraire pour que les agents renoncent à tenir le pouvoir d'achat de la monnaie pour stable. Y renoncer jette une confusion dans la signification des mouvements constatés de prix et la suspicion sur l'anticipation de leur évolution. L'information économique en est dégradée, et l'incertitude conduit à une recherche inquiète du support le plus sûr de la liquidité.

1. Anton Brender et Florence Pisani (1997) montrent économétriquement que les anticipations d'inflation ont une grande inertie.

Il revient donc à la politique monétaire de fixer le point focal sur lequel les agents coordonnent implicitement leurs anticipations lorsqu'ils établissent leurs plans d'action. Il s'agit de leur donner un cadre qui permette d'éliminer tous les équilibres en dehors d'une plage indiquée par la banque centrale. Ce cadre se recommande d'une doctrine monétaire renouvelée : *le ciblage flexible de l'inflation*². Il s'agit de placer les actions discrétionnaires de la politique monétaire de court terme sous la contrainte d'une règle d'action à moyen terme, assurant la stabilité des prix. Cette stabilité est définie comme une plage de viabilité des taux d'inflation futurs à l'intérieur de laquelle les actions de la banque centrale bénéficient de la confiance des agents.

Toutefois, si l'indépendance des banques centrales redonne un poids important au principe de garantie de la valeur statistique de l'unité de compte, il ne saurait être exclusif. Le principe de croissance est menacé par l'instabilité financière et annihilé dans les crises financières, tandis que le principe de justice a été détruit par la dérive des inégalités sociales depuis plus de trente ans. La banque centrale a donc une double responsabilité : éviter que l'inflation ne corrompe la mesure des valeurs et prévenir l'instabilité financière qui déclenche des crises très coûteuses pour l'économie.

L'action de la banque centrale dans les temps troublés de l'instabilité financière s'inspire de la doctrine *du prêteur en dernier ressort*³. Cette doctrine s'est constituée au XIX^e siècle en même temps que la banque centrale s'affirmait comme la banque des banques pour conjurer les paniques bancaires. Ces paniques résultent de ruées sur les dépôts par crainte que les banques manquent de

2. L'expression a été introduite par Ben Bernanke et Frederic Mishkin (1997).

3. La doctrine du prêteur en dernier ressort a été énoncée par Bagehot, chroniqueur à *The Economist*, après la terrible crise financière de 1866, aggravée par l'attitude de la Banque d'Angleterre qui, concurrente des banques, refusait de prêter aux institutions financières aux abois. Bagehot montra que, dans les crises financières, le plus grand nombre d'institutions financières était solvable mais illiquide. C'est la pénurie de liquidités qui transformait des difficultés financières localisées en crise générale. Il fallait donc que la Banque d'Angleterre agisse en tant que banque des banques, prêtant aux banques solvables mais illiquides des montants non prédéterminés de la liquidité supérieure qu'elle crée à un taux pénalisateur contre un collatéral présenté par les emprunteurs et évalué à des valeurs d'avant-crise.

liquidités en monnaie centrale. Elles proviennent aussi de la paralysie du marché interbancaire par réticence des banques à faire circuler les liquidités. *La banque centrale prête en dernier ressort lorsqu'elle fournit aux banques dans le marché monétaire des montants de sa propre monnaie potentiellement illimités à des conditions qu'elle décide de manière souveraine.* Cette action est exorbitante de la logique marchande de l'échange des créances. Elle est poursuivie dans le but d'endiguer le risque systémique. Elle est ambiguë parce qu'elle peut alimenter l'imprudence des comportements bancaires, si elle fournit une assurance collective aux banques que celles-ci peuvent anticiper. C'est pourquoi la banque centrale doit laisser ses intentions imprévisibles et ne se préoccuper que de la sauvegarde de la stabilité financière globale, non du destin de telle ou telle institution financière particulière. La manière dont les banques responsables du non-respect des règles les plus élémentaires du risque, voire de fraudes grossières, ont été sauvées tous azimuts et sans contrepartie dans la crise financière globale de 2008 montre que ces principes n'ont pas été appliqués.

Défi du développement durable et nouvelles formes monétaires

Le monde est pris dans une crise tridimensionnelle : économique et financière, sociétale et politique, écologique et climatique. Toutes les dimensions de cette crise sont imbriquées. La première est la réduction persistante de la croissance, accompagnée d'une élévation permanente de la dette totale (publique + privée) relativement au PIB dans pratiquement tous les pays depuis l'éclatement de la crise financière en 2008. La deuxième dépend de la première par l'insuffisance de la demande, la montée des inégalités de revenus, l'étranglement financier des systèmes sociaux, le sous-emploi endémique et l'incapacité de l'éducation à promouvoir la mobilité sociale ascendante. Les trappes de pauvreté se creusent, et les perspectives d'amélioration des conditions de vie s'éloignent pour des catégories

sociales nombreuses. La défiance des citoyens pour les discours politiques s'étend au fur et à mesure que les gouvernements sont incapables de redéfinir le progrès social et de montrer une voie. La dégradation environnementale creuse les inégalités sociales et fait planer un doute sur l'immortalité de la civilisation démocratique. Cette menace planétaire liée au dérèglement climatique met en cause la capacité des formes actuelles de la souveraineté politique de relever le défi. L'inquiétude est d'autant plus grande que la démocratie formelle n'a pas fourni de rempart aux gouvernements impuissants, sous les coups de boutoir de la finance, à maîtriser les désordres des années 1990 et 2000 qui ont mené à la crise. Le pire s'est produit en Europe, confédération de nations incapable de s'accorder sur les partages de souveraineté indispensables pour accepter une dose minimale de coopération institutionnalisée.

Toutefois, depuis quelques années et hors du sérail des institutions politiques établies, les termes de *croissance inclusive et soutenable* et de *développement durable* s'insèrent avec ténacité dans le débat public. La croissance soutenable est une nouvelle forme de croissance incorporant les contraintes écologiques et poursuivant l'équité sociale. Le cadre théorique est celui du bien-être social intergénérationnel. Est soutenable toute trajectoire de développement sur laquelle le bien-être intergénérationnel ne décline pas. L'importance de ce débat réside en ce qu'il met radicalement en cause la dérive ultralibérale de la théorie économique des quarante dernières années qui a rendu possible l'hégémonie de la finance sur le politique. Car cette théorie ne s'inscrit pas dans la perspective du développement durable pour des raisons fondamentales.

UN PRINCIPE DE JUSTICE SOCIALE EST AU FONDEMENT D'UN NOUVEAU PRINCIPE DE SOUVERAINETÉ

D'abord, le bien-être social n'est pas l'agrégation des préférences individuelles. En effet, le théorème d'impossibilité de Kenneth Arrow démontre qu'il est impossible à toute procédure de choix social dans une société démocratique d'agréger de manière

incontestable des préférences individuelles hétérogènes dans une fonction de bien-être social. Il s'ensuit que toute prétention à éradiquer la pauvreté et à réduire les inégalités doit procéder d'un critère de justice sociale que les fondements utilitaristes de la théorie économique dite orthodoxe ne peuvent fournir et même rejettent explicitement. Il faut, en effet, définir l'égalité de manière que la comparaison interpersonnelle soit possible non seulement en calculant des indices empiriques, mais au niveau des principes qui légitiment les choix publics. La démocratie représentative n'offre pas plus de secours parce que la règle majoritaire, qui est une règle procédurale et non substantielle, ne saurait instaurer un juste partage social. Elle sous-estime les biens communs dont la nature fait partie et écrase les intérêts des minorités sous-représentées politiquement, comme le marché exclut ceux qui n'ont pas d'accès à la monnaie.

Seul un principe éthique peut transcender les apories dans lesquelles les sociétés libérales démocratiques sont embourbées. Menacées par la détérioration dramatique des biens communs au plan social où la démocratie reste à la porte de l'entreprise et au plan environnemental du local au planétaire, les collectivités humaines au XXI^e siècle seront éthiques ou ne seront pas. Il faut donc réinvestir les ressources de la philosophie politique pour faire évoluer la souveraineté dans le sens de l'implication directe des citoyens dans les choix publics. En ce domaine, le principe rawlsien de justice sociale est incontournable (Rawls, 2001).

En définissant la justice comme équité, John Rawls apporte une solution principielle au problème du contrat social posé par Rousseau. En mettant l'équité au cœur de la justice, Rawls balaie la théorie utilitariste de Jeremy Bentham. Les êtres humains ont des facultés morales qui définissent le sens du bien commun. Il s'ensuit que la raison est une aptitude humaine d'un ordre supérieur à la rationalité. Car la raison est la liberté d'exercer le raisonnement public dans l'évaluation sociale. Cette liberté n'est pas que formelle. Elle ne peut s'exercer qu'à travers l'accès aux biens premiers, dont nul ne doit être privé si la conformité au principe de justice comme équité est respectée.

Les biens premiers définissent les libertés réelles à l'aune desquelles on doit mesurer les inégalités. Ce sont les ressources matérielles, éducatives et institutionnelles à la base des opportunités individuelles. Elles forment un ensemble beaucoup plus large que le revenu. Il faut y ajouter la qualité de la santé publique, l'éducation primaire, les libertés de base, l'absence de barrage (notamment de l'argent et des connivences) aux pouvoirs et aux prérogatives attachées aux fonctions sociales et les biens environnementaux. Il s'ensuit que ne sont justes que les inégalités qui améliorent la situation des plus défavorisés eu égard à l'accès aux biens premiers.

Ces principes ne permettent pas de parvenir à un classement ordonné des politiques publiques du point de vue de l'équité, donc pas à définir un optimum social en termes de bien-être qui est intrinsèquement hors d'atteinte. Mais ils définissent les termes d'une démarche comparative à partir de laquelle il est possible de déclarer injustes certaines situations sociales et de trouver des accords de justice partagée dont dépend le caractère inclusif du développement.

Parce qu'elle a une vision tronquée du travail et postule une séparation entre le travail et le capital, la théorie économique à base individualiste est indifférente aux écarts de situation entre les individus, ces écarts étant automatiquement imputés au mérite qui résulterait exclusivement de choix individuels. Le système des prix de marché déterminerait l'allocation la plus efficace, compte tenu de ces choix.

Si, au contraire, on considère qu'égalité et liberté sont indissociables dans la production du bien commun parce que celui-ci est à la source du développement durable, on retrouve le contrat social de Rousseau à l'encontre de Locke. Les inégalités ont une dimension sociétale extérieure aux conceptions individualistes.

Selon Pierre Rosanvallon, les dimensions croisées de la crise sociétale que nous vivons procèdent de la crise de l'individualisme. Il s'ensuit que la souveraineté doit être reconstruite sur la base de la *réciprocité* et du *commun* (Rosanvallon, 2011). La réciprocité est une égalité d'implication dans la cité. Il s'agit bien d'une conception éthique puisque l'attente de réciprocité est une

exigence d'égalité réelle dans l'usage des règles. Elle forme donc un espace civique sur lequel une souveraineté citoyenne peut se construire. Le sens du commun spécifie ce que peut être la souveraineté du peuple en acte. Elle se met en œuvre dans l'organisation de l'espace urbain en produisant par le débat public des expertises collectives pour produire des solutions communes contre la ségrégation spatiale et la dégradation des écosystèmes. Ces choix publics peuvent réorienter les trajectoires monétaires vers le développement durable.

On comprend la rupture nouvelle dans les longues transformations de la souveraineté que cette deuxième partie a explorée. L'ordre sacré, fondant les souverainetés impériales sur un pouvoir politique intercesseur entre le Ciel et la Terre, a été transformé par la chrétienté. Il a évolué en hiérarchie enchevêtrée parce que l'Église s'est constituée en institution autonome par rapport au pouvoir politique. La révolution intellectuelle qui a accompagné les grandes découvertes de la Renaissance a détruit la transcendance divine et fait émerger l'individu comme fondement d'un principe démocratique. On a vu que celui-ci s'est décliné de plusieurs manières, en même temps que l'espace politique s'est différencié en États-nations. Nous vivons la crise de l'exacerbation de l'individualisme due à l'envoûtement de la société par la finance. Il s'agit d'exorciser la déformation perverse de l'individualisme par l'exaltation du tout marché pour reconnaître le sens du commun. Plus que jamais les individus doivent pouvoir agir. Pour le faire, ils doivent se libérer des chaînes de l'individualisme pour redécouvrir la réciprocité et la puissance de l'action collective dans le Commun⁴.

4. La littérature sur le Commun se développe. Signalons les ouvrages suivants :
– B. Coriat (éd.) (2015), *Le Retour des communs. La crise de l'idéologie propriétaire*, Les Liens qui libèrent ;
– P. Dardot et C. Laval (2014), *Communs. Essai sur la Révolution au XXI^e siècle*, La Découverte ;
– T. Negri et M. Hardt (2010), *Commonwealth*, Belknap Press of Harvard University Press.

Du principe de justice comme équité à la pratique du raisonnement public

Le bien-être social intergénérationnel dépasse la consommation privée, même ajustée des inégalités de revenus, pour incorporer les services publics participant des biens premiers et fortement consommateurs de capital intangible, et les services de l'environnement procédant du capital naturel. Cette réalité première de l'intégration de l'économie dans le social invalide la floraison de modèles économiques qui prétendent étudier les trajectoires soutenables en optimisant la consommation intertemporelle d'un agent représentatif ! Car la montée irrépessible des inégalités et le dénigrement des biens publics dans les économies placées sous la domination de la finance sont des caractères essentiels de la non-soutenabilité de l'évolution de nos économies.

Les ressources productives des sociétés guidées par le critère de justice comme équité doivent comptabiliser toutes les formes du capital social total des nations qui sont les déterminants du bien-être. Ces déterminants doivent faire l'objet d'une comptabilité généralisée de la richesse des nations. Dès le chapitre 1, nous avons montré que la mesure de la valeur se trouve dans la comptabilité monétaire des richesses. La poursuite de la croissance inclusive et soutenable implique une généralisation du principe de la valeur bien au-delà des valorisations marchandes. Cela doit conduire à une révolution comptable, donc à une extension de l'empire de la monnaie comme langage du nombre à une comptabilité à la fois nationale et privée qui inclut comme capital les ressources humaines et intangibles, ainsi que les ressources naturelles.

Les critiques de la démarche de la richesse inclusive font une confusion entre prix et prix de marché. Un prix est une valeur partagée résultant d'un contrat social dont l'envergure dépend de la taille de l'ensemble des participants, directement ou indirectement impliqués par l'accord. Lorsque cet accord échappe à l'organisation du marché parce qu'il s'agit de biens publics, de biens communs ou d'interrelations qui sont des externalités vis-à-vis du marché, il

n'en a pas moins une valeur sociale. En effet, des ressources ont été consommées, des biens ont été produits (ainsi, une quantité de GES abattus est un bien produit), et des services ont été fournis (la dépollution d'une rivière ou le recyclage de déchets sont des services produits). Ces évaluations sociales sont les résultats de processus politiques au sens le plus général, c'est-à-dire de débats publics raisonnés entre parties prenantes rassemblant des compétences collectives. Leur élaboration est un approfondissement de la démocratie selon le principe de la justice comme équité. L'estimation de ces prix implique une conception commune du bien-être, une appréhension des processus sociaux et naturels conduisant aux estimations et une information quantifiée sur ces processus permettant d'élaborer des hypothèses sur les degrés de substituabilité entre les types de capital.

Un tel approfondissement des pratiques de valorisation, indispensable pour organiser la base productive décentralisée de la croissance soutenable, a un impact majeur sur la gouvernance des entreprises. D'abord, les porteurs de compétences, dont la productivité se réalise par la complémentarité et la coopération, sont des parties prenantes à la valeur produite. Ce sont donc des partenaires aux stratégies qui doivent être élaborées dans le sens de la contribution de l'entreprise au bien-être social. En outre, les frontières économiques de l'entreprise ne coïncident plus avec la codification juridique de la société privée en présence d'externalités. Il s'ensuit que l'entreprise doit être reconnue comme une entité autonome, dont les partenaires sont les apporteurs des différents types de capitaux. L'entreprise définit son intérêt social, qui est son commun, par son conseil d'administration, qui est son organe politique. C'est ainsi que le principe de souveraineté s'inscrit au cœur de la société civile. Des ensembles d'entreprises formant des systèmes industriels sont des parties prenantes à des ensembles collectifs de décisions pour la production de biens communs.

Les valorisations partagées doivent surmonter deux distorsions complémentaires selon les situations que le marché est incapable de corriger. En premier lieu, le marché sous-produit des biens et

services fournissant des externalités positives parce que le rendement social est supérieur au rendement privé. En second lieu, le marché surproduit des biens et services qui produisent conjointement des externalités négatives parce que le coût privé est inférieur au coût social. Un accord collectif sur la valeur sociale est préalable à la mise à disposition et au calibrage d'instruments de politique économique destinés à fermer l'écart et donc à inciter les entreprises à agir dans le sens de la croissance soutenable. Cette organisation des interdépendances dépassant et complétant les relations marchandes est particulièrement pertinente dans les interrelations entre économie et environnement.

La biodiversité et le changement climatique sont les deux grands domaines environnementaux qui apparaissent comme des biens publics et ne sont donc pas substituables à des formes de capital produites selon les incitations fournies par le marché. Néanmoins, les problèmes qu'ils posent aux politiques de développement durable sont bien différents.

En effet, le changement climatique est un phénomène global et mesurable. L'incertitude sur son évolution est grande. Néanmoins, les travaux scientifiques accumulés montrent que la composition de l'atmosphère peut être liée à l'augmentation de la température, et les dommages qui en découlent, analysés, si non précisément quantifiés. Un principe de précaution peut donner lieu à un accord sur une limite de hausse de température acceptable. Des politiques peuvent être définies à partir d'une valorisation du carbone, des investissements, déployés pour contrer la hausse des émissions de GES, et des instruments financiers, mis en œuvre qui font partie des outils connus de la politique économique.

La biodiversité est certes aussi un bien public du point de vue des services fournis par les écosystèmes. Mais elle défie l'analyse par son hétérogénéité et sa dépendance à des contextes spécifiques. Plutôt qu'un bien public unique, ce sont des ensembles de biens publics qui se recouvrent partiellement et qui peuvent être en conflit. En outre, certains sont renouvelables et d'autres non. On peut dire que la biodiversité est une série de biens publics

qui se recouvrent du local au global. Il s'ensuit que les territoires deviennent les espaces pertinents d'exercice de la souveraineté comme poursuite du bien commun.

MISE EN VALEUR DES TERRITOIRES ET POTENTIEL DES MONNAIES LOCALES ET COMPLÉMENTAIRES

Le territoire est le lieu d'implication privilégié dans la recherche de l'égalité selon le principe de justice comme équité. Les territoires structurés par l'organisation urbaine sont des lieux de coopération par excellence. En effet, les villes sont des foyers de rendements croissants par effets d'agglomération, externalités de réseaux et activités intensives en information. Mais elles sont sources de coûts sociaux, de discriminations et d'exclusion par les forces d'étalement dû au prix du foncier. Il en résulte des facteurs de dislocation sociale : congestion, gaspillage de temps, usure physique et mentale, pollution, toutes externalités négatives dont la perte de bien-être est énorme. C'est pourquoi un changement de modèle économique urbain, induisant celui des modes de vie, est un vecteur d'inclusion et de soutenabilité.

Le potentiel des monnaies locales complémentaires

Le développement des monnaies locales complémentaires depuis la fin des années 1990 approfondit les liens sociaux tissés par l'action citoyenne pour régénérer les territoires. On recense plus de 4 000 dispositifs en 2013 dans plus de cinquante pays du monde, avec une nette accélération de leur développement depuis 2008. Ces monnaies sont définies par des unités de compte spécifiques, développées à l'initiative de groupes d'acteurs (particuliers, associations, coopératives, entreprises, collectivités locales, fondations, etc.) réunis au sein d'un réseau et/ou sur un territoire délimité. Elles servent à comptabiliser et à régler des échanges entre citoyens, consommateurs, prestataires de services et entreprises. Ces systèmes monétaires complémentaires sont très diversifiés

(monnaies temps, banques de temps, monnaies locales commerciales, accords de compensation entre entreprises). Leurs formes varient selon les techniques de circulation : monnaie papier, monnaie scripturale ou monnaie électronique (paiement par SMS ou cartes à puce).

Ce sont des inventions monétaires produites par la souveraineté du Commun qui s'imbrique dans la souveraineté plus large des États-nations et qui, selon les cas concrets analysés, défendent trois objectifs. Les monnaies locales complémentaires ont pour objectif de soutenir une dynamique économique locale fortement ancrée sur le territoire. Elles visent à instaurer de nouvelles pratiques de production et de consommation respectueuses de l'environnement, en favorisant les productions qui conservent les écosystèmes, les transports peu polluants, les énergies propres et la réduction de la production de déchets. Ces dispositifs revendiquent également des relations entre les hommes et la nature et les hommes entre eux, guidées par des valeurs de solidarité, de réciprocité, de proximité, d'entraide et de lutte contre les discriminations sociales, en remettant dans les circuits d'échanges des populations qui en étaient exclues. L'objectif des collectivités locales qui soutiennent activement ces initiatives est de transformer l'usage de la monnaie en renforçant son rôle de médium social par une vitesse de circulation élevée et de décourager son accumulation par appropriation privée, donc de lutter contre l'ambivalence de la monnaie. La monnaie est perçue au sein de ces dispositifs comme un bien commun au service du collectif. Elle n'est pas envisagée comme un moyen d'enrichissement personnel, contrairement aux finalités des monnaies virtuelles. Dans les dispositifs monétaires complémentaires, la monnaie apparaît comme conforme à son essence de bien public : un principe de formation et de réalisation de la valeur conforme à une éthique sociale.

Enfin, les monnaies locales et complémentaires souhaitent encourager la participation de la société civile dans la gestion politique de la cité. Ces initiatives monétaires militent, en effet, pour la transformation des comportements individuels par l'avènement d'une conscience collective sur les défis actuels des sociétés

capitalistes. Cette implication diffère de la délégation de responsabilité caractéristique de la démocratie formelle, laquelle sépare les citoyens des espaces politiques où s'exerce le pouvoir. Il s'agit donc bien de l'amorce d'une transformation du principe de souveraineté. L'enjeu est considérable puisque l'individu citoyen se positionne dans l'action, et sa citoyenneté s'exprime par son appartenance à une communauté politique organisée sur le territoire. Ainsi la démocratie réelle des citoyens en acte a-t-elle le pouvoir de transformer la démocratie formelle en impliquant les élites politiques locales dans des projets territoriaux de développement durable. La création de monnaies locales complémentaires est le véhicule de financement et de paiement des échanges économiques suscités par ces projets (Magnen et Fourel, 2015). Sont ainsi promus de nouveaux rapports au politique et de nouveaux modes d'action qui permettent aux individus de poursuivre leurs propres choix dans une perspective de bien-être commun (*empowerment*). Il s'agit de bâtir les linéaments d'une démocratie participative s'inscrivant dans une logique d'économie sociale et solidaire ou de développement durable.

Ces nouvelles formes monétaires sont donc des moyens de coopération des citoyens, des entreprises et des autorités publiques dans les espaces sociaux les plus favorables pour transformer le régime de croissance et par conséquent pour conjurer les périls de ce siècle.

Monnaies locales et bitcoins : des logiques monétaires totalement opposées

Le parallèle entre les monnaies locales et complémentaires et le bitcoin est souvent établi. Ces deux catégories d'innovations monétaires caractéristiques du début du XXI^e siècle ont en commun d'interroger le rapport de la monnaie à la souveraineté et traduisent la volonté de leurs utilisateurs de se réapproprier la monnaie : à l'échelle virtuelle et en réseau pour le bitcoin, à l'échelle d'un territoire local pour les monnaies locales et complémentaires. À l'instar de nombreuses autres cryptomonnaies, le bitcoin vient heurter

la conception traditionnelle de la monnaie : unitaire, souveraine, territoriale et centralisée. Mais la comparaison avec les monnaies locales et complémentaires n'est pas appropriée. Bien au contraire, le bitcoin est « une antimonnaie locale complémentaire » (Dupré *et al.*, 2015).

Le bitcoin est simplement un instrument monétaire désincarné. Il est une innovation monétaire privée, détachée de la notion de bien public et déconnectée de toute autorité souveraine assurant sa liquidité et sa pérennité. Il entretient, y compris par les réseaux de ceux qui en font la promotion et s'échangent des connaissances sur le bitcoin, l'illusion d'une communauté virtuelle. Le bitcoin ne repose ni sur un système bancaire hiérarchisé et chapeauté par une banque centrale, ni sur un système de compensation permettant d'assurer la pérennité des paiements. Complètement décentralisé, il n'est donc pas en mesure d'assurer la liquidité nécessaire aux besoins du circuit économique de la production de biens et services par des avances pour le financement de l'économie réelle. En cas de fléchissement des activités économiques, il est incapable de permettre des actions publiques de relance. La répartition du bitcoin est, par nature, très inégalitaire : elle favorise les premiers détenteurs (*early adopters*) au détriment des derniers utilisateurs. L'hypervolatilité de son cours en fait un instrument monétaire peu propice à ancrer les anticipations et à pérenniser les paiements.

Le bitcoin ne peut pas non plus remplir les fonctions de bien public mondial, contrairement à l'idée selon laquelle il permettrait d'apporter une solution aux problèmes posés par le régime monétaire international. L'offre de bitcoin, fixée préalablement, ne peut répondre aux besoins mondiaux de liquidités. Son caractère hautement spéculatif n'est pas un facteur de stabilisation du système monétaire international. Sa détention est d'autant plus risquée qu'aucune garantie de convertibilité en monnaie « officielle » par les pouvoirs publics n'est assurée. Si le protocole de validation des transactions est lui-même très sécurisé, il n'en va pas nécessairement de même pour le stockage. L'anonymat des transactions en bitcoin (du moins la difficulté à tracer les opérations) constitue une aubaine pour la cybercriminalité et le blanchiment. Si l'on se

réfère aux thèses cryptoanarchistes et libertariennes qui inspirent le bitcoin, il séduit ses utilisateurs car il leur donne l'illusion qu'ils s'approprient la monnaie et se débarrassent de l'intervention jugée nocive des acteurs qui sont censés la contrôler (États, banques centrales et banques).

Le bitcoin dévoile ainsi sa vraie nature : être une « monnaie » virtuelle anonyme, antisouveraineté, antibanque, anti-État et, partant, une monnaie anticomun. À l'inverse, les monnaies locales, du fait de leur caractère social et complémentaire à la monnaie légale, renforcent la souveraineté du commun, à l'échelle d'un territoire, sans entrer nécessairement en contradiction avec la souveraineté de la monnaie légale. Certes, leur développement traduit une forme de contestation monétaire de l'ordre symbolique monétaire existant : les citoyens qui s'y intéressent considèrent que la monnaie officielle n'incarne plus le bien-être collectif, que les banques qui créent la monnaie ne sont plus au service de l'économie réelle ou encore que la monnaie n'est qu'un pur instrument de spéculation. En recourant aux monnaies « citoyennes », ces agents économiques cherchent à se réapproprier la monnaie et à lui associer des nouvelles valeurs attachées au développement durable et à la soutenabilité des actions collectives. Ils contribuent dans une certaine mesure à jeter les bases d'un nouveau régime monétaire.

Néanmoins, si le bitcoin, en tant que monnaie, n'est qu'un avatar spéculatif de l'idéologie d'un monde sans institution, la technologie des paiements qui le supporte commence à intéresser les banques. On a montré dans le chapitre 1 que la finalité des paiements est le pivot du système monétaire en tant que processus de réalisation de la valeur dans les échanges. La compensation règlement qui permet cette finalité est réalisée à partir de la position des banques sur le compte de la chambre de compensation tenu par la banque centrale. La chambre de compensation centrale tient le Grand Livre des paiements. En s'inspirant de la technologie sous-jacente au bitcoin, les grandes banques ont commencé à explorer la possibilité d'une structure qui organise la compensation règlement de manière anonyme par un réseau d'ordinateurs (*blockchain*) qui enregistre les transactions, les valide et les actualise en temps

continu. Le *blockchain* est censé fournir la preuve de qui possède quel montant de monnaie à chaque date.

L'idée des banques n'est certainement pas d'étendre le système du réseau décentralisé de règlement à n'importe qui, mais de le conserver dans un club bancaire. Un tel club bancaire pourrait constituer un système qui, grâce à la cryptographie, pourrait établir un système de compensation règlement sans banque centrale. Les banques y investissent parce qu'elles pensent que ce mode de compensation règlement en continu peut réduire dramatiquement les coûts et les délais de transaction (les délais qui séparent l'enregistrement des ordres de paiements de la vérification finale du paiement). Le chiffre d'une économie de coût annuelle de 20 milliards de dollars a été avancé.

Mais il y a loin de la coupe aux lèvres. Les banques devront surmonter d'énormes obstacles pour prouver que la technologie est robuste et sûre. Le changement d'échelle est une formidable difficulté. La technologie du bitcoin limitait strictement la quantité de monnaie créée à de tout petits montants. Comment l'adapter aux montants gigantesques de transactions de la finance globalisée ? Sachant que la liquidité ultime est inhérente au concept même de monnaie, comment son offre sera-t-elle déterminée si elle n'est pas branchée sur le règlement des dettes ? Comment le système sera-t-il régulé pour limiter l'effet inflationniste du flux de paiements accepté dans le *blockchain* ? Beaucoup de questions sont à résoudre avant que des systèmes de compensation règlement entièrement privés puissent produire le bien public qu'est la monnaie.

Les monnaies locales complémentaires menacent-elles le système monétaire officiel ?

En créant les monnaies locales et complémentaires, les acteurs de la société civile recherchent des médiums communs au bénéfice des communautés sans volonté de rupture avec la monnaie officielle. Les systèmes monétaires complémentaires empruntent le plus souvent les référents symboliques et pratiques du système monétaire officiel pour leur création, leur acceptation et leur régulation,

mais aussi pour être opérationnels dans les marchés locaux (Ould Ahmed, 2010). Les règles d'émission et de régulation de ces monnaies en témoignent. On peut obtenir des monnaies locales par échange contre la monnaie officielle. Cet échange se fait à parité avec la monnaie officielle. Cette relation d'équivalence n'est pas légale, mais elle a une utilité pratique en donnant des repères aux participants pour la comparaison des prix. La majorité des systèmes de monnaies locales commerciales constitue des fonds de réserve en monnaie officielle, collectée lors de la conversion des participants qui désirent acquérir des montants de monnaie locale. Ces fonds de réserve sont déposés sur des comptes auprès d'institutions financières soit conventionnelles, soit solidaires et éthiques. Ces dépôts, qui sont réglementaires en France, garantissent à tout moment la convertibilité de la monnaie locale en monnaie officielle.

Comme le pouvoir d'achat de la monnaie locale est gagé par celui de la monnaie officielle, il n'y a pas de risque inflationniste spécifique provenant d'une émission monétaire incontrôlée. Puisque l'émission de monnaie locale a pour contrepartie un dépôt équivalent en monnaie officielle, il s'agit d'une substitution qui n'occasionne aucune création monétaire nette. L'avantage des monnaies locales est de favoriser une meilleure circulation monétaire. Dans le cas des monnaies de crédit mutuel (banques de temps et chambres de compensation), les possibilités de découvert en monnaie locale sont très limitées. Les débits des uns correspondent aux crédits des autres. Le risque inflationniste n'existe donc pas. Quelques systèmes font exception (système WIR en Suisse ou banques communautaires de développement). Ils proposent des crédits à l'investissement octroyés en monnaie officielle. Les risques ne sont pas différents de ceux de toute émission de monnaie bancaire.

Étant arrimés au système monétaire officiel, ces dispositifs n'ont pas besoin d'une réglementation spécifique par l'autorité monétaire pour être bien structurés. Leur développement bénéficie d'un apprentissage collectif cognitif tirant les enseignements des expériences qui ont posé des problèmes d'inflation et de fraudes, comme ce fut le cas dans les expériences de monnaies locales argentines (Ould Ahmed, 2010).

AU-DELÀ DES MONNAIES LOCALES, LE FINANCEMENT MONÉTAIRE DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Agir contre le réchauffement climatique et sortir du marasme économique sont deux urgences que les pouvoirs publics, notamment en Europe, abordent dans des problématiques totalement séparées. Jusqu'ici ils ont échoué dans les deux domaines. D'un côté, la trajectoire du réchauffement climatique est sur une hausse moyenne de 4 °C à la fin du siècle selon le GIEC avec une probabilité non négligeable de risque extrême autour de 6 °C. D'un autre côté, le ralentissement de longue durée de la croissance des pays avancés, appelé *stagnation séculaire*, est autoentretenu par la faiblesse dramatique de l'investissement productif. Selon le Fonds monétaire international, fin 2014 l'investissement productif agrégé des pays avancés, mesuré en valeur réelle, était 25 % en dessous du niveau qu'il aurait eu si la tendance antérieure à la crise de 2008 avait été recouverte (IMF, 2015). Cette anémie de l'accumulation du capital s'est accompagnée d'une inflation très faible, d'une chute drastique des prix des matières premières et d'une montée généralisée de l'endettement qui a gagné le monde entier.

Les banques centrales ont été les seules autorités publiques à réagir sans pouvoir compenser l'incurie des pouvoirs politiques, particulièrement en Europe. Leurs politiques « non conventionnelles », consistant à créer massivement de la liquidité par acquisitions de titres principalement publics sur les marchés secondaires, n'ont eu qu'un succès très limité dans la tentative de réanimer la demande effective pour relancer la croissance. Car le processus de transmission de la politique monétaire à partir d'achats d'actifs financiers préexistants ne crée directement aucun revenu nouveau. La chaîne des effets sur les comportements des acteurs privés est indirecte, incertaine après le traumatisme dû à la crise et vulnérable à beaucoup de pertes en ligne.

C'est que le problème auquel les économies font face est d'une tout autre ampleur que la sortie d'une récession dans un cycle conjoncturel. Les crises financières systémiques engendrent de

longues périodes de marasme parce qu'elles annoncent les mutations profondes dans les régimes de croissance, appelées révolutions industrielles. Celles-ci sont les déploiements de vagues d'innovations dites séculaires qui bouleversent les modes de vie et instaurent des changements politiques et institutionnels majeurs. Le tableau 4.4. présente une vue synoptique des grandes innovations séculaires. Ce sont des révolutions qui concernent l'énergie et les réseaux (transports et information). C'est pourquoi elles ont la capacité de s'étendre à toutes les activités et donc de remodeler les économies.

Tableau 4.4. Innovations séculaires

Type d'innovations	Émergence	Diffusion	Crise d'adaptation	Maturité	Période totale
Machine à vapeur et textiles.	1762-1774	1794-1834	1834-1843	1844-1861	1762-1861
Rail et sidérurgie	1831-1847	1847-1888	1888-1895	1896-1917	1831-1917
Production de masse	1882-1908	1908-1937	1937-1949	1950-1973	1882-1973
Information et communication	1961-1981	1981-2000	2000-2013	2013- ?	1961- ?
Environnement	1972-2015	2015- ?	? ?	? ?	1972- ?

Sources : J. Schumpeter (1939), D. Landes (1969), M. Aglietta (1976). Pour les deux dernières révolutions, estimations de l'auteur.

L'impact que ces révolutions industrielles ont sur la monnaie et sur la finance est fondamental, en même temps que les transformations des systèmes monétaires forgent les moyens de les réguler. Ainsi, la grande révolution du rail a entraîné des investissements lourds et à long terme. Ceux-ci n'ont pu être financés que par des engagements des États et des garanties publiques, ainsi qu'une expansion du principe bancaire à des banques à succursales de grande taille et un essor des marchés de titres grâce à la reconnaissance juridique des sociétés anonymes. Les risques systémiques provoqués par ces formes nouvelles de l'endettement ont conduit à la promotion des banques centrales comme banques des banques.

La production de masse entraînée par le taylorisme et par l'essor de la propriété individuelle de l'automobile dans la troisième révolution industrielle a fini par faire éclore puis épanouir les sociétés salariales dans la seconde moitié du xx^e siècle après des crises politiques et financières mondiales abominables. Dans ces sociétés, la finance a été réglementée pour faciliter le financement de l'investissement productif. La progression des revenus réels a été indexée sur les gains de productivité et les systèmes de protection sociale ont été développés. Il en a résulté la plus grande vague d'expansion du capital industriel de l'histoire.

La vague d'innovations des TIC dans sa première phase a favorisé essentiellement la finance et les services joints. Les entreprises industrielles ont été financiarisées, leurs objectifs et leurs modes de gouvernance ont été soumis au principe appelé « valeur actionnariale ». Le résultat a été spectaculaire : déclin de la croissance et de l'investissement productif, décélération des gains de productivité, stagnation des salaires réels primaires médians, croissance des entreprises par voie externe, élevant la concentration de la propriété du capital et offrant aux élites dirigeantes des rentes gigantesques camouflées en avantages salariaux, enfin et surtout accaparement des profits dans l'intermédiation financière de marché et les services joints (sociétés de conseil de tout poil et cabinets juridiques).

L'enjeu planétaire de la nouvelle révolution industrielle, à la fois la seconde phase d'innovations dans les TIC et la transition énergétique sous la menace climatique, consiste à mettre la finance au service de l'économie pour une nouvelle vague d'investissements productifs de très grande ampleur et mondialisée. Le principe directeur de ce nouvel âge du développement des sociétés est la *promotion du commun*. Ce principe se décline du local, accompagné par les innovations des monnaies locales évoquées ci-dessus, au mondial parce que le réchauffement climatique est un bien public global, en passant par la prise en compte des interdépendances entre écosystèmes et économies à différentes échelles spatiales.

Ces interdépendances ont été jusqu'ici des externalités que le capitalisme a exploitées sans vergogne et sans en reconnaître la valeur. L'extension du principe de la valeur bien au-delà de

l'économie marchande sous la souveraineté du commun passe par une nouvelle transformation des systèmes monétaires et de leur articulation à la finance. L'urgence climatique est la fenêtre d'opportunité pour amorcer cette nouvelle grande transformation.

Le manque de valorisation et de financement de la transition vers des économies bas carbone est une double faillite de la logique marchande. Cette transition peut restructurer les vues sur l'avenir et les rendre capables de réanimer les incitations à investir. Encore faut-il instituer politiquement une valeur sociale du carbone pour orienter les investissements dans les pays où les priorités politiques évoluent vers la finalité de la croissance soutenable. Encore faut-il aussi redéfinir l'intermédiation financière en rapport avec un développement du rôle de la monnaie en tant que principe de réalisation de la valeur. En effet, reconnaître une valeur sociale universelle, dont l'expression monétaire est différenciée selon les pays souverains, à l'abattement de gaz à effets de serre par de nouveaux investissements productifs, c'est ouvrir l'opportunité de transformer les crédits et titres financiers émis pour financer ces investissements en *actifs carbone* par acquisition de ces titres et par prise en pension de ces crédits par la banque centrale dans son refinancement bancaire. *Il s'agit de la reconnaissance monétaire du commun grâce à laquelle les externalités environnementales peuvent être surmontées.*

Car les investissements productifs innovants, tant dans les nouvelles sources d'énergie que dans les infrastructures collectives de transport et les multiples améliorations de l'efficacité énergétique, rencontrent des obstacles qui ne sont pas seulement dus à l'absence d'un prix du carbone de référence pour sélectionner les techniques les plus efficaces. Cette vue des théoriciens de l'économie pure présuppose un accès illimité à une finance parfaitement efficace. On a montré dans la première partie et vérifié dans l'analyse historique de cette deuxième partie à quel point cette hypothèse est intenable. Car les investissements bas carbone sont plongés dans une double incertitude écologique et technologique, alors qu'ils sont de durée longue, ont des flux de revenus étalés dans le temps et des immobilisations (*upfront costs*) concentrées

sur la phase initiale. Dans les conditions de la stagnation séculaire, marquée par une épargne oisive abondante et un faible niveau d'investissement productif, organiser une intermédiation financière qui puisse réallouer l'épargne grâce à des garanties publiques à la prise de risque privée, c'est retrouver une organisation financière qui a permis le développement des transports publics dans le passé. Car il est ahurissant qu'on ne sache plus financer des associations d'investissements publics et privés, ce qu'on savait faire il y a un siècle et demi.

Si, au lieu d'acheter des titres sur le marché secondaire, ce qui ne crée aucun revenu nouveau, les banques centrales achetaient des actifs qui sont la contrepartie d'investissements réels nouveaux, l'acquisition d'actifs aurait un lien direct avec un accroissement supplémentaire de revenu produit par l'investissement. Si cette politique d'expansion de bilan était branchée sur un programme d'investissements bas carbone destinés à réaliser un objectif de réduction du carbone décidé par des gouvernements en vertu d'engagements pris dans un accord international, les investissements déclenchés par l'impulsion ainsi créée permettraient de mettre en mouvement une croissance commençant à transformer la structure de production vers une économie bas carbone.

Un plan monétaire pour financer les investissements de la transition énergétique

Le principe est une garantie publique à une nouvelle catégorie d'actifs fondée sur la réduction de gaz à effets de serre mesurée en équivalent carbone. Cette garantie permettrait à la banque centrale de refinancer des crédits aux entreprises engagées dans des investissements bas carbone qui ont été certifiés *ex post* par des agences de certification indépendantes. Les entreprises qui ont réalisé ces investissements obtiennent des certificats carbone pour les montants certifiés, dont la valeur monétaire est le produit de cette quantité de carbone abattu par la valeur sociale du carbone que la puissance publique a instituée. Elles remboursent leurs crédits avec ces certificats. Les banques prêteuses qui collectent ces

crédits certifiés peuvent les swaper avec la banque centrale qui les transforme en actifs carbone en les prenant à l'actif de son bilan en contrepartie d'une création de réserves monétaires pour les banques.

Pour être opérationnel, ce mécanisme implique un double engagement de l'autorité publique : garantir l'abattement d'une quantité prédéterminée de carbone pour une période donnée (par exemple cinq ans) et instituer la valeur sociale du carbone. Cette valeur notionnelle (ce n'est pas un prix de marché) reconnaît le coût social des dommages provoqués par le changement climatique et les avantages joints pour la société des activités économiques qui les réduisent.

Sur cette base, il faut créer le mécanisme financier adéquat. Son pivot est un organisme indépendant de certification qui définit la typologie des projets bas carbone et les méthodologies d'évaluation des réductions d'émission selon les technologies concernées, les secteurs et les horizons des projets. Cet organisme supervise des agences décentralisées qui font le travail d'évaluation sur le terrain (Aglietta *et al.*, 2015).

L'institution d'une valeur sociale du carbone (VSC) joue un rôle critique. Elle compense l'inconvénient du taux d'actualisation sur les investissements à long terme en leur affectant un flux de valeur certifiée qui croît dans le temps. Elle garde contre tout risque de création monétaire excessive puisque la création monétaire se produit *ex post* sur des investissements certifiés et que le volume agrégé de ceux-ci ne peut dépasser le montant prédéfini par la garantie gouvernementale. Elle empêche toute bulle carbone puisque la VSC n'est pas un prix de marché. Sa trajectoire d'évolution est fixée en rapport avec l'objectif du gouvernement.

La VSC est une innovation bien supérieure à l'introduction d'un prix de marché du carbone. Car la VSC s'applique aux investissements nouveaux et encourage les innovateurs sans dévaloriser directement le capital installé comme le ferait un prix de marché du carbone élevé. Il ne s'agit pas d'un prix qui arbitre la valeur sociale des dommages et le coût social des dépenses d'abattement, valeurs totalement incertaines à long terme, car les interactions

entre émissions de GES, stocks dans l'atmosphère, variations de la température et dommages économiques induits, le sont. C'est le coût marginal de l'abattement d'un montant d'émission prédéterminé. L'incertitude sur la valeur à choisir en est beaucoup plus faible.

Sur cette base, le mécanisme financier peut être le suivant. Les banques qui ont financé les entreprises récupèrent la certification des investissements en remboursement des crédits. Ceux-ci sont rassemblés en catégories selon les critères définis par l'organisme de supervision du processus de certification. Des pools de crédits certifiés sont constitués qui ont été achetés aux banques par des organismes financiers publics aux fins de titrisation. Des catégories d'obligations titrisées sont émises en contrepartie dont les tranches juniors sont conservées par ces organismes. Les autres tranches sont vendues à des investisseurs institutionnels. Un marché d'obligations carbone titrisées se constitue. La banque centrale peut acheter ces obligations dans les mêmes conditions qu'elle achète des titres de dette publique. Elle peut le faire en fonction de ses objectifs de politique monétaire. Elle peut aussi intervenir sur ce marché pour que le prix des obligations ne s'écarte pas de la VSC.

Ce mécanisme pourrait donc à la fois mobiliser le crédit bancaire et rediriger l'épargne à long terme vers les investissements bas carbone, poursuivant la trajectoire historique des rapports entre les innovations monétaires et les transformations des sociétés. Il s'agit pour ce siècle de l'adaptation réciproque entre l'évolution des formes monétaires et l'instauration de la souveraineté du Commun.

TROISIÈME PARTIE

Crises et régulation de la monnaie

La deuxième partie a montré que la trajectoire historique de la monnaie est un long fleuve, mais non tranquille. Les changements de système ont été gigantesques avec les transformations des sociétés induisant (et induites par) les bouleversements politiques. Ce qui est permanent est la monnaie elle-même en tant que système qui définit et réalise la valeur économique. Mais la pérennité de cette logique sociale ne va pas de soi. Les crises monétaires traversent l'histoire. Elles mélangent récurrence et singularité. Comment conjurer les crises monétaires ? Comment éviter qu'elles mettent en péril la permanence intergénérationnelle des sociétés ? On a vu dans la deuxième partie que ce n'est pas toujours possible. Certaines crises monétaires font disparaître l'ordre de souveraineté sur lequel le système monétaire est fondé. D'autres, au contraire, conduisent à des réformes monétaires qui modifient des règles et des modes de régulation, mais qui rétablissent la confiance dans le principe de souveraineté sur lequel l'ordre monétaire existant est fondé. Quel fil directeur peut-on suivre pour accéder à une intelligibilité des crises dans la profondeur de temps et la diversité des sociétés monétaires ?

Crises monétaires, crises de confiance

La première partie a montré que l'architecture institutionnelle qui permet à la monnaie d'être l'opérateur du rapport social d'appartenance qu'est la valeur engendre trois étages hiérarchisés de confiance : *éthique/hiéarchique/méthodique*. Cet opérateur est le système de paiements qui fonctionne selon trois règles : l'évaluation à partir de l'unité de compte, la circulation des dettes, la finalité des paiements par le règlement. C'est l'efficacité et la robustesse des règles dans la validation sociale des transactions qui reproduisent la confiance.

Le système de paiements réfléchit les tensions et les dysfonctionnements qui parcourent la société et qui se transmettent dans la structure des dettes et y introduisent des fragilités par rapport à la finalité des paiements, en créant des doutes sur la solvabilité des reports de dettes dans le temps. La possibilité que ces doutes se transforment en crise de confiance généralisée est le *risque de système*¹. Le risque de système désigne un échec généralisé des intermédiaires et des marchés financiers à coordonner les comportements des agents économiques demandeurs de moyens de financement et de ceux qui allouent leur épargne. C'est en effet le risque d'une configuration dans laquelle les actions des agents individuels, tentant d'améliorer leur situation financière, détériorent la situation de tous. La réalisation de ce risque dans une crise systémique paralyse donc les canaux monétaires par lesquels la mobilisation de l'épargne disponible se fait, laquelle dépend de

1. Le risque de système est le processus en cascade de répercussion et d'amplification des fragilités financières qui se forment au cours d'une phase d'essor d'un cycle financier par développement rapide de l'endettement et par hausse des prix des actifs financiers conduisant à des bulles spéculatives. Lorsque la bulle éclate, les dettes apparaissent excessives chez certains acteurs et provoquent un assèchement de la liquidité entre les intermédiaires financiers à cause des risques de contreparties, c'est-à-dire ceux qui se propagent par la toile d'araignée des dettes réciproques. Le marché du financement interbancaire se paralyse. Une autre voie est celle des ventes de détresse de titres financiers par des acteurs endettés qui ont des échéances pressantes de remboursement à honorer. Cela provoque une baisse des prix des titres qui se propage de marché en marché.

la confiance. L'ampleur et l'étendue d'une crise dépendent donc du niveau de confiance qui est endommagé, voire détruit.

La confiance méthodique est fondée sur la pratique. Elle procède du renouvellement des dettes et de leurs contreparties qui mènent les échanges à bonnes fins. Cette confiance est méthodique parce qu'elle se reproduit par routine ou par calcul. Elle peut s'accommoder de variations prévisibles dans les flux monétaires de recettes et de dépenses à condition que l'amplitude et la séquence de ces variations sont conformes à l'expérience passée. C'est donc la première ligne de défense. Elle absorbe des fluctuations de prix d'actifs qui provoquent des transferts de richesse suffisamment limités pour ne pas mettre en cause la légitimité de l'institution monétaire souveraine.

Dans le cas de chocs de grande ampleur ou de perturbations successives se renforçant dans un processus de *momentum*, les repères grâce auxquels la qualité des dettes est analysée deviennent inopérants. Il en résulte une confusion dans la circulation des dettes et dans leur capacité à être réglées. Si la politique de l'institution émettrice de la liquidité ultime ne parvient pas à rétablir les repères, il s'ensuit une confusion. Cette dernière déclenche les interactions stratégiques qui aboutissent à la polarisation sur la recherche de la liquidité. La confiance méthodique entre en crise et déclenche une recherche contagieuse et donc polarisée de liquidité, c'est-à-dire une survalorisation de la confiance hiérarchique. Il importe alors que l'autorité monétaire soit capable de maîtriser cette demande obsessionnelle de sa propre dette pour éviter une paralysie du système financier si les créanciers n'acceptent plus de porter aucune autre forme de dette que la sienne.

La confiance hiérarchique se rapporte à l'autorité qui a le pouvoir de conserver ou de changer les règles monétaires. Lorsque cette autorité est saisie d'une demande de liquidité insolite par rapport aux besoins usuels de la circulation monétaire, des doutes surgissent : a-t-elle les moyens de satisfaire la demande ? En a-t-elle compris la raison ? A-t-elle la volonté politique ? Cela dépend de l'influence politique des créanciers et des débiteurs, mais aussi des intérêts de l'État. S'il y a une dette publique et que celle-ci se

détériorer avec le développement de la crise, l'État est-il enclin à recourir ou a-t-il recouru récemment à la monétisation de sa dette avec une ampleur qui inquiète les créanciers de l'État ? Si ces interrogations perdurent et s'amplifient, la confiance hiérarchique peut être minée à son tour, surtout si l'État tire parti de sa position supérieure pour mener une action politique jugée arbitraire ou partisane.

C'est bien pourquoi le pouvoir politique doit être adossé à un principe de souveraineté non contesté, c'est-à-dire à une représentation des valeurs collectives dans lesquelles les membres de la société reconnaissent les sources de leur « être-ensemble ». C'est l'adéquation de la politique à cette représentation qui lui confère sa légitimité, donc qui entretient la confiance éthique sans laquelle la confiance hiérarchique entre à son tour en crise. *Lorsque la confiance éthique est ébranlée, la monnaie officielle cesse d'être dokima, c'est-à-dire non seulement légale, mais légitime.* Si cette condition n'est pas satisfaite, les utilisateurs de monnaie se défient de la liquidité ultime instituée et recherchent fiévreusement un autre support de richesse susceptible de protéger leurs patrimoines. Cette recherche est hasardeuse. Elle mène la crise à son paroxysme. L'espace de la mesure des valeurs perd son homogénéité, chacun cherchant à faire prévaloir sa propre unité de compte (Bejin, 1976). La cohérence des prix est détruite, et le temps économique disparaît. Il n'y a plus d'opportunité d'oser des projets, plus de temps pour entreprendre. Seule compte l'immédiateté de la recherche fiévreuse d'une protection du patrimoine existant. Le résultat de cette recherche finit par se polariser sur une nouvelle croyance commune dont le support est souvent extérieur à l'espace monétaire antérieur, bien souvent une monnaie étrangère qui devient la nouvelle unité de mesure acceptée. C'est pourquoi le mimétisme est le processus général des crises monétaires extrêmes dans le moment critique où la monnaie officielle elle-même est rejetée. Nous montrerons plus loin que le rejet collectif de la monnaie nationale a atteint son paroxysme dans l'hyperinflation allemande de 1923.

On peut ainsi établir une correspondance entre les formes de la confiance et les règles qui font de la monnaie le système de coordination des échanges marchands.

Formes de la confiance	Règles du système de paiements
Méthodique	Circulation des dettes et transferts des risques
Hierarchique	Compensation et règlement
Éthique	Conservation de l'unité de compte

Topologie des crises monétaires : centralisation et fractionnement

La monnaie est le pivot d'un système de dettes dont elle est la dette supérieure. La confiance dans la monnaie implique que la hiérarchie des dettes soit respectée. C'est pourquoi l'émetteur de la dette ultime doit imposer une contrainte de règlement aux autres dettes de manière que la rivalité potentielle entre créanciers et débiteurs soit contenue.

Les symptômes de crise se manifestent si le système des dettes n'est pas convenablement hiérarchisé, car le report légitime des dettes dans le temps et leur règlement ultime ne sont plus tenus pour garantis. Cela éveille les oppositions d'intérêts latentes entre créanciers et débiteurs, lesquelles peuvent se transformer en rivalités ouvertes. Deux configurations polaires sont possibles. Dans le premier cas, les débiteurs sont soumis à des contraintes excessives de remboursement ou de coût de leurs crédits qui menacent leur solvabilité pour des raisons globales, donc indépendantes de leurs propres choix de projets. Dans le second cas, le financement des débiteurs est tel que le renouvellement des dettes est assuré par une création monétaire automatique. Une telle situation soustrait de fait les débiteurs à la contrainte de règlement, quelle que soit la qualité de leurs dettes. En protégeant indûment les débiteurs, elle frustre les créanciers de leurs droits sur le capital. De cette double configuration on déduit deux dysfonctionnements structurels du

système des paiements auxquels correspondent deux types de crises monétaires.

La première est le *fractionnement*. La rareté de la monnaie est telle que le règlement des dettes se paralyse, entraînant la propagation des faillites et l'effondrement des prix d'actifs. La préférence pour la liquidité aggrave la situation en renforçant la pénurie de monnaie. C'est la *crise déflationniste*. Les systèmes métalliques étaient particulièrement vulnérables à ce type de crise. La refonte des pièces, le monnayage de métaux plus vils et la mutation des unités de compte étaient les politiques publiques qui répondaient à ces périls sans parvenir à les conjurer pleinement.

La seconde est la *centralisation extrême*. La hiérarchie des dettes est dégradée par une confusion des niveaux. L'évaluation de la qualité des dettes est brouillée parce que la banque centrale refinance automatiquement les dettes dont les échéances ne peuvent être honorées. Il en résulte une émission excessive de monnaie, au sens où l'augmentation de la liquidité supprime la contrainte de règlement. Les épargnants sentent leur richesse menacée et cherchent des substituts à la monnaie pour la préserver. La fuite devant la monnaie provoque une spirale inflationniste qui met en doute l'intégrité de l'unité de compte dans le temps. En conséquence, la conservation et la transmission des patrimoines sont altérées par effondrement de la confiance dans la liquidité. C'est la *crise inflationniste*. Elle peut dégénérer en *hyperinflation* qui déclenche une interdépendance stratégique dans la recherche d'une forme de liquidité alternative hors du système monétaire officiel. La confiance éthique, donc la légitimité de la monnaie, doit être rétablie par une réforme monétaire qui implique aussi un changement du régime politique, voire une refondation du principe de souveraineté. Les systèmes monétaires à unité de compte fiduciaire autoréférentielle sont vulnérables à ce type de crise dans un contexte de conflit politique aigu résultant du fardeau de dettes publiques insoutenables.

Ce cadre théorique fournit une grille de lecture des crises monétaires dans le prolongement des deux parties précédentes. Pour l'illustrer et en approfondir les processus, il s'agit dans le

chapitre 5 d'étudier des types de crises qui ont jalonné l'histoire en les mettant en rapport avec les grandes étapes de l'invention monétaire et les principes de souveraineté associés que nous avons mis en évidence dans la deuxième partie. Nous ne traiterons pas ici les crises financières globales du capitalisme, celles de 1873 à 1896, de 1929 à 1938 et celle qui a débuté en 2008. Elles concernent les relations financières et monétaires internationales au premier chef. Ces dernières seront traitées dans la quatrième partie.

Dans le chapitre 6, nous nous intéresserons plus spécifiquement à la régulation monétaire des sociétés capitalistes, de l'âge classique aux sociétés salariales, jusqu'aux problèmes contemporains posés par la grande transformation du développement durable.

CHAPITRE 5

Les crises monétaires dans l'histoire

En suivant le sentier tracé dans la deuxième partie, nous examinerons des épisodes de crises dans les systèmes métalliques de l'Antiquité, dans les systèmes dualistes du Moyen Âge au XVIII^e siècle, dans le cadre de l'étalon-or, dans les inflations du XX^e siècle et dans le retour des crises déflationnistes inauguré par la grande crise financière qui a débuté en 2007.

Crises dans les systèmes métalliques de l'Antiquité

On a montré dans la deuxième partie que la monnaie métallique frappée, donc légale, est indissociable des finances publiques. Les crises monétaires et les crises financières de l'État étaient étroitement liées dans les moments critiques de fléchissement de l'autorité politique. Dans les cités grecques, les difficultés monétaires provenaient de dépenses militaires exceptionnelles et prolongées, d'une défaite militaire entraînant une perte de territoire d'où les ressources métallifères étaient extraites (cas d'Athènes en 413 avant J.-C. après la défaite à Syracuse), de guerres civiles au sein des cités.

Les crises monétaires étaient surtout les conséquences de crises financières ou budgétaires. Néanmoins, il pouvait exister des crises monétaires pures, c'est-à-dire autoréférentielles. Elles étaient déclenchées par la demande contagieuse de monnaie due

à la crainte d'une pénurie de liquidités. Lors de la guerre du Péloponnèse, tous ces facteurs ont interagi. À Athènes, la pénurie de monnaie argent a forcé le gouvernement de la cité à frapper des pièces de bronze. Cet alliage de cuivre, d'étain et de plomb n'était pas un métal précieux puisque à la fin du v^e siècle avant J.-C. le ratio bronze/argent était de l'ordre de 100 pour 1. La monnaie de bronze fut frappée au même type que les tétradrachmes d'argent qui avaient disparu. Le point essentiel est que la confiance dans la démocratie athénienne était suffisamment forte parmi les citoyens pour faire accepter le bronze pendant la guerre en dépit de la hausse des prix que cette injection de monnaie en métal vil provoqua.

La monnaie de bronze apparut également à cette époque chez les ennemis d'Athènes, à Corinthe et à Syracuse. Elle améliora la circulation monétaire en remplaçant utilement de minuscules pièces d'argent peu pratiques.

Dans la République romaine (voir p. 113), le gouvernement a dévalué rapidement l'as libral de bronze qui était l'étalon monétaire au début de la deuxième guerre punique. Mais cela ne suffit pas. L'État dut emprunter de l'argent privé, suspendre des paiements, mettre des biens publics en garantie des emprunts et réquisitionner des trésors.

Les crises du I^{er} siècle avant J.-C. furent différentes. C'étaient des crises de l'endettement privé qui provoquaient un gel des paiements par disparition de la monnaie causée par la crainte de la guerre civile. Car la société romaine était devenue très inégalitaire sous plusieurs aspects. La concentration des richesses au fur et à mesure des conquêtes militaires avait créé d'énormes inégalités entre le peuple (les plébéiens) et l'aristocratie foncière et politique. Ensuite, des inégalités et des rivalités intergénérationnelles existaient parmi les patriciens parce que l'accès aux fonctions politiques supérieures (notamment les élections au Sénat) coûtait extrêmement cher. Enfin, cette société ploutocratique était divisée sur la légitimité de l'enrichissement entre les parvenus qui avaient acheté leurs positions sociales élevées parce qu'ils avaient fait de bonnes affaires et les héritiers, ceux qui considéraient que les services

rendus à l'État par leur lignée dans le passé justifiaient une rente perpétuelle. Dans la séquelle de ces épisodes, la crise des paiements est venue de la thésaurisation, due elle-même à une rivalité extrême entre débiteurs et créanciers. La crise des paiements provoquait une déflation dévastatrice parce qu'elle amplifiait encore la valeur réelle des dettes. Abolir en partie les dettes, réquisitionner les trésors des sanctuaires pour frapper de la monnaie et interdire la possession de liquidités au-delà d'un maximum furent les expédients adoptés (Andreau, 2007).

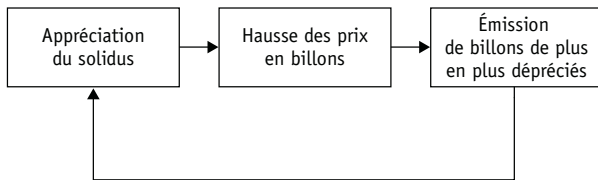
LA GRANDE CRISE INFLATIONNISTE DE L'EMPIRE ROMAIN TARDIF

Il est utile de rappeler que dès la fin du II^e siècle après J.-C. la détérioration des finances publiques força la baisse du titre, c'est-à-dire du degré de pureté en métal fin de certaines pièces existantes, puis l'introduction d'une pièce nouvelle en argent, l'*antoninianus*, en 215 par l'empereur Caracalla. L'objectif était d'accroître la masse monétaire en circulation. Jusqu'en 258, la dépréciation des monnaies par rapport à leur contenu métallique fut régulée de sorte que la hiérarchie des ratios de valeur dans la structure trimétallique des monnaies romaines fut respectée. Cela suffit à préserver une relative stabilité des prix des biens. Ensuite, la dépréciation de l'*antoninianus* s'est accélérée, provoquant une désintégration de la hiérarchie monétaire.

En 274, l'empereur Aurélien fit une réforme monétaire qui précipita la crise sous l'apparence d'une remise en ordre ! Il décida de rétablir l'*antoninianus* dans le rapport or/argent d'avant 258, alors que la pièce ne contenait presque plus d'argent. Le marché rétablit la valeur « réelle » de cette pièce par une gigantesque inflation nominale des biens. Ainsi, entre 274 et 295, les prix furent-ils multipliés par 48 en Égypte. *Tout s'est passé comme si les agents économiques avaient rejeté l'unité de compte officielle et avaient choisi de fixer les prix sur base or.* En effet, le prix des marchandises et le prix de l'or en deniers d'argent ont augmenté en tandem. Il s'agit

bien d'une défiance collective dans la légitimité des règles monétaires, donc d'une crise de la confiance éthique.

En 296, l'empereur Dioclétien s'engagea dans une nouvelle réforme monétaire pour rétablir la confiance. Il rétablit formellement le trimétallisme. Il fit frapper le solidus (ancêtre du sou), qui était une pièce d'or de 5,40 grammes, reconstitua le denier d'argent et compléta avec des monnaies en métal vil appelées billons. Mais l'or fut immédiatement thésaurisé au fur et à mesure qu'il était frappé. Le denier d'argent fut entraîné dans le même mouvement. Il cessa d'être frappé en 301. Le billon restait seul en circulation, et sa dépréciation vertigineuse s'accéléra, aggravant la crise inflationniste sous Constantin dans un cercle vicieux :



Les prix furent multipliés par 6 entre 330 et 348, et par 50 de 348 à 354. Au total, en cinquante-sept ans, l'inflation nominale est allée de 1 à 1 000 pour la pièce d'argent, de 60 000 à 22,5 millions pour la livre d'or. L'accroissement de la valeur d'une livre d'or en *denarii* égyptiens fut le suivant : 1 125 en 179, 3 000 en 191, 50 000 en 280, $1,4 \times 10^6$ en 319 et $3,3 \times 10^9$ en 400.

Comment la sortie de la spirale inflationniste s'opéra-t-elle ? Elle se fit en plusieurs temps. Dioclétien introduisit un système fiscal plus efficace pour collecter les impôts. La situation militaire de l'Empire à ses marges s'améliora, aidant à maîtriser les dépenses militaires. Enfin et surtout, par sa conversion au christianisme et la promulgation du christianisme comme religion officielle de l'Empire, Constantin changea le principe de souveraineté (Callu, 1969). Les conséquences monétaires furent considérables. L'empereur confisqua les trésors des temples païens et bénéficia de l'exploitation de nouveaux gisements aurifères. Il put ainsi reconstituer un système monétaire sur base or. Le solidus devint l'unité de

compte officielle. Pour assurer que l'or restât dans la circulation, il ordonna que les dettes fiscales fussent payées en or. En conséquence, la circulation de la monnaie or fut multipliée par 20 de 346 à 388.

L'État impérial est ainsi parvenu, au bout d'un long processus, à réinstitutionnaliser une règle d'émission monétaire restaurant la confiance hiérarchique. Il n'a pu le faire qu'à partir du moment où il a pu prendre acte des comportements privés qui faisaient implicitement de l'or l'étalon des prix pour évaluer la dépréciation des billons. C'est le changement de souveraineté politique qui a permis une réforme monétaire efficace, et non l'inverse.

Crises monétaires et financières dans les systèmes dualistes

Les crises de l'Antiquité ont mis en pleine lumière la virulence perturbatrice de l'ambivalence de la monnaie qui exprime la tension entre deux aspects indissociables : la cohérence sociale de la contrainte du paiement d'une part, le pouvoir privé d'accumuler l'argent d'autre part. Cette ambivalence de la monnaie se développe dans le temps sous la forme d'une structure des créances et des dettes. Cette structure est le siège d'une dépendance réciproque et d'une rivalité entre créanciers et débiteurs. Lorsque le pôle « rivalité » prend le dessus, le système des paiements peut être perturbé. On parle de crise financière à incidences monétaires. L'aggravation des dysfonctionnements, lorsqu'ils mettent dangereusement en cause le règlement des dettes, peut entraîner une dégradation générale de la confiance dans la monnaie, voire une destruction du système monétaire. Il s'agit alors d'une crise monétaire proprement dite.

À l'époque romaine, les crises du 1^{er} siècle avant J.-C. ont été des crises financières à incidence monétaire, solubles à l'intérieur du système monétaire établi par la mise en œuvre de moyens politiques temporaires exceptionnels. La crise du Bas-Empire, au contraire, a été une crise monétaire proprement dite dont la solution impliqua

de refonder la confiance hiérarchique détruite. Dans les systèmes dualistes à partir du XIII^e siècle, les États disposèrent d'un moyen puissant de modifier la valeur des dettes par la mutation des unités de compte abstraites qu'ils avaient créées. Cet outil de politique monétaire s'est avéré efficace au cours du XIV^e siècle marqué par une pénurie permanente de métaux précieux qui a duré jusqu'à la conquête de l'Amérique par les Espagnols.

Le summum de la crise déflationniste s'est produit dans la seconde moitié du XIV^e siècle après la grande peste noire de 1348-1349, qui ravagea l'Europe et annihila deux cinquièmes de sa population. La catastrophe démographique s'accompagna d'une ère de refroidissement climatique et de la guerre de Cent Ans qui dévastèrent l'agriculture. Dans cette sombre époque, la dévaluation de la monnaie de compte était la seule manière de lutter contre la déflation. En y procédant, les monarques rencontraient l'assentiment des corporations marchandes et de la population. Au contraire, toute tentative de réévaluation se heurtait à l'hostilité générale.

L'ALTERNANCE DE LA LARGESSE ET DE L'ÉTROITESSE MONÉTAIRE

Le dynamisme de la finance privée était associé au commerce à longue distance dans lequel elle engageait ses fonds. C'est pourquoi les allers et retours des flottes dans les ports européens rythmaient l'alternance de la largesse (abondance) et de l'étroitesse (rareté) monétaires. Considérons, par exemple, la circulation du capital entre les commerçants vénitiens et les banquiers florentins au XV^e siècle. Au moment du départ, l'étroitesse était maximale à Venise : les espèces étaient rares, et on émettait des lettres de change sur Florence pour financer l'armement des bateaux et la constitution de leur chargement. L'excès d'offre de lettres de change faisait baisser leur prix. En conséquence, le florin s'appréciait vis-à-vis du ducat vénitien. Inversement, au retour de la flotte, s'il n'y avait eu ni sinistre par tempête ni interception par les pirates,

les marchandises en provenance de l'Orient affluaient à Venise et étaient écoulées à travers l'Europe. Les places commerçantes du nord de l'Europe tiraient à leur tour des lettres de change sur Venise pour y faire remise de la contre-valeur des marchandises qu'elles avaient achetées. Les débiteurs vénitiens pouvaient régler leurs dettes à leurs créanciers florentins, et le ducat se redressait par rapport au florin. En outre, l'intérêt était camouflé dans le taux de change. Comme les Florentins étaient des créanciers structurels sur Venise, ils percevaient sur leurs prêts un intérêt camouflé qui, selon le journaliste financier et politique Paul Einzig (1970), était de 8 à 12 %. Les banquiers florentins percevaient l'intérêt dans le règlement des lettres de change à Florence sur les titres de dettes émis à Venise.

Ces variations cycliques avaient lieu entre deux cités libres qui avaient des relations d'affaires continues, donnant lieu à d'importants montants de lettres de change qui se compensaient dans le temps et qui économisaient la monnaie métallique. Les rapports entre les financiers privés et les monarchies, qui faisaient des mutations d'unité de compte et qui manipulaient les parités métalliques des pièces frappées pour attirer ou stopper les hémorragies de métaux précieux, étaient plus complexes.

Les politiques monétaires des monarques étaient, en effet, loin d'être transparentes. Ceux-ci cherchaient à empêcher l'exportation du métal et à limiter la circulation des pièces étrangères sur leurs territoires. Ils obligeaient leurs détenteurs à les porter à l'Hôtel des Monnaies pour être refondues et frappées avec un contenu métallique permettant de tirer un seigneurage substantiel. L'intensité de ces contrôles dépendait de la largesse ou de l'étroitesse relative des métaux d'un pays à l'autre. Aussi, dès le milieu du XIV^e siècle, les marchands percevaient-ils l'influence de la rareté ou de l'abondance des monnaies métalliques en différents lieux sur les taux de change scripturaux par l'intermédiaire des points métalliques. Mais ceux-ci étaient très variables car ils dépendaient de la plus ou moins grande restriction dans l'exportation des espèces et de l'anticipation par les financiers de la mutation monétaire future que l'on pouvait craindre.

Considérons alors les effets contradictoires d'une période prolongée d'étroitesse dans un royaume. Le pouvoir politique durcit les restrictions à l'exportation du métal et augmente le seigneurage sur la refonte des pièces étrangères importées. La valeur de marché du métal s'accroît donc par rapport à son prix officiel d'acquisition par l'Hôtel des Monnaies, ce qui élargit l'écart déterminant le point de sortie du métal. Mais la thésaurisation interne est une première fuite qui contrecarre les intentions du pouvoir. Parallèlement, en période d'étroitesse, le change scriptural de l'unité de compte territoriale se déprécie. Comme la pénurie de métal conduit à émettre plus de lettres de change et que l'exportation de celles-ci est moins contrôlée que celle du métal, la dépréciation du change scriptural est plus forte que l'écart sur la valeur de marché du métal. Lorsque le change scriptural franchit substantiellement le point de sortie du métal, l'avantage de payer en espèces à l'étranger est tel que les fuites dans les contrôles se produisent. L'exportation du métal s'ajoute à la thésaurisation interne pour contracter la masse des moyens de paiements disponibles. Le gouvernement doit alors décréter une dévaluation de l'unité de compte pour inciter les thésauriseurs à remettre la monnaie en circulation et les marchands à importer de nouveau les pièces étrangères.

Il en résulte que les mutations de l'unité de compte étaient un moyen fruste, brutal mais indispensable, de réguler l'offre de monnaie dans cette première époque du capitalisme (Bloch, 1953). Elles avaient l'inconvénient d'exacerber les conflits entre les nations en voie de formation. Ainsi, au XVI^e siècle, les rois de France cherchèrent-ils à lutter contre la dépréciation de la livre tournois vis-à-vis du maravedis (l'unité monétaire espagnole) en rendant plus ou moins difficile, par des contrôles d'intensité variable, le transport des métaux précieux d'Espagne vers les Pays-Bas. Les interdictions des remises provoquaient une hausse du prix des créances sur Anvers et Amsterdam, une dépréciation du change scriptural espagnol et finalement une dévaluation du maravedis.

Les mutations d'unités de compte avaient donc toutes les caractéristiques des dévaluations ou des réévaluations compétitives modernes. Mais l'objectif n'était pas d'exporter le chômage

ou l'inflation : c'était d'attirer les métaux précieux. Ce faisant, les mutations rémunéraient les thésauriseurs et augmentaient les primes de risque camouflées dans les taux de change scripturaux des créances. Lorsque le capitalisme a commencé à s'implanter dans les territoires, les mutations sont devenues un obstacle à son développement, comme on l'a remarqué au chapitre 3.

Au XVI^e siècle, l'arrivée à Séville des flottes chargées de l'argent du Potosí provoqua l'abondance des espèces en Espagne. L'abondance de métaux réduisait le seigneurage en Espagne, provoquant la baisse du prix des lettres de change sur toutes les places étrangères. Mais l'Espagne en profitait pour importer massivement des marchandises financées par exportations de métal à l'étranger. Il en résultait une hausse du prix des lettres de change et une raréfaction du métal en Espagne... jusqu'à l'arrivée de la nouvelle cargaison d'argent.

Ainsi, le mouvement du métal sur les voies du commerce intraeuropéen suscitait un déficit commercial structurel de l'Espagne et un excédent tout aussi structurel de l'Europe du Nord. Les lettres de change allaient en sens contraire, en direction de l'Espagne, pour financer les importations nécessaires au départ suivant de la flotte. Des crises financières se greffaient sur cette circulation monétaire alternée. Elles étaient déclenchées par les pertes sur le capital dues aux aléas de la navigation, à la piraterie et aux guerres, mais aussi par les embargos des États sur le métal et par les mutations non anticipées des unités de compte. Pendant deux siècles, les marchands banquiers italiens sont parvenus à maintenir les réseaux d'échange en centralisant les émissions et les remises des lettres de change grâce aux compensations périodiques dans le circuit des villes de foire. Mais la montée des tensions après 1570 a emporté l'organisation monétaire du Moyen Âge.

CRISE STRUCTURELLE DU SYSTÈME DUALISTE

Pour tenter d'éradiquer l'inflation exacerbée par les guerres de souveraineté pour le trône de France (appelées également guerres de Religion), les ordonnances de 1577 abolissaient le système

dualiste. Elles faisaient resurgir la conception métalliste. L'écu d'or au soleil devenait l'unité de compte dans laquelle tous les comptes devaient être dressés. Le franc en argent portait sa dénomination gravée. L'équivalence était 1 écu = 3 francs pour respecter le rapport des valeurs entre les deux métaux. Des pièces divisionnaires du franc et de l'écu étaient frappées. La valeur en écus était gravée sur toutes les pièces. Le lien implicite avec la livre tournois était conservé. En effet, les équivalences étaient les suivantes : 1 franc = 20 sous (\equiv 20 livres tournois), donc 1 écu = 60 sous. Ce rapport correspondait à une diminution de l'écu par rapport aux équivalences précédentes, par conséquent à un rehaussement implicite de la livre tournois de 10 %. C'était donc une politique ouvertement déflationniste. Selon la théorie quantitative de la monnaie, on espérait une baisse proportionnelle de tous les prix.

Le système monétaire français devint bimétallique avec un rapport or/argent entre $11^{1/3}$ et $11^{1/2}$. Le change était strictement réglementé. Toutes les pièces étrangères dont la qualité et la valeur légale n'étaient pas respectées étaient prohibées. Les autres devaient être fondues et rachetées à leur poids de métal. Seulement dix pièces étrangères furent autorisées à circuler.

Pourtant, l'homogénéisation comptable ne réussit pas à s'imposer. Dans la comptabilité des marchands, un écu de compte se superposa à la pièce écu soleil et se dévalua petit à petit. La confusion fut telle que le dualisme se réinsinua sous l'appellation unique « écu ». Les commerçants ont réagi très vite pour recouper leurs pertes en écu métal avec les profits résultant de la hausse des prix nominaux. Dans les années 1580, les « guerres de religion » s'intensifièrent. La déflation en France s'aggrava sous la conjonction de la révolte des gueux, de la banqueroute en Espagne et de la décadence d'Anvers, pour provoquer une crise financière et commerciale majeure. De plus, la réforme de 1577 avait détruit les déterminants de l'enrichissement structurel des intermédiaires du change par lettres (voir chapitre 3).

Les conditions étaient en place pour une guerre monétaire destinée à drainer les espèces étrangères. Leur cours de marché en France dépassait de 10 à 15 % le tarif du métal acheté par l'Hôtel

des Monnaies. Le système hiérarchisé de différentiels de cours entre les pièces métalliques sur différentes places de change, qui encadrait et régula le change par lettres, fut détruit. La disparition des pièces italiennes exclut les marchands banquiers italiens. Le change par lettres devint entièrement flottant, sans aucune référence fournie par un pair de change. Du point de vue des flux financiers, le rôle central de Lyon disparut. Le change par lettres subsistant contourna la France et s'installa à Bizansone, donc en terre du Saint Empire romain germanique.

Cependant, les facteurs majeurs de la crise étaient plus profonds. Comme on l'a montré au chapitre 3, la tendance dominante était l'implantation de la finance à l'intérieur des espaces de souveraineté nationale qui s'affirmait. Loin des marchands banquiers dont la richesse était fondée sur le financement du commerce à longue distance et sur l'arbitrage du change, des financiers nationaux apparurent dont la richesse était fondée sur l'affermage des impôts en contrepartie du financement de la dette publique. *C'est le développement de la rente qui allait devenir le moteur du capitalisme financier.* L'influence politique des financiers dans le cadre d'une souveraineté nationale allait devenir le moteur du nouveau capitalisme.

La réforme monétaire de 1577 ne parvint pas à construire le système monétaire adéquat à cette transformation de la finance parce que la souveraineté nationale n'était pas encore consolidée. Une très longue période de convulsions monétaires allait s'ensuivre en France, mais aussi en Angleterre, tandis que l'Espagne allait irrémédiablement décliner sur les ruines de la branche espagnole de l'empire Habsbourg.

Succès et échecs monétaires dans l'avènement des États-nations

Des guerres de religion qui ont secoué l'Europe à partir de la Contre-Réforme catholique et du déclin de l'empire Habsbourg à la codification internationale du concert des nations européennes

par le traité de Vienne de 1815, l'Europe a été prise dans les convulsions politiques qui ont conduit à la formation des États-nations. Cette gestation douloureuse a secrété des guerres quasi continuelles qui ont opposé les puissances.

On a déjà vu au chapitre 3 que la guerre d'indépendance contre l'Espagne avait installé une puissante nation marchande aux Pays-Bas. Nous avons montré que cette libération nationale du joug de l'Empire avait engendré une innovation monétaire de très grande portée avec la création de la Banque d'Amsterdam. Nous n'y reviendrons pas. Les guerres civiles et les révolutions avortées pendant la plus grande partie du XVII^e siècle en Angleterre ont finalement abouti au changement de dynastie de 1688 qui ont fait définitivement basculer les alliances en Europe. À partir de cette refondation de la souveraineté, l'Angleterre a poursuivi une politique permanente de recherche de l'équilibre des pouvoirs sur le continent. Nous avons déjà vu comment elle s'en est donné les moyens, à travers la *création de la Banque d'Angleterre et l'instauration de l'étalon-or*.

Mais ce ne fut pas sans mal et pas non plus sans conséquences internationales. Le premier enseignement est que la conquête de la souveraineté nationale va de pair avec la centralisation de la monnaie aux mains des États. La monnaie nationale cherche à s'imposer contre les influences étrangères, ce qui conduit à la dangereuse rivalité des monarques pour attirer les métaux précieux aux dépens des autres. Les rivalités commerciales et financières sont d'autant plus fortes que les guerres entraînent d'énormes problèmes de finances publiques. Le double objectif d'unifier la monnaie et de financer l'État dans des situations fréquentes de guerre conduit à des crises monétaires. Celles-ci prennent la forme des pénuries de métaux et des dépréciations massives des pièces de monnaie. La confusion monétaire fut à son comble en Angleterre jusqu'à la fin du XVII^e siècle et en France jusqu'à 1726.

CRISES ET RÉFORME MONÉTAIRE EN ANGLETERRE

Le XVII^e siècle anglais fut celui des désordres économiques et des révolutions politiques. La circulation monétaire était désastreuse : pièces rognées, usées et insuffisantes, fuite continue du métal à l'étranger. Les finances publiques étaient dégradées, la dette publique avait une solvabilité incertaine, et la recherche de nouveaux moyens de financement était très difficile. L'affrontement entre la Couronne et les orfèvres, c'est-à-dire les financiers privés, s'exacerba dans la dernière décennie du siècle à cause du financement de la guerre de la Grande Alliance (1689-1697) contre la France pour contenir les visées hégémoniques de Louis XIV.

Au début des années 1690, la fragmentation monétaire était à son comble. On a observé au chapitre 3 que les réformes monétaires cruciales n'ont pu voir le jour qu'après un bouleversement politique qui a transformé l'équilibre des pouvoirs entre les classes dirigeantes. La disparition des Stuarts avec la fuite de Jacques II a rendu possible l'abolition de la monarchie absolue. La dynastie Orange a amené un ordre constitutionnel entre le roi, le Parlement et le peuple (*Bill of Rights*), légitimant le contrôle du Parlement sur la levée des impôts.

Mais le système monétaire était fragmenté. L'unité de compte était représentée par la livre sterling et ses subdivisions (shillings et pence). Les moyens de paiements étaient bimétalliques. Le cours de l'argent était fixé officiellement. Celui de l'or fluctuait librement. Il révélait l'état des tensions monétaires. Des espèces étrangères, essentiellement bataves, circulaient conjointement aux espèces nationales. La détérioration de la circulation se manifestait par l'usure et le rognage des pièces. Il s'ensuivait une confusion entre la « vraie » et la « fausse » monnaie. On tolérait les faux-monnayeurs parce qu'ils contribuaient à réduire la pénurie des espèces. Mais les coûts de transaction étaient prohibitifs parce qu'il fallait spécifier la monnaie de règlement à chaque transaction. Fixer les prix des marchandises dépendait donc d'un problème de négociation par rapport à la monnaie utilisée. Les pièces de meilleure qualité étaient

thésaurisées ou exportées. Le fameux *search* monétaire privé, censé faire apparaître un point focal de convergence sur un moyen de paiement unique selon les théoriciens, n'aboutissait à rien. Au total, à la veille de la réforme de 1693, il y avait 11 millions de pièces rognées ou contrefaites sur 13,5 millions de pièces en circulation. Dix millions de pièces avaient disparu depuis 1650. Il existait de 3 à 5 millions d'espèces or et de pièces étrangères pour une valeur de 1 million de livres.

Les orfèvres étaient organisés en corporations à Lombard Street, qui avait prospéré au cours du siècle, en diversifiant leurs activités : transactions sur métaux, change des espèces, prêts et dépôts, escompte. Leurs billets circulaient parmi les marchands londoniens par endossement en chaîne. Parce que les marchands déposaient de plus en plus chez les orfèvres, ceux-ci devinrent les créanciers privilégiés de la Couronne. Mais leurs relations avec les autorités étaient dépourvues de confiance. D'un côté, les orfèvres avaient un rôle ambivalent. Ils favorisaient la circulation en acceptant de transférer les créances sur l'État. Mais ils l'affaiblissaient en exportant les espèces de meilleure qualité. De son côté, la Couronne fit preuve d'arbitraire à deux reprises. En 1640, Charles I^{er}, aux abois, pratiqua la saisie autoritaire des espèces déposées à la tour de Londres, soit 120 000 livres, ce qui précipita les dépôts des marchands chez les orfèvres. Mais les guerres permanentes ont continué à gonfler les besoins de l'État. En 1672, la Couronne fut forcée à un « stop de l'Échiquier », c'est-à-dire à une interruption des paiements sur la dette. Cela rétroagit défavorablement sur les billets des orfèvres qui étaient contreparties des titres publics escomptés.

Ces deux événements soulignaient que l'arbitraire du pouvoir politique rendait impossible la mise en place d'une dette nationale, parce que les classes marchandes refusaient de prêter à l'État sans droit de contrôle sur ses finances. Mais, sans dette publique acceptée comme expression de l'unité nationale, pas de souveraineté capable de donner confiance dans la monnaie. La crise de souveraineté atteignit son paroxysme en 1688 lorsque Whigs et Tories s'allièrent exceptionnellement pour fomenter une révolution

qui déposa Jacques II dont l'hostilité au Parlement empêchait tout dialogue. C'est après la fuite de Jacques II que les partis politiques appelèrent Guillaume III de la maison Orange pour occuper le trône d'Angleterre. Le nouveau souverain, protestant et ennemi de Louis XIV, se lança dans la guerre de la Grande Alliance avec les Pays-Bas. Dès lors le conflit changeait d'échelle car les dépenses annuelles de l'État triplèrent de 2 à 6 millions de livres. Son coût ne pouvait plus être assuré par les orfèvres, dont le financement à court terme était totalement inadapté.

Grâce à l'instauration de la nouvelle souveraineté, il est devenu possible de lever un emprunt mobilisant l'épargne de la nation sur une grande échelle en 1693 et 1694 en procédant en trois étapes : par tontine, par loterie et, surtout, en créant un établissement bancaire d'un nouveau type – la Banque d'Angleterre –, dont les caractéristiques ont été définies au chapitre 3.

L'histoire de la mutation du capitalisme en Angleterre, qui a inauguré l'âge classique et a ainsi propulsé la nation dans la voie de la révolution manufacturière, puis industrielle, est un véritable cas d'école pour la théorie de la monnaie comme rapport social fondamental, découlant de la souveraineté. L'unité de la nation, établie grâce au principe de souveraineté scellant un pacte social par lequel l'État se lie à la nation, a été financièrement actée dans la transformation de la dette publique grâce à la création d'une banque de droit privé (société de 1 300 personnes souscrivant 1,2 million de livres). La solution financière a ouvert la voie à la réforme monétaire, tant la confiance dans la monnaie est liée à la dette publique. *C'est parce que la Banque d'Angleterre a été créée comme banque de l'État que l'étalon-or a pu être établi.*

Il reste à évoquer la crise déflationniste finale qui a été le coût social gigantesque de la réforme monétaire. À partir de 1689, l'économie s'est rapidement dégradée : dépenses de guerre, mauvaises récoltes, envolée des prix agricoles. Avec un système monétaire en lambeaux, il y a eu à la fois exportation de métal et ruée sur les marchandises. L'activité économique se paralysa. À partir de 1693, la défiance à l'égard de la monnaie argent fut à son comble. La guinée d'or s'apprécia de 40 % en deux ans. En 1695, le change

par lettre de la livre sterling à Amsterdam se déprécia de 12 %. Une remise en ordre était nécessaire.

On a présenté dans le chapitre 3 le débat public, à la fois doctrinal et pratique, entre refonte et dévaluation qui répercutait les intérêts divergents des classes sociales. C'est l'avis de Guillaume III qui fit pencher la balance. Il appuya Locke parce qu'il était partisan de l'intangibilité de l'étalon monétaire. Le *Recoinage Act* fut promulgué par le Parlement le 22 novembre 1695 (Desmedt, 2007).

La réforme était favorable aux riches, aux créanciers de l'État et aux propriétaires fonciers ; elle était défavorable aux débiteurs et aux plus démunis. En effet, les citoyens capables d'apporter pendant cinq mois leurs pièces rognées à la Tour de Londres en paiements d'impôts ou en avances à l'État bénéficiaient d'une acceptation de leur monnaie à sa valeur faciale. Les gens moins riches durent écouler leurs pièces aux cours offerts par les orfèvres.

La refonte dura jusqu'en 1699 et provoqua une terrible famine monétaire. Car la contraction du stock de monnaie fut énorme : un stock de pièces d'une valeur nominale de 15 millions de livres fut remplacé par 9,5 millions de nouvelles espèces. La déflation balaya le pays à partir de l'été 1696. Les taux d'intérêt montèrent à 20 % au second semestre, tandis que les prix des marchandises baissaient de 30 %. Les émeutes éclatèrent dans tout le pays. Il a été estimé que le coût total de la réforme a atteint 2,7 millions de livres, dont un million supporté par les plus démunis. La fuite des espèces d'argent continua, et ce fut la disparition de l'argent qui mit *de facto* le système monétaire sur les rails de l'étalon-or.

NOUVEL ÉCHEC DE LA RÉFORME MONÉTAIRE EN FRANCE : LE SYSTÈME DE LAW

La France fut quasiment continuellement en guerre de 1688 à 1715, hormis une brève période entre la paix de Ryswick en 1697 et le début de la guerre de la Succession d'Espagne en 1701. Ces guerres engloutissaient d'énormes ressources. Le conflit entre richesse foncière et richesse marchande, s'affrontant sous le couvert

d'une monarchie absolue, minait l'économie française. La crise financière était endémique, alimentée par un endettement public élevé, un très faible rendement des impôts, un service de rentes très onéreux (taux d'intérêt actuariel $\geq 5\%$), une pénurie chronique de numéraire et des taux d'intérêt sur les prêts d'argent avoisinant 20 %.

La fiscalité conservait un moule féodal. Les impôts indirects étaient affermés. Quant à l'impôt direct par capitation, levé en 1689 pour financer la guerre, il était fondé sur le statut individuel stratifié en vingt-deux classes ! L'insuffisance des recettes fiscales eu égard aux dépenses de guerre empêchait le surplus primaire d'absorber le paiement des intérêts. La dette publique était donc sur une trajectoire insoutenable, sauf expédients pour la réduire.

Les ressources étaient recherchées dans les manipulations monétaires. Le roi avait le pouvoir absolu de changer le cours légal des espèces sans contrôle parlementaire et sans possibilité de contestation devant une cour de justice. En 1690, l'État chercha à augmenter le seigneurage sur les pièces. L'Hôtel des Monnaies retira les pièces en circulation et frappa de nouvelles pièces à une valeur en livres tournois supérieure de x par rapport à l'ancienne valeur des pièces. Il les mit en circulation au prix $y < x$ et capta $x - y$ par unité de poids d'argent qu'il transféra à l'État. Le seigneurage était censé diminuer régulièrement dans le temps jusqu'à retrouver l'ancienne valeur métal de la livre tournois. Mais ces opérations durent être refaites systématiquement, de sorte que la dépréciation de la livre tournois se précipita pendant les guerres et l'échec du système de Law. Au total, et par unité de poids d'argent, la valeur de la livre tournois se déprécia de 55 % entre décembre 1688 et juin 1726.

Inspiré de la théorie des *real bills* et des expériences écossaises du *free banking*, John Law pensait que la solution aux problèmes financiers de l'État était l'émission de papier-monnaie gagé sur le capital des classes productives. Cela devait permettre de faire baisser le taux d'intérêt payé sur la dette publique à 2 % au lieu de 5 % pour le paiement des rentes gagées sur la richesse foncière. Le taux de 2 % devait stimuler la production agricole et industrielle,

donc créer les revenus générateurs de recettes fiscales qui garantiraient la solvabilité de la dette.

Law avait donc une approche très moderne de l'économie. Il voulait introduire la logique capitaliste en France, fondée sur le crédit en création de monnaie. *Le monnayage devait être fondé sur la richesse future anticipée, non plus sur la richesse passée dans l'accumulation des métaux précieux.* Pour réaliser ce projet visionnaire, Law créa, avec l'accord du Régent, une banque émettrice de billets convertibles. Pour la première fois en France, il existait une banque émettant du papier-monnaie défini en livres tournois. Les receveurs des impôts étaient tenus d'accepter les billets à leur valeur légale, permettant aux billets de la banque de circuler au pair. Au début, en 1717, la confiance permit d'émettre pour 40 à 50 millions de livres de billets par an. La banque avait des activités « classiques » : l'escompte des traites, le change, les dépôts et la gestion des comptes. Une première erreur fut de nationaliser la banque en décembre 1718. Elle devint banque royale.

Law fonda le deuxième pilier de son système sous la forme d'une compagnie commerciale pour développer le commerce avec la Louisiane. Comme les actions de la banque elle-même, celles de la société commerciale étaient payables en billets d'État. La compagnie de Law se développa par fusions et acquisitions de la compagnie du Sénégal et de la compagnie des Indes et par l'obtention du monopole du tabac.

À partir de juillet 1719, la compagnie changea de nature après avoir acheté le droit de gérer la frappe des monnaies et de devenir l'unique collecteur d'impôts. C'est alors que Law créa le « système ». Il proposa de racheter la totalité de la dette nationale en émettant des actions de la compagnie qui seraient payées par les détenteurs de rentes sur l'État, ceux-ci devenant des actionnaires de la compagnie. Cette conversion devait permettre à l'État de ne plus payer qu'un intérêt de 3 % sur un prêt perpétuel. La partie variable des revenus fiscaux et les autres revenus de la compagnie serviraient à payer les dividendes des actionnaires.

La viabilité du plan dépendait de la stabilité du cours des actions à un niveau rapportant un dividende dont le rendement soit

2 % pour que les rentiers s'y retrouvent avec un rendement total de 5 % (3 % se rapportant aux intérêts payés par l'État, plus 2 % de dividendes). Pour parvenir à cette régulation, il fallait pouvoir maintenir une cohérence entre les prix des espèces, des billets et des actions.

En vérité, Law chercha à éliminer de la circulation les espèces en faisant des billets le seul moyen de paiements. Il encouragea le paiement des lettres de change en billets ainsi que la circulation des billets sur les places étrangères. Il chercha aussi à soutenir le cours des actions pour que la dette publique soit convertie au taux d'intérêt voulu. Mais, au début de 1720, les cours commencèrent à fléchir. Law fut obligé de monétiser massivement la dette publique en émettant de la monnaie. L'accroissement rapide de la masse monétaire de mars à mai 1720 entraîna des symptômes de perte de confiance dans les billets. Le change se déprécia à Londres et à Amsterdam.

Le retour vers les espèces manifesta cette perte de confiance. Il se produisit d'autant plus que Law lui-même chercha à réduire la masse monétaire en rachetant des billets. Mais l'expédient échoua, et la banque dut renoncer à racheter les billets au pair, mettant de fait fin à leur convertibilité. En août 1720, les billets étaient démonétisés, et la liberté de libeller les contrats en or et en argent et de faire circuler les pièces était rétablie. L'engagement de la compagnie de prendre en charge la dette publique ne pouvait plus être tenu, et Law dut quitter la France en décembre 1720.

Comment interpréter l'échec du « système » ? En absorbant la conversion de la dette publique, Law voulait réduire l'influence de la classe des financiers qui avaient profité de longue date des besoins financiers de l'État parce que celui-ci était incapable d'emprunter sur un marché de capitaux. Pour canaliser l'épargne des classes actives, Law voulait implanter en France les marchés de titres qui existaient à Amsterdam et à Londres. En concentrant les fonctions monétaires et fiscales, il voulait rendre compatibles les intérêts du roi et ceux de ses créanciers, tout en supprimant l'incitation à manipuler la monnaie.

La cause de l'échec se trouvait dans la non-viabilité du régime macroéconomique sous-jacent. Le taux d'actualisation visé de 2 % était trop ambitieux. Avec les revenus raisonnablement anticipés de la compagnie, le cours des actions ne pouvait être maintenu qu'avec un taux d'intérêt au moins égal aux 3 % obtenus dans les Provinces-Unies et un taux de croissance de 1 % qu'aucun pays européen ne pouvait tenir tendanciellement avant la révolution industrielle. À leur pic, les actions étaient donc très surévaluées.

Mais ce raisonnement économique ne va pas au fond des choses. Les contradictions profondes de la France ne pouvaient pas être surmontées sans un changement radical de souveraineté. La structure sociale en ordres figés et les mentalités conservatrices des classes dirigeantes de la France ne permettaient pas, sans révolution, de changer complètement les règles du système.

Law ne pouvait pas accomplir cela car le soutien de sa politique ne dépendait que de la confiance du Régent. Il fut confronté à la spéculation propre aux systèmes dualistes en déliquescence que les Pays-Bas et l'Angleterre ne purent dépasser qu'en refondant une souveraineté capable de porter les intérêts de la nouvelle bourgeoisie capitaliste. Cette spéculation ruineuse et stérile des financiers s'opposait à la convertibilité des billets *via* le change et le prix des espèces métalliques. Pour lutter contre eux, Law fut obligé de recourir aux méthodes qu'il voulait abolir : manipulations monétaires pour faire accepter les billets, émission de billets sur des contreparties publiques, non sur l'activité économique générale, trop de rendements trop bas pour éviter l'hostilité de financiers et d'aristocrates qui avaient conservé toute leur influence politique. La stabilisation monétaire fut rétablie en 1726, mais le retard économique de la France ne faisait que commencer.

*Crises financières et banque centrale
à l'âge classique du capitalisme :
l'avènement du prêteur en dernier ressort*

On a montré ci-dessus que les crises répétées des dettes publiques et l'instabilité monétaire ont été étroitement liées à la formation des États-nations. La réforme anglaise a procuré une stabilité qui a duré la plus grande partie du XVIII^e siècle. Mais les guerres napoléoniennes ont fait revenir les grands déséquilibres et ont mis à l'épreuve le système monétaire fondé entre 1694 et 1699.

Au début des années 1790, les répercussions de la Révolution française détruisaient l'équilibre des pouvoirs en Europe qui était le bien public que l'Angleterre considérait comme le plus important. Les dépenses de guerre furent relancées à une échelle bien plus grande qu'un siècle auparavant. La pénurie d'or réapparut, mais non les désordres du XVII^e siècle. En effet, la Banque d'Angleterre avait eu le temps d'établir son autorité et d'occuper la place centrale dans le système monétaire. Ses billets étaient largement acceptés. Aussi le gouvernement se résolut-il à une innovation monétaire : suspendre la convertibilité or en 1797 tout en espérant que la confiance dans les billets de la Banque d'Angleterre serait maintenue et que, par conséquent, celle-ci pourrait alimenter le système des paiements en liquidités pour éviter les étranglements monétaires du passé. La préservation de la confiance était vraisemblable, car la convertibilité or avait un siècle d'existence, et l'autorité de la Banque d'Angleterre était bien établie. En outre, la suspension fut comprise de la population car elle était motivée par la participation de l'Angleterre à une coalition contre la France. Cette période d'inconvertibilité dura jusqu'en 1821. Elle modifia les responsabilités de la Banque d'Angleterre.

Ce rôle nouveau, que l'on appellera plus tard le débat sur le prêteur en dernier ressort, avait été perçu par Henry Thornton dès 1802 (Thornton, 1939). Il insista sur la responsabilité de la Banque d'Angleterre d'approvisionner en liquidités les banques saines en

période de panique bancaire. Mais cet avis ne fut pas suivi. Entre 1790 et 1866, l'Angleterre subit huit années de panique (Bordo, 1990).

Le retour de l'ordre politique en Europe après le traité de Vienne de 1815 laissait des niveaux de dette publique très élevés et de grandes perturbations économiques. En Angleterre, le niveau de la dette publique atteignait 260 % du PIB. Dans ces conditions, le retour à la convertibilité or laissait planer de nouveau le spectre de la déflation. Ce n'est qu'en 1821 que le gouvernement se résolut à rétablir la convertibilité. L'Angleterre avait un atout pour faire l'ajustement vers des niveaux de dettes publiques soutenables. Elle avait engagé la révolution industrielle dès la fin du XVIII^e siècle et avait donc des avantages comparatifs pour profiter de la réanimation du commerce en Europe. Aussi put-elle limiter la déflation à des taux faibles mais persistants jusqu'en 1848. Il ne fallut pas moins de quarante ans pour ramener la dette publique à 100 % du PIB.

À partir des années 1840, ce sont les cycles des affaires du capitalisme industriel qui ont rythmé les crises financières. Chaque retournement du cycle des affaires en son sommet dégénérait en crise financière. Ces paniques étaient déclenchées par la faillite d'une institution financière importante qui précipitait la demande de conversion en or dans toutes les banques. Sous la contrainte de la convertibilité, la Banque d'Angleterre cherchait à protéger ses propres réserves, ce qui aggravait la panique. Lorsqu'elle se décidait à intervenir, c'était beaucoup trop tard pour éviter une cascade de faillites bancaires. En 1844, l'Acte de Peel (*Bank Charter Act*) sépara la Banque d'Angleterre en deux départements. Le département d'émission qui créait les billets devait respecter une stricte couverture or qui rendait l'offre de liquidités rigide. En même temps, il renforçait les pouvoirs de la Banque en prohibant la création de billets par les banques commerciales. Cette réforme durcissait donc la contrainte d'émission des billets tout en généralisant le monopole de la Banque sur l'émission de billets de Londres à l'ensemble du pays. Le département bancaire exerçait les fonctions bancaires sous la contrainte d'un passif liquide qu'il ne pouvait élargir dans les moments de tension sur le marché monétaire. Cette réforme

illustra une victoire idéologique de la théorie quantitative (*Currency School*) qui tenait l'émission de monnaie bancaire pour la cause de l'inflation. Le résultat fut d'aggraver sensiblement l'intensité des paniques. Le paroxysme fut atteint lors de la crise financière de 1866. Son observation conduisit Bagehot (1862) à formuler sa célèbre doctrine du prêteur en dernier ressort.

La crise de 1866 éclata en mai avec la faillite de la Overend Gurney Company. Cet épisode fut le point final d'une crise qui se développa sur des situations financières fragilisées par un effondrement des prix mondiaux du coton qui remontait à 1864. Mais cette baisse fut ignorée parce qu'elle se produisit en pleine expansion spéculative du crédit. Les maisons de réescompte de Londres acceptaient le papier très libéralement. Dans cette ambiance euphorique, la firme Overend Gurney choisit de se transformer en société par actions cotée au Stock Exchange en juillet 1865. Cela renforça la spéculation au point que la plus-value sur les actions de la compagnie atteignit 100 % en octobre. L'engouement pour toutes les actions du marché en fut exacerbé, les sociétés surenchérissant dans leur distribution de dividendes. Les achats à découvert firent monter les taux d'intérêt sur le marché monétaire. Voyant qu'elle perdait des réserves par demande de conversion de ses billets, à la suite de la détresse financière de ses clients qui recherchaient des placements sur le marché monétaire, la Banque d'Angleterre était à la remorque du marché. Elle prit la décision fatale d'élever son taux d'escompte de 3 à 7 %. La détresse financière induite s'installa parmi les maisons d'escompte et finit par gagner les banques de *clearing*. Étouffée par la pénurie de liquidités, la spéculation agonisa jusqu'en mai où se produisit le crash final.

BAGEHOT ET LA DOCTRINE DU PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT

Dans la crise de 1866, comme dans les précédentes, l'indécision était grande. Comment soulager les effets des paniques ? La responsabilité incombait-elle au Trésor ou à la Banque ? Fallait-il

suspendre les limites à la capacité d'escompte que le *Bank Act* de 1844 imposait à la Banque ? Quand et à qui fallait-il prêter ? Aux maisons de titres ayant pignon sur rue ou à quiconque présentant un collatéral acceptable ? Et qu'est-ce qu'un collatéral acceptable en temps de crise ? Pouvait-on se permettre d'accroître l'offre de monnaie sans restriction ?

Ce débat multiforme était relancé périodiquement sans que des conclusions définitives puissent être atteintes, ni parmi les dirigeants de la Banque, ni dans la City, ni au sein du gouvernement. Cependant, le volume et la complexité de l'activité financière ne cessaient de se développer avec l'essor du capitalisme industriel. L'imbrication des engagements financiers et l'influence des connexions internationales rendaient les crises financières plus douloureuses par les pertes à supporter, plus étendues et plus incertaines dans leurs conséquences. Les décisions de la Banque pesaient de plus en plus lourd sur le système financier. C'est pourquoi l'expérience pratique des externalités négatives dans les situations de crise gagnait du terrain. C'est pourquoi aussi la formalisation de l'expérience de la crise de 1866 par Bagehot arriva sur un terrain propice. Ce qui fut ensuite reconnu comme étant la doctrine classique du prêteur en dernier ressort fut la formulation d'une rationalité collective. Elle prit la forme d'un ensemble de principes destinés à guider la conduite de la Banque face à des situations singulières. Cette doctrine fut généralement acceptée parce que les financiers influents avaient perçu qu'il était de leur intérêt d'aider des concurrents en détresse, à cause de l'effet de retour de la chute de ces concurrents sur leur propre solidité. *La contagion était donc le péril à combattre.* Il fallait pour cela une source de liquidité extérieure aux marchés de la monnaie et suffisamment indépendante dans sa mise en œuvre pour ne pas être l'otage de ses bénéficiaires.

La rationalité collective du prêteur en dernier ressort pouvait être identifiée et explicitée s'il était possible de distinguer conceptuellement la stabilité globale du système financier et le destin des institutions particulières, donc si l'on abandonnait l'hypothèse du marché pur et efficient (Garcia et Plantz, 1988). Car prêter en dernier ressort est une opération exorbitante des règles de la

concurrence. Elle suspend, en effet, la contrainte des obligations de règlement qui est la règle fondamentale de la cohérence du système des paiements (Aglietta, 1992). *Elle suspend la logique de l'économie de marché par un acte qui est accompli en vue de la pérennité de cette économie.* Il y a violation du marché puisque des engagements privés sont suspendus par décision souveraine et non pas reportés contractuellement dans le temps. Il y a en même temps pérennisation du marché puisque cette suspension préserve d'autres engagements privés qui sont sains, mais qui ne pourraient pas être honorés à cause des répercussions externes des engagements qui ont failli. Cette intervention implique un aléa moral puisqu'elle dissocie le coût social et le coût privé. C'est pourquoi Bagehot a réussi un tour de force en procurant une doctrine à ce que sont irréductiblement des situations singulières.

Les principes généraux sont les suivants. Le prêt en dernier ressort ne doit pas avoir de conséquences durables qui puissent mettre en péril l'ordre monétaire, c'est-à-dire la confiance inébranlable dans la convertibilité or des billets émis par la Banque d'Angleterre en temps normal. L'assistance financière fournie par la Banque doit anticiper sur la crise de liquidité et doit être temporaire. Elle doit être donnée dans le seul souci de la stabilité globale du système financier, ce qui exclut le secours aux institutions financières qui ont failli. Ces dernières doivent être vendues à de nouveaux propriétaires et recapitalisées.

Des prescriptions précises découlent de ces principes, dont la mise en œuvre implique interprétation et jugement dans chaque situation singulière. Pour étouffer les paniques, il faut prêter sans limites quantitatives à tous les emprunteurs sains, qu'ils soient bancaires ou non. La qualité des emprunteurs est définie par celle des collatéraux qu'ils peuvent présenter. Les collatéraux acceptables sont des titres de toutes natures qui sont réputés de bonne qualité en temps normal. La Banque doit les accepter à leurs valeurs d'avant-crise, pour que les débiteurs sains ne soient pas pénalisés par la baisse générale des prix des actifs financiers devenus illiquides à cause de la crise systémique. En outre, le prêt en dernier ressort doit être accordé à des taux de pénalisation

pour décourager les emprunteurs d'y avoir recours lorsque d'autres sources de liquidité sont encore disponibles. La pénalisation se justifie aussi comme une prise de risque pour la Banque qui doit couvrir les pertes potentielles inhérentes à l'acceptation des collatéraux à leurs valeurs d'avant-crise. La dernière recommandation concerne la crédibilité. Pour conforter la confiance du public tout en contenant l'aléa moral, il faut annoncer les principes à l'avance et s'y tenir strictement.

La Banque le fit avec beaucoup d'efficacité. En contraste saisissant avec ce qui se passa aux États-Unis, pays dépourvu de banque centrale à l'époque, les crises financières majeures de 1878, 1890 et 1907 ne dégénérent pas en paniques généralisées. Le sauvetage de la firme Baring Brothers en 1890 notamment fut un épisode significatif d'une logique de situation gérée avec maîtrise par la Banque d'Angleterre sous l'éclairage des principes de Bagehot. La firme était en détresse financière en novembre 1890 à la suite d'acceptations sur l'Argentine qui s'étaient avérées en défaut (Kindelberger, 1978). Lorsque la situation financière de Baring devint publique, la Banque d'Angleterre craignit la panique. Mais ses réserves d'or étaient basses, et une hausse de son taux directeur pour les reconstituer s'avérait inopportune dans le contexte. Après un contact avec le chancelier de l'Échiquier, la Banque d'Angleterre arrangea un prêt accordé par la Banque de France pour renforcer ses réserves. Elle forma un comité d'experts composé de directeurs de la Banque et de financiers de la City pour évaluer le montant de titres argentins sur le marché. Après que l'expertise eut conclu que Baring était solvable à long terme à condition de lui fournir 8 à 9 millions de livres de liquidités, elle se mit à escompter les lettres de change présentées par Baring. Le gouverneur de la Banque obtint du chancelier que le gouvernement partagerait les pertes sur le papier Baring que la Banque allait escompter. Fort de cet accord, le gouverneur rencontra les propriétaires de onze banques privées pour les persuader de contribuer à un fonds de garantie destiné à couvrir les engagements de Baring. Il obtint aussi de la banque d'État de Russie qu'elle ne retire pas 2,4 millions de livres déposés chez Baring. Au total, un fonds de 7,5 millions de livres fut

constitué qui fut ensuite porté à 10 millions. Cela impressionna l'opinion et permit de restructurer la firme sans déclencher de panique. Le 25 novembre 1890, une nouvelle firme Baring Brothers and Co fut constituée avec un capital d'un million de livres.

L'EXCEPTION AMÉRICAINE
ET LA DIFFICILE CRÉATION DU SYSTÈME
DE RÉSERVE FÉDÉRALE EN 1913

De 1838 à 1863, les États-Unis étaient sous le régime de la banque libre. Le système de la banque libre n'était pas capable de financer la guerre de Sécession. Aussi le Congrès vota-t-il le *Legal Tender Act* en 1862, qui autorisait le gouvernement fédéral à émettre une monnaie papier inconvertible, les greenbacks, pour un montant de 450 millions de dollars, puis le *National Bank Act* de 1863. À la fin de la guerre, la dépréciation des greenbacks dépassait 50 % de la valeur faciale, ce qui se traduisait par une prime sur l'or qui était thésaurisé.

Le *National Bank Act* définissait les conditions d'émission de billets nationaux par les banques commerciales (*national notes*). Ces billets étaient convertibles en monnaie légale métallique et en greenbacks jusqu'en 1879. Pour émettre des billets nationaux, c'est-à-dire émis par les banques ayant reçu une charte nationale, les banques devaient acquérir des titres publics (obligations du Trésor fédéral) et les déposer au Trésor sur les livres du *Controller of the Currency*, une agence créée au sein du Trésor pour superviser la qualité de la monnaie émise par les banques qui choisissaient le statut de banques nationales. Les dépôts de titres devaient être de 90 % des billets émis avant 1900, 100 % ensuite.

Le *National Bank Act* établissait une règle monétaire inédite. Les banques nationales, agréées par le contrôleur de la Monnaie, ne pouvaient émettre des billets que contre cautionnement obligatoire préalable. Le montant total de billets fut plafonné à 300 millions de dollars. L'escompte était prohibé. Du fait des fluctuations dans les besoins saisonniers de billets dans les régions agricoles de

l'intérieur, la rigidité provoquait des cycles monétaires saisonniers assortis de pénuries monétaires récurrentes.

L'offre de billets de banques dépendait donc quasi entièrement des dépôts d'obligations d'État. Plus les prix de ces titres étaient élevés, plus l'émission était coûteuse pour les banques. Parce que le mécanisme de l'escompte bancaire n'existait pas, les émissions de billets ne s'ajustaient pas à la demande, mais variaient avec le prix de la dette publique. Cette déconnexion entre l'émission de monnaie et le cycle agricole saisonnier durcit le conflit monétaire entre les États de l'Ouest et ceux du Centre qui revendiquaient une élasticité du crédit bancaire et les intérêts financiers de l'Est qui préconisaient la solidité de la monnaie (*sound money*). Or les républicains qui avaient gagné la guerre étaient entièrement acquis à la cause du capitalisme industriel en plein essor. Désireux de promouvoir l'industrie lourde à l'ère des chemins de fer transcontinentaux, de l'exploration pétrolière et de la sidérurgie, ils étaient fermement installés au pouvoir. Il s'agissait pour eux de résorber la dette de guerre pour canaliser l'épargne vers l'accumulation du capital industriel.

Pour rétablir la confiance dans la monnaie, la majorité républicaine du Congrès décida la résorption des greenbacks à leur valeur faciale par le *Resumption Act* de 1875. Les greenbacks demeurèrent à cours forcé jusqu'en 1879. Mais la déflation monétaire devait faire baisser la prime sur l'or jusqu'à l'annuler par retrait progressif des greenbacks qui n'était compensé qu'à 80 % par une émission de billets nationaux, donc des billets émis par les banques selon la règle du *National Bank Act*. Le 31 mai 1878 la prime sur l'or s'annula. À partir de là, le montant de greenbacks fut définitivement gelé à 346 millions de dollars. Il devint donc interdit d'en émettre de nouveaux. La confiance que les greenbacks allaient pouvoir être progressivement et entièrement retirés permit d'établir la convertibilité or le 1^{er} janvier 1879. Une contraction prolongée de l'offre de monnaie résulta donc du *Resumption Act*. Jointe à la progression de la productivité due à l'essor industriel, elle entraîna la longue déflation du dernier quart du XIX^e siècle (1873-1895).

Cette déflation de longue durée fut émaillée de deux crises financières terribles en 1873 et 1893. À l'automne 1873, une extrême pénurie de réserves en or se produisit. Les banques de l'intérieur aux abois retirèrent massivement leurs dépôts dans leurs correspondantes new-yorkaises. Celles-ci puisèrent dans leurs réserves en greenbacks. Le taux d'intérêt interbancaire passa de 4,5 % en août à 61 % en septembre. La Bourse s'effondra de 20 %. Le Congrès dut dans l'urgence mettre 26 millions de greenbacks en circulation, faisant refluer le taux à 5,5 % en janvier 1874.

Au début de 1893 encore, la crise fut déclenchée par les faillites en chaîne des banques de l'intérieur, alors que les réserves métalliques du Trésor fédéral tombèrent à 100 millions de dollars en avril. À cela s'ajoutait la controverse sur l'argent. Le *Coinage Act* de 1873 avait supprimé la frappe de l'argent. Sur les recommandations d'une commission parlementaire, une loi de 1878 autorisa l'émission de certificats d'argent à cours légal pour pallier l'insuffisance de réserves métalliques dans les crises¹. Mais elle ne rétablit pas le bimétallisme. La querelle sur l'argent reprit dès 1892 et atteignit son paroxysme dans la campagne électorale de 1896². Inquiets de l'érosion des réserves métalliques, les investisseurs étrangers se mirent à retirer leurs avoirs en or. Les réserves d'or se contractèrent jusqu'à 45 millions de dollars, faisant éclater la crise bancaire à New York en juin. John P. Morgan, le pape des banquiers new-yorkais, dut aller négocier un prêt or à Londres pour prêter en retour 65 millions de dollars au Trésor, de manière à remonter le montant de réserves au-dessus du minimum de 100 millions de dollars. Grâce à cet apport, la crise monétaire fut surmontée. Le

1. Le *Bland-Allison Act* de 1878 rétablit la frappe libre de l'argent et ordonna au gouvernement fédéral d'acheter une valeur de 2 à 4 millions de dollars de lingots d'argent au prix de marché et de les frapper en dollars argent.

2. Dans les années 1890, des afflux d'argent firent baisser la valeur de l'argent dans la frappe des pièces. Le conflit politique opposa deux camps : d'un côté les intérêts agraires rassemblés dans le parti des greenbacks qui voulaient conserver le système bimétallique pour créer une inflation qui permettrait aux fermiers de rembourser leurs dettes plus aisément, alors que le pays était plongé dans une longue déflation ; de l'autre les intérêts financiers de l'Est qui plaidaient pour une monnaie forte et l'instauration de l'étalon-or. Le sommet de la controverse fut le célèbre discours du candidat du parti des greenbacks, W. J. Bryan, déclarant que « le peuple américain ne se laisserait pas crucifier sur une croix d'or ».

retour de la croissance et la remontée des prix permirent d'instaurer officiellement l'étalon-or en 1900.

L'émission de billets nationaux n'a donc pas mis fin au lancinant problème de l'inélasticité de l'offre de monnaie, c'est-à-dire à l'incapacité de l'offre de liquidité ultime de s'adapter aux besoins exprimés par les variations de la demande de monnaie dans le cycle économique. La crainte de pénuries de monnaie par la population provoquait des ruées sur les billets qui asséchaient les réserves des banques. Aussi ces dernières conservaient-elles les billets nationaux en réserve, parce qu'ils étaient en forte demande, plutôt que d'en demander le remboursement en métal. Cette pénurie latente suscita la mise en circulation de substituts à la monnaie sous forme de chèques négociables. Il s'agissait de l'invention d'une monnaie parallèle. Ces chèques, payables au porteur, étaient utilisés par les entreprises pour payer leurs employés.

Le *National Bank Act* a échoué dans sa visée de mettre fin à la fragmentation du système bancaire américain. Le *National Bank Act* stipulait que les billets émis par les banques nationales devaient s'échanger au pair. Mais la règle d'émission n'était pas accompagnée d'un système fédéral de compensation règlement. C'est pourquoi le morcellement bancaire se poursuivit au-delà de la côte Est. La situation financière allait empirer et menacer les places financières elles-mêmes.

La crise de 1907 rendit la fragilité bancaire intolérable parce qu'elle déstabilisa la finance de New York en octobre. Avec l'essor industriel, les marchés de titres privés s'étaient développés. Une catégorie d'intermédiaires financiers suscita l'engouement de ceux qui voulaient investir leur épargne. C'étaient les compagnies de trust, sortes de caisses d'épargne non régulées. Elles avaient considérablement grandi en nombre et en taille dans la grande vague d'expansion des premières années du tournant du xx^e siècle. Le 21 octobre, la Knickerbocker Trust Co ne put honorer les échéances de ses engagements auprès des banques de la place de New York³.

3. Pour une étude du rôle des trusts dans la crise de 1907, voir J. R. Moen et E. W. Tallman (2000).

Cela provoqua une ruée bancaire sur ses dépôts et la suspension de ses paiements. Cette entreprise financière n'était pas membre de la chambre de compensation (NYCHA) car, comme la plupart des autres trusts, elle en avait refusé les conditions. Elle ne bénéficia donc pas de l'aide d'urgence de la chambre. Dès le 24 octobre, la contagion s'était propagée à l'ensemble des trusts et des banques. La demande de liquidité interbancaire explosa. Le taux de refinancement bancaire (*call loan rate*) bondit à 100 %. La NYCHA émit des *loan certificates* en gros montants pour ses membres. Mais la ruée sur les dépôts dans les banques de l'intérieur fut telle que les chaînes de faillite provoquèrent une énorme contraction de la liquidité. Une fois de plus, les réserves métalliques s'avèrent dramatiquement insuffisantes. John P. Morgan dut reprendre le bateau pour Londres afin de négocier, chapeau bas, un nouveau prêt d'or...

Cette fois, le traumatisme fut énorme. Au début du xx^e siècle, les États-Unis s'étaient affirmés comme la première puissance industrielle mondiale. Or l'extrême fragilité du système bancaire en faisait un nain monétaire et financier. Il fallait absolument créer un dispositif capable d'émettre une offre de liquidité élastique à la demande dans les crises bancaires. Il fallait que ce dispositif fût national pour couvrir l'ensemble des banques et des intermédiaires financiers gérant l'épargne postulée liquide des acteurs économiques. En outre, la dépendance financière à l'égard de Londres était humiliante pour un pays qui aspirait à la suprématie mondiale. Il fallait faire quelque chose ! C'est pourquoi le *Aldrich-Vreeland Act* du 30 mai 1908 désigna une National Monetary Commission bipartisane et investie de la mission de proposer un système répondant aux questions suivantes : quel degré de centralisation adopter ? Faut-il privilégier une banque centrale unique avec succursales ou une fédération de banques régionales (Le Maux et Scialom, 2007) ?

En dépit du but commun, le péché originel de l'indépendance des États-Unis, c'est-à-dire les aspirations contradictoires à l'autonomie des États et à l'unité fédérale de la nation, qui hante la politique intérieure américaine jusqu'à nos jours, déchira la National

Monetary Commission⁴. Il en résulta un projet républicain et un projet démocrate. Le projet républicain proposé par Aldrich était très décentralisé. Il préconisa une National Reserve Association, qui émettrait de la monnaie en réponse à la demande de billets en contrepartie du réescompte d'effets commerciaux à valeur faciale. Cette institution devait être de droit privé et dirigée par les banques membres. Les réserves du pays seraient centralisées, et la participation au système serait universelle, y compris les trusts. Le projet démocrate était celui du Federal Reserve System : des banques de réserve fédérales (douze districts pour ne pas coïncider avec les États fédérés) semi-autonomes et chapeautées par un Federal Reserve Board. Celui-ci devait être une institution publique. Les banques de réserve fédérales auraient un capital souscrit par les banques membres. Elles pourraient émettre de la monnaie en réescomptant du papier commercial. Elles pourraient aussi faire de l'*open market* et fixer le taux d'escompte. Elles détiendraient les réserves obligatoires des banques membres et feraient la compensation dans leur district. Le projet démocrate l'emporta grâce à la vague démocrate aux élections de 1912, et le *Federal Reserve Act* fut voté, puis signé par le président des États-Unis le 23 décembre 1913.

Les crises hyperinflationnistes du XX^e siècle

L'hyperinflation est un phénomène extrême puisqu'il aboutit à la destruction de la monnaie officielle. Il ne peut y être mis un terme que par une réforme monétaire qui institue de nouvelles règles, donc rétablit la souveraineté de l'État. La monnaie ne disparaît que si elle ne peut plus faire de paiements, donc si son pouvoir d'achat sur les biens s'annule. L'hyperinflation est le processus par lequel ce phénomène se produit localement, c'est-à-dire dans le système monétaire d'une nation particulière.

4. Pour une analyse de ce conflit de doctrines, voir E. Wicker (2005).

LA LOGIQUE HYPERINFLATIONNISTE

Comme on y a beaucoup insisté, tout système monétaire est soumis à l'ambivalence de la monnaie. La liquidité est à la fois le pivot unificateur du système de paiements et un objet de désir privé illimité. Cette contradiction est surmontée par la confiance hiérarchique qui tient en respect le désir d'appropriation immédiate de la richesse liquide. Les crises monétaires sont les situations dans lesquelles cette confiance est rompue.

Pour comprendre comment il peut en être ainsi, rappelons qu'un système de règles monétaires détermine une structure de taux d'intérêt qui oriente la circulation des créances privées, module l'intensité des obligations de paiements et influence la sélectivité de la dévalorisation des actifs. Les crises modifient les conditions de la circulation des dettes et créances dans le temps.

On a vu que ces crises se polarisent sur deux types de situations. L'une est le *système monétaire fractionné* où la liquidité ultime devient tellement rare qu'elle disparaît. Ce sont les crises déflationnistes où le règlement des dettes est problématique. Nous en avons rencontré plusieurs cas dans les épisodes historiques examinés ci-dessus qui étaient marqués par la rareté des métaux monnayés. L'autre est le *système monétaire centralisé à l'extrême* où toute dette est validée par une création de monnaie. Il devient alors impossible de différencier la qualité des actifs. L'hyperinflation a donc pour fondement une centralisation et une reproduction automatique de tous les déficits engendrés par une structure de dettes instable.

En effet, la monétisation systématique centralise les risques et les pertes. Elle évite de les révéler aux agents qui devraient les subir. La non-viabilité de la structure financière n'en existe pas moins. Cependant, au lieu de s'exprimer par la dévalorisation des actifs insolubles, elle se concentre sur l'ambivalence de la monnaie. La monétisation automatique détériore la conservation de la richesse sous la forme de la liquidité. Au lieu d'étendre à l'infini l'horizon prospectif des agents, comme on pourrait le croire si l'on oublie que les dettes circulent dans le but d'être réglées pour

permettre l'appropriation privée des actifs, la monétisation systématique l'anéantit parce que la conservation instantanée de la richesse devient l'unique préoccupation. Tout se passe comme si la comptabilité dans l'unité de compte officielle perdait son sens. Les acteurs privés se mettent fébrilement à la recherche d'une forme de conservation de la richesse. Ils le font de différentes manières selon la position qu'ils occupent dans le système économique.

Une première stratégie est l'indexation interne. Au lieu d'exprimer les prix dans l'unité de compte commune, les offreurs de biens et de services s'efforcent de faire valider par les transactions des prix indexés sur les coûts qu'ils ont pu observer à partir de leurs transactions passées en tant que demandeurs. Mais dans un système monétaire hypercentralisé tout le monde est placé dans les mêmes conditions. Les offreurs sont donc frustrés par des hausses de coûts plus importantes qu'ils ne les avaient calculées. Ils vont réviser leurs évaluations en indexant leurs prix sur la hausse des coûts qu'ils anticipent. Mais ils se retrouvent devant le même problème avec une hausse de prix plus rapide parce que les autres ont fait de même. Il se produit donc une spirale de hausse de tous les prix qui se nourrit d'elle-même. Le point important est que le mouvement de l'ensemble des prix perd tout lien avec les conditions réelles de la production. Il devient à la fois la cause et l'effet d'une spirale qui s'autoentretient de plus en plus vite.

Une seconde stratégie, si le pays n'est pas totalement fermé, est la recherche d'un référent de la valeur qui soit extérieur. Une devise étrangère, c'est-à-dire une monnaie de plein exercice en laquelle on peut avoir confiance, est un refuge idéal pour éviter de voir fondre ses liquidités. En tant que point focal au-delà du jeu des indexations internes, une devise étrangère, si elle est disponible dans un marché de change librement accessible, polarise les anticipations. Le jeu croisé des indexations internes est remplacé par une seule indexation sur une unité de compte de substitution fournie par la devise étrangère. Plus l'indexation des prix intérieurs sur le taux de change de la devise étrangère se généralise, plus la perte de confiance dans la monnaie officielle devient homogène, plus la

valeur de la monnaie nationale en termes de monnaie étrangère diminue et tend vers zéro.

Si les conditions d'accès aux devises étrangères ne sont pas réalisées et si la spirale inflationniste prend de l'ampleur, il est possible que les acteurs économiques recherchent des biens réels qu'ils élisent en quelque sorte comme monnaies de substitution, des biens qui jouent le rôle de la monnaie étrangère, mais qui restent multiples, donc différenciés. Dans cette configuration, on aboutit à une différenciation pathologique de l'espace monétaire. Les transactions se fractionnent en fonction des choix d'utilisation des monnaies particulières de substitution dans différents territoires ou entre différents groupes d'échangistes. C'est ainsi que la monnaie cigarette a été utilisée en Allemagne après l'effondrement du III^e Reich, lorsque la souveraineté avait été anéantie et que les Alliés occupaient le territoire.

L'encadré 5.1. (p. 249) modélise, pour ceux qui sont intéressés par les formalisations mathématiques, les deux processus que sont l'indexation interne et l'indexation sur la devise étrangère. Le résultat fondamental est que la dynamique inflationniste s'autonomise totalement des « fondamentaux » économiques. Contrairement à l'affirmation monétariste, l'inflation n'est pas le reflet de l'accroissement de la quantité de monnaie en circulation. La hausse des prix n'est pas proportionnelle à celle de la quantité de monnaie. Au contraire, la masse monétaire « réelle », c'est-à-dire la masse monétaire nominale divisée par le niveau général des prix, tend vers zéro. L'expansion monétaire est un catalyseur à l'aide duquel la logique autoréférentielle des indexations peut s'enclencher. Ce catalyseur est ce qui jette le doute sur la permanence des règles monétaires, donc détériore la confiance dans la monnaie. Mais, lorsque cette phase s'enclenche, elle ne dépend plus de l'expansion monétaire. Cette phase conduit à la destruction de l'unité de compte, puisqu'elle témoigne d'une défiance dans la souveraineté monétaire instituée. Cependant, il y a bien d'autres catalyseurs possibles : une perte de contrôle des finances publiques, une guerre qui tourne mal (étrangère ou civile) pour le pouvoir en place, un antagonisme social. Dans tous les cas, la logique autoréférentielle

proprement dite est le processus de l'hyperinflation. En ce sens, l'affirmation de Milton Friedman, selon qui l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire, au sens quantitativiste de la relation entre monnaie et inflation, est une contrevérité. Le processus autoentretenu de l'hyperinflation proprement dite, dans laquelle les prix divergent jusqu'à la destruction de l'unité de compte, est une phase au cours de laquelle l'inflation s'accélère jusqu'à l'infini si elle n'est pas stoppée par une réforme monétaire radicale. Elle n'a plus aucun lien avec quelque cause fondamentale que ce soit.

On peut évoquer selon ce schéma théorique quelques hyperinflations célèbres : l'hyperinflation allemande de 1922-1923, l'hyperinflation chinoise de 1947-1948 et les hyperinflations latino-américaines des années 1980.

L'HYPERINFLATION ALLEMANDE DE 1922-1923

Après la Première Guerre mondiale, la convertibilité métallique a disparu plus ou moins vite selon l'ampleur des dégâts dans les pays belligérants. Le pays le plus affecté était l'Allemagne à laquelle le traité de Versailles imposa un absurde tribut appelé « Réparations » (Keynes, 1920). S'ajoutant aux destructions massives de la guerre et à l'amputation à la fois de ses colonies et d'une partie de son territoire, ce tribut allait détruire la société impériale, déclencher la guerre civile et déchaîner l'hyperinflation⁵.

Comme indiqué théoriquement ci-dessus, l'hyperinflation allemande a connu deux phases.

La première phase va de 1920 à l'été 1922. Celle-ci peut être décomposée en sous-périodes qui sont caractérisées chacune par un événement politique qui modifie la confiance dans la monnaie (tableau 5.1.). Après la très forte accélération de l'inflation suivant le traité de Versailles, le gouvernement de droite installé au pouvoir par un putsch tenta une politique déflationniste classique. Mais

5. L'hyperinflation allemande a fait l'objet d'innombrables analyses. Pour une synthèse dans la conception de la monnaie adoptée dans ce livre, voir A. Orléan (2007).

ENCADRÉ 5.1.

LA LOGIQUE INFLATIONNISTE AUTOENTRETENUE

Anticipations adaptatives

La demande réelle de monnaie est fonction décroissante de l'anticipation de l'inflation :

$$\log\left(\frac{M}{p}\right)_t = -\alpha\pi_t^a$$

L'anticipation d'inflation est révisée à la hausse lorsque l'inflation observée dépasse l'inflation anticipée :

$$\frac{d\pi^a}{dt} = \beta\left(\frac{d\log p}{dt} - \pi^a\right)$$

Différenciation de la demande de monnaie :

$$-\frac{1}{\alpha}\left(\frac{d\log M}{dt} - \frac{d\log P}{dt}\right) = \frac{d\pi^a}{dt}$$

En utilisant l'équation de la révision des anticipations d'inflation, on trouve :

$$\beta(\log P - \log M) = \frac{d\log M}{dt} - (1 - \alpha\beta)\frac{d\log P}{dt}$$

$$\frac{\partial}{\partial P}\left(\frac{d\log P}{dt}\right) = \frac{-\beta}{1 - \alpha\beta}\left(\frac{1}{P}\right)$$

Un changement de phase existe entre l'inflation alimentée par la croissance de la masse monétaire (régime monétariste) si $\alpha\beta < 1$ et l'inflation autoréférentielle, mue par la seule logique des anticipations, si $\alpha\beta > 1$.

Indexation sur le change

Les anticipations d'inflation se forment sur le marché des changes : $\pi_t^a = \log \hat{e}_t - \log e_t$, où e_t est le taux de change spot et \hat{e}_t l'anticipation du taux de change futur. Les anticipations sont guidées sur le marché des changes par un point focal \bar{e}_t tel que : $\log \hat{e}_t = E_t \log e_{t+1} = a + \beta \log \bar{e}_t$

La demande de monnaie est :

$$\log\left(\frac{M}{p}\right)_t = -\alpha\pi_t^a = -\alpha(\log \hat{e}_t - \log e_t) = -\alpha(\beta \log \bar{e}_t - \log e_t + a)$$

Différencions la demande de monnaie :

$$-\frac{1}{\alpha}\left(\frac{d\log M}{dt} - \frac{d\log P}{dt}\right) = \frac{d\pi^a}{dt} = \beta \frac{d\log \bar{e}_t}{dt} - \frac{d\log e_t}{dt}$$

Dans un processus hyperinflationniste, les évolutions nominales sont beaucoup plus grandes que les variations réelles. On peut négliger ces dernières et admettre la parité de pouvoir d'achat (PPA) relative :

$$\frac{d \log P}{dt} = \frac{d \log e}{dt}$$

C'est le marché des changes qui guide la révision des anticipations d'inflation :

On en déduit la dynamique de l'inflation :

$$\frac{d \text{Log} P}{dt} = \frac{1}{1+\alpha} \frac{d \text{Log} M}{dt} + \frac{\alpha \beta}{1+\alpha} \frac{d \log \bar{e}_t}{dt}$$

Selon que $\beta < 1+1/\alpha$ ou $\beta > 1+1/\alpha$ on retrouve les deux régimes inflationnistes, l'un dirigé par la croissance monétaire, l'autre autoréférentiel.

l'appréciation du mark par rapport au dollar fut beaucoup plus forte que la baisse des prix intérieurs. La perte de compétitivité détériora les comptes extérieurs, montrant à tous que les réparations ne sauraient être honorées. « Qui va payer ? » devint une question qui déchaîna la lutte sociale car aux réparations s'ajoutait la dette publique interne. L'inflation et la dépréciation du Reichsmark commencèrent leur spirale conjointe.

La spéculation sur le Reichsmark provoqua sa sous-évaluation, laquelle stimula à la fois la production et l'inflation. L'expansion monétaire entraîna des taux d'intérêt réels négatifs, une forte demande de crédit et une érosion des salaires réels. Il s'agit dans cette phase d'une expansion monétaire conduisant à une instabilité financière « classique ». Les anticipations euphoriques de progression des ventes des entreprises allemandes sur les marchés mondiaux entraînèrent des investissements d'extension excessifs. La suraccumulation de capital se manifesta par des problèmes de trésorerie pour financer les stocks excessifs. Les cours des titres plongèrent, rendant les actifs illiquides.

À partir de juin 1922, date marquée par l'assassinat de l'industriel Walter Rathenau et, jusqu'à juin 1923, les agents privés mirent en circulation des monnaies de substitution utilisées par les entreprises et les municipalités pour payer leurs salariés et fournir

les aides aux chômeurs. Cela n'empêcha pas une pénurie alimentaire extrême. L'été 1922 fut le moment crucial où la structure financière se transforma. Les effets commerciaux furent transférés massivement à la banque centrale. Les banques commerciales devinrent de pures courroies de transmission entre les entreprises et la banque centrale. Les dettes privées furent systématiquement refinancées. Le système monétaire devint entièrement centralisé. Le taux d'intérêt réel plongea à des niveaux négatifs extrêmes, tandis que la couverture fiscale des dépenses publiques s'effondra. L'indexation généralisée se mit en route, nourrie par la spirale de hausse des prix et des salaires.

La valeur réelle des dépôts fondit, et le marché monétaire privé disparut. L'industrie se concentra verticalement pour économiser les moyens de paiements monétaires et acquit des banques pour avoir directement accès au refinancement de la Reichsbank. À ce stade, le Reichsmark commença à être remplacé par le dollar dans les bilans des banques. À l'actif, elles achetèrent des devises en conséquence de la spéculation sur le marché des changes. Au passif, elles reçurent des prêts en devises des banques étrangères, surtout américaines. La spéculation s'emballa et convergea sur le dollar qui devint l'unité de compte pour les agents économiques liés au commerce international. Le dollar devint surtout la liquidité ultime, la marchandise-capital par excellence. Pour les agents économiques sans liens directs avec l'étranger, la crise de la monnaie de compte se manifesta par des « innovations comptables ». On chercha à faire reconnaître socialement des comptabilités privées hétérogènes, prétendument « à valeur constante ».

C'est en juin 1923 que débuta la phase autoréférentielle purement endogène de l'hyperinflation. Cette phase détruisit la monnaie sans coup férir. En novembre 1923, la quantité de monnaie centrale exprimée en valeur réelle ne représentait plus que 1,6 % de son montant de 1914 à la déclaration de guerre ! En août 1923, le gouvernement tenta une ultime manœuvre en émettant un emprunt en mark-or, libellé en petites coupures. Mais ces billets furent immédiatement thésaurisés. Il y eut donc disparition du mark organisée

par l'État lui-même. Pendant cette ultime phase, tout agent économique qui ne pouvait pas indexer ses revenus sur l'anticipation future de hausse des prix était instantanément ruiné.

L'expansion monétaire a donc érodé la confiance dans la liquidité ultime, c'est-à-dire la fonction de réserve de la monnaie, jusqu'à sa destruction complète.

L'étape finale de l'hyperinflation se réalisa par la transformation des circuits de paiements et la disparition du Reichsmark en tant que moyen de circulation. À partir de l'été 1923, le chaos monétaire était total. Une multitude de signes monétaires hétéroclites au pouvoir d'achat incertain circulait. *La crise monétaire avait atteint son stade ultime parce qu'elle était devenue crise de la souveraineté de l'État.* Les grands groupes se sont intégrés verticalement. Les circuits d'échanges locaux ont utilisé des substituts monétaires sans règles de convertibilité entre eux, provoquant une anarchie monétaire. Une coupure s'établit entre les villes et les campagnes, provoquant une rétention de produits agricoles. En conséquence, l'activité économique s'effondra. *L'hyperinflation nominale est aussi une hyperdéflation réelle* en totale contradiction avec la théorie quantitative de la monnaie et sa neutralité monétaire sur l'économie réelle.

Pourquoi et comment l'hyperinflation s'arrête-t-elle ? Tel un gigantesque incendie, elle s'arrête lorsqu'elle n'a plus rien à consommer. L'anéantissement de la dette publique interne, car libellée en Reichsmarks, supprime un enjeu crucial du conflit social. L'indexation généralisée et instantanée de tous les prix et les revenus empêche de tirer des avantages réels supplémentaires. L'horizon économique est devenu nul, et le passé ne lègue plus de valeur. Seul existe l'instant présent, d'où le télescopage entre inflation anticipée et inflation réalisée. Enfin, le pouvoir s'est déplacé décisivement en faveur de la bourgeoisie industrielle, ce qui permet d'imposer une solution politique.

Car sortir de la crise impliquait de reconstruire un système hiérarchisé sur la base d'une nouvelle unité de compte unificatrice par polarisation de la confiance collective et d'instituer de nouvelles règles d'émission. C'est un processus politique. Une réforme

monétaire ne peut réussir que si elle agrège suffisamment d'intérêts pour gagner une suprématie politique.

Tableau 5.1. Les 7 phases de l'inflation allemande

Phases	Prix de gros (% variation mensuelle)	Dollar (% variation mensuelle en mark-papier)*
Août 1914-novembre 1918 (armistice)	1,7	1,1
Novembre 1918-juillet 1919 (traité de Versailles)	4,7	9,2
Juillet 1919-février 1920 (putsch de droite exclut le SPD du pouvoir)	25,4	31,0
Février 1920-mai 1921 (ultimatum de Londres)	- 1,7	- 4,0
Mai 1921-juin 1922 (assassinat de Rathenau)	14,0	13,5
Juin 1922-juin 1923 (explosion inflationniste)	60,0	62,8
Juin 1923-novembre 1923 (fin de l'hyperinflation)	3 171	2 783

* la valeur du dollar était de 4,2 marks-or.

Source : tableau construit à partir de M. Aglietta et A. Orléan (1982, p. 188-189). Données tirées de C. Bresciani-Turroni (1937).

Au plan interne, la nouvelle banque centrale, la Rentenbank, émettant une nouvelle monnaie, le *rentenmark*, a été le résultat d'une alliance d'intérêts agraires, industriels et financiers. Les détenteurs de rentenmarks se voyaient octroyer une garantie de conversion en titres de rente libellés en marks-or et procurant un intérêt de 5 %. Bien entendu, cette conversion était illusoire si elle devait être réalisée en masse. Elle ne pouvait fonctionner comme catalyseur de confiance que si elle n'était pas exercée ! En effet, le *rentenmark* a été instantanément stable et l'est resté. L'essentiel était le changement de la règle d'émission de la monnaie, c'est-à-dire l'interdiction faite à la Rentenbank de financer l'État. Mais cette règle extrême n'était rendue possible que par une solution internationale.

La solution, qui ultérieurement aura des conséquences dramatiques dans la Grande Dépression, refonde la règle monétaire pour faire de la banque centrale un moyen de réinsertion du capitalisme allemand dans les relations internationales. Les deux piliers du système monétaire, la dette publique et la banque centrale, passent sous contrôle étranger. La dette en dollar issue des Réparations est restructurée en 1924 par le plan Dawes. La banque centrale acquiert une autonomie juridique vis-à-vis du gouvernement et est placée sous tutelle internationale. Les finances publiques internes sont subordonnées à la gestion de la monnaie. En vérité, le rentenmark, prétendument garanti sur l'ensemble de la propriété foncière, l'était par le capital étranger grâce à un afflux de prêts américains qui permit de rebâtir le passif des banques allemandes.

On retrouve toujours la même constante. Un système monétaire se construit sur une souveraineté. En l'espèce, celle-ci était très fragile car largement transférée à l'étranger. Hitler allait en faire un formidable moyen de propagande dans la construction du parti nazi. Voyons maintenant comment une autre hyperinflation a été éradiquée par un changement de souveraineté radical.

L'HYPERINFLATION CHINOISE DE 1947-1948

En 1945, à la fin de la guerre de libération antijaponaise qui avait vu l'alliance de circonstance entre le Guomindang dirigé par Tchang Kaï-chek et les forces communistes menées par Mao Zedong, la guerre civile se ralluma. La souveraineté du Guomindang était largement illusoire. La situation économique était catastrophique : épargnes asséchées, campagnes en révolte, impôts irrécouvrables ou détournés par les collecteurs.

La monétisation du déficit public était systématique pour payer les fonctionnaires et les militaires et pour financer les dépenses de la guerre civile. La spéculation sur l'or et le dollar se déchaîna. Les banques étrangères et les propriétaires fonciers liquidèrent leurs actifs, les convertissaient en dollars et les transféraient à Hong Kong. Les détenteurs de revenus gagnés sur le déficit public

faisaient de même. Dans ces conditions, la banque centrale ne pouvait enrayer ni la hausse du prix de l'or ni celle du dollar qui étaient fortement corrélées par la double spéculation. En avril 1948, toutes les réserves en devises de la banque centrale étaient anéanties. Les prix de gros et celui du dollar augmentaient de 200 % par mois.

En août 1948, le gouvernement tenta une réforme monétaire pour rétablir la monnaie sur base or : un yuan or fut échangé contre trois millions d'unités monétaires anciennes. Le gouvernement imposa aux détenteurs privés de métaux précieux et de devises de les échanger contre les nouvelles unités monétaires. Il reconstitua ainsi des réserves en or, argent et devises pour couvrir une tentative de blocage des prix. Mais, la guerre civile évoluant défavorablement, le déficit atteignit 75 % des dépenses publiques. L'or étant interdit d'échanges privés, une spéculation se déclencha sur les matières premières en novembre 1948, montrant que la population refusait les nouvelles unités monétaires, et le gouvernement lui-même fut forcé de payer ses dépenses en dollars. En mai 1949, avec l'avancée décisive des forces communistes, le yuan or ne valait plus rien.

C'est le changement radical de souveraineté qui réalisa la réforme monétaire. Le pouvoir communiste émit une monnaie nouvelle dans chaque zone conquise. Il décida que l'ancienne monnaie pouvait être convertie à un taux donné jusqu'à une certaine date. Ensuite, elle ne valait plus rien. L'unification monétaire se fit par fusion des instituts d'émission de zones pour former la banque centrale de la République populaire de Chine, laquelle racheta les monnaies régionales à parité stricte. À la déclaration de la fondation de la République populaire, le 1^{er} octobre 1949, l'unification était réalisée.

Le pouvoir communiste prohiba l'usage de l'or et des devises comme unités de compte et moyens de paiements, et réprima violemment les marchés noirs. Mais il laissa la détention libre de ces actifs, tout en offrant des taux de conversion très favorables à ceux qui voulaient les changer. Quant à l'inflation et au déficit budgétaire, ils ne purent être résorbés que progressivement ; car il fallait organiser la survie de millions de fonctionnaires et de soldats transfuges du régime antérieur. Pour geler les liquidités,

le gouvernement créa un dépôt d'épargne en valeur réelle. Il était défini par un panier de 3 kilos de riz, 750 grammes de farine, 1,3 mètre de coton et 8 kilos de charbon. Ce panier était réévalué en monnaie de compte tous les dix jours.

Le succès de ces émissions de titres d'épargne fut massif. Il en résulta une contraction de monnaie en circulation qui ralentit, puis stoppa l'inflation en mars 1950. À partir de ce moment, un contrôle des finances publiques fut instauré. En fin d'année 1950, le budget était équilibré. En même temps, une centralisation bancaire totale sous le contrôle du pouvoir politique fut établie : une seule source de crédit, un seul centre de compensation, une supervision directe de toutes les transactions en monnaie scripturale.

LES INFLATIONS LATINO-AMÉRICAINES DES ANNÉES 1970-1990

Entre les années 1970 et la fin des années 1990, les économies latino-américaines connurent de nombreux déboires monétaires et financiers : crises de la dette, crises de change, crises bancaires, mais aussi crises hyperinflationnistes. Le Pérou, la Bolivie et le Nicaragua représentèrent, à la fin des années 1980, les épisodes les plus aigus, avec des taux d'inflation à cinq chiffres. Les cas du Chili, du Brésil et de l'Argentine méritent une attention particulière car ils soulignent le mieux l'importance du conflit redistributif à partir duquel vont se nouer les tensions hyperinflationnistes et leur caractère autoréférentiel. Le pouvoir de marché des firmes, la cible de salaire réel des firmes et celle des travailleurs, ainsi que le pouvoir de négociation des syndicats ont été les facteurs essentiels de la répercussion ou non de la hausse des coûts anticipés par les offreurs de biens et de services, à l'origine de la spirale hyperinflationniste⁶. En réalité, on retrouve ici une configuration ancienne bien connue, mise en évidence par Kalecki (1962) ou Robinson (1960) : l'hyperinflation est la conséquence d'un violent conflit de répartition, la présence de mécanismes d'indexation

6. Pour une analyse récente de l'hyperinflation argentine, voir J. Marie (2014).

et la fuite brutale devant la monnaie nationale au profit d'un substitut (devise).

L'accélération de l'inflation commença au Chili, en 1973, dans la dernière année de la présidence Allende, avant le coup d'État militaire de Pinochet. Le déficit public, y compris celui des entreprises, ne fit que croître avec la forte hausse des salaires et des charges sociales, les prix administrés, la chute rapide de la productivité et la désorganisation des circuits commerciaux. Le déficit fut financé par des avances de plus en plus massives de la banque centrale. La spéculation se déchaîna sur tout ce qui échappait à l'étatisation : devises étrangères, biens immobiliers, biens de luxe. L'hyperinflation n'alla pas aux extrêmes de la destruction complète de la monnaie parce que l'instauration de la dictature supprima le conflit social dans le sang. Mais, dans les derniers mois de la présidence Allende, elle entra sans conteste dans la phase autoréférentielle. En effet, l'indice du coût de la vie fut multiplié par 100 en quatre ans, tandis que la masse monétaire réelle perdait 70 % de sa valeur en deux ans. Les avances monétaires à l'État furent multipliées par plus de 100 en quatre ans. Le crédit privé prit la relève ensuite.

Après le coup d'État, il y eut à la fois restructuration de la dette publique et effondrement du revenu réel des salariés et des paysans. L'effet macroéconomique fut drastique. 1975 fut une année de dépression : chute de 13 % du PIB et de 30 % de la production industrielle, inflation annuelle à 375 %. L'axe de la politique économique du gouvernement fasciste, inspiré par les *Chicago Boys*, était la reprivatization du système financier et la liquidation du secteur public de production. Jusqu'à juillet 1975, les banques restèrent prises dans un carcan réglementaire étroit. Cela laissa le champ libre à l'innovation financière. Des compagnies financières surgirent qui empruntèrent aux ménages riches et placèrent des fonds dans des titres à très court terme et à des taux d'intérêt réels très élevés.

Ce fut le moment crucial qui changea radicalement la structure de la propriété. Ceux qui étaient capables d'emprunter en devises allaient centraliser le pouvoir financier. La médiation passait par

les compagnies financières pour prendre le contrôle des banques. Les nouveaux titres de propriété se valorisèrent rapidement, tandis que les dettes envers l'État se dévalorisèrent tout aussi vite parce qu'elles étaient indexées sur l'indice du prix à la consommation maintenu à un niveau artificiellement bas par le contrôle des prix. Toutefois, le levier essentiel du transfert de propriété fut le crédit international qui était attiré par les taux d'intérêt élevés et par la valorisation très rapide des nouveaux titres de propriété. L'endettement privé prit une place de plus en plus grande dans la dette extérieure du Chili, de 16 % du total en 1974 à 41 % en 1979.

Les compagnies financières avaient joué leur rôle de relais et déclinèrent. Les banques devinrent les centres du pouvoir financier. L'écart entre les taux payés par les banques chiliennes sur les eurocrédits et les taux internes très élevés laissait une marge d'intermédiation énorme, d'autant plus que les entrées massives de capitaux stabilisèrent le peso. Les clients des banques étaient les entreprises publiques, clients forcés parce que l'État leur refusait à la fois le financement budgétaire et celui de la banque centrale ; c'étaient surtout les entreprises appartenant à des groupes financiers internationaux.

L'essentiel n'était toutefois pas cette fonction d'intermédiation. C'était le crédit que les banques obtenaient de l'étranger pour leur propre compte dans une transformation à l'envers. Les banques obtenaient des eurocrédits à moyen terme et prêtaient sur des opérations financières spéculatives à très court terme. Le processus s'autoentretenait parce que les entrées de capitaux surévaluèrent le peso, créant un déficit extérieur courant qui requérait de nouvelles entrées de capitaux. Le risque d'emprunter en devises devint de plus en plus élevé. C'est pourquoi le renversement de la politique monétaire américaine en octobre 1979, qui allait provoquer une récession mondiale et une baisse catastrophique du prix des matières premières, devait entraîner une dévaluation dévastatrice du peso.

La conjonction des taux d'intérêt internationaux prohibitifs et du contre-choc pétrolier dû à la récession provoquée par le changement radical de la politique monétaire américaine relança

des crises dans l'ensemble des pays producteurs de matières premières au début des années 1980. Le Mexique inaugura à partir d'août 1982 le chapelet des crises latino-américaines.

Le Brésil a connu une forte inflation au cours des années 1980 que les plans monétaires successifs n'ont pu endiguer. L'hyperinflation à quatre chiffres est apparue à partir de 1989 et n'a disparu qu'après l'activation du plan Real, lancé le 1^{er} juillet 1994. Au-delà de la lutte contre l'hyperinflation, le plan Real incluait un vaste programme de réformes structurelles. En réalité, les mesures contre l'inflation furent activées dès 1993 avec le Programme d'action immédiate (PAI) formulé par le ministre de l'Économie Fernando Henrique Cardoso. Ce programme de stabilisation comprenait quatre volets : 1) une politique rigoureuse de consolidation budgétaire ; 2) l'introduction d'une nouvelle unité de compte monétaire, l'URV (*Unidade Real de Valor*), laquelle facilita le passage à la désindexation et à l'instauration ultérieure d'une nouvelle monnaie stable, le real ; 3) l'augmentation des taux d'intérêt ; 4) un contrôle du taux de change et la libéralisation des prix des importations.

La réforme monétaire reposait sur une prise en considération du caractère inertiel de l'inflation et de l'acceptation implicite du processus autoréférentiel de l'hyperinflation. Selon ses promoteurs, la spirale hyperinflationniste était alimentée par la révision quotidienne des prix à partir des évolutions, d'une part, des indices des prix internes et, d'autre part, du taux de change. Puisque les contrats étaient ajustés selon différents indices et non pas d'une manière synchronisée, il y avait toujours un déséquilibre des prix relatifs et, par conséquent, une forte pression inflationniste. Il convenait donc, en premier lieu, de mettre fin au conflit de répartition nourri par des indexations séquentielles des prix et des salaires sur des périodes de plus en plus courtes.

Pour briser l'effet de circularité, un indice unique fut adopté : toute l'économie fut indexée sur la nouvelle unité de compte, l'URV, un indice dont la valeur en cruzeiros était déterminée quotidiennement en fonction du taux de change. Concrètement, tous les prix étaient définis en URV et en cruzeiros, mais seuls ces derniers

pouvaient être utilisés dans les paiements. En juillet 1994, le schéma bimonétaire laissa la place à la nouvelle monnaie, le real, qui rencontra un succès rapide. Le premier mois du real connut une inflation de 4 % seulement.

Si ce mécanisme monétaire constitua le socle de la stabilisation monétaire, il convient aussi de souligner le rôle des autres mesures. La forte hausse des taux d'intérêt a favorisé l'afflux massif de capitaux étrangers, en particulier le rapatriement de capitaux détenus à l'extérieur par les oligarchies brésiliennes. L'appréciation du taux de change de la nouvelle monnaie qui s'ensuivit fut largement entretenue par le gouvernement, pour deux raisons. D'une part, elle exerçait une pression à la baisse des prix des biens importés, contribuant ainsi à limiter l'inflation importée. Et, d'autre part, elle enrayait les anticipations autoréférentielles sur le change, habituées jusque-là à une perpétuelle dépréciation de la monnaie brésilienne.

Une autre raison de l'efficacité du plan Real réside dans la volonté permanente de faire reposer la réforme sur des bases consensuelles et participatives. Le plan Real fut soumis à l'appréciation de l'ensemble des acteurs socio-économiques. Sa mise en place n'occasionna aucun gel des prix, aucune confiscation de biens ou de l'épargne et aucune rupture des contrats existants. Malgré ses inconvénients, le plan Real a réussi à mettre fin à l'amorce de l'hyperinflation.

Deux autres pays se distinguent par le caractère ultra-radical de la stratégie de sortie de la spirale hyperinflationniste : l'Argentine et l'Équateur. Ces deux pays ont en commun d'avoir recouru à un ancrage externe dur (*hard peg*) pour sortir du chaos monétaire. L'Argentine a expérimenté de nombreuses crises de confiance monétaire. Elles trouvent toutes leurs origines dans la difficulté à établir un compromis pérenne sur la répartition des revenus, dans la paralysie politique en raison d'une succession de coalitions politiques fragiles et dans la répétition de réformes monétaires engagées brutalement et sans concertation⁷. C'est pour dépasser ces écueils que l'Argentine adopta une réforme monétaire simple

7. Sur ce point, voir J. Marques-Pereira (2007).

et crédible, à travers la loi de convertibilité, en 1991 : l'objectif principal était de rendre tout nouveau peso émis strictement équivalent à un dollar. Le régime de caisse d'émission (*currency board*) instaura une règle monétaire garantissant la convertibilité au pair à travers la couverture intégrale de la base monétaire par des réserves en dollar. Pour asseoir la crédibilité de cette règle, la loi de convertibilité fut inscrite dans la Constitution. La stratégie de la convertibilité garantie s'avéra payante. En quelques mois, on assista à un relâchement des tensions hyperinflationnistes.

Le second cas est plus extrême encore : en 2000, l'Équateur décida d'abandonner purement et simplement sa monnaie nationale et d'instaurer la dollarisation intégrale de son économie. Ce choix radical était motivé par l'incapacité des autorités équatoriennes à reconstruire la confiance dans la monnaie après la grave crise financière et le début d'hyperinflation qui engageaient le pays sur la voie d'une instabilité politique dévastatrice. Il s'agit là d'un choix intéressant pour l'analyse du rapport de la monnaie à la souveraineté : en définitive, la dollarisation équatorienne a consisté, pour le gouvernement équatorien, à tenter de reconquérir la souveraineté politique perdue au plan interne en abandonnant les derniers attributs de la souveraineté monétaire et donc de la souveraineté politique externe. Cette stratégie, en apparence paradoxale, allait au-delà du simple ancrage à un référent de valeur externe. Contrairement au *currency board* argentin, la monnaie nationale avait disparu, et les ressorts de la légitimité et de la confiance étaient transférés sur le dollar.

Malgré certaines résistances, notamment de la part des populations indigènes, le passage à la dollarisation en Équateur fut rapidement accepté par la population du fait de son efficacité à neutraliser le processus hyperinflationniste et à ancrer de nouveau les anticipations sur des bases solides. Mais, à l'instar du cas argentin, cette efficacité désinflationniste n'est pas sans contraintes majeures. Dans les deux cas, *currency board* et dollarisation, la dynamique de croissance reste dépendante des entrées nettes de capitaux, et la banque centrale n'est pas en mesure d'assumer les prérogatives habituelles en matière de *central banking* (Ponsot,

2015a) : aucune action d'envergure n'est possible sur les taux d'intérêt, et la fonction de prêteur en dernier ressort est limitée, ce qui fragilise le système bancaire (Ponsot, 2007). La sortie en catastrophe du *currency board* de l'Argentine, à la suite de la crise de 2001, a montré le caractère périlleux, à long terme, de cette stratégie radicale visant à enrayer le processus autoréférentiel de l'hyperinflation à partir d'un *hard peg*.

*La libéralisation de la finance
et le retour en force des crises financières
dans les trois dernières décennies du XX^e siècle*

Une grande diversité d'épisodes de crises financières a frappé les banques, les marchés d'actifs et de changes, dans les pays développés comme dans les pays émergents. Ces crises apparaissent avec la globalisation financière contemporaine. Ce n'est pas l'objet de ce livre d'en faire une recension complète, ce que le Fonds monétaire a fait avec de gros moyens d'investigation. On cherche ici à dégager des éléments de logique commune en s'intéressant particulièrement au rôle de la monnaie.

Les crises financières ont entraîné des interventions publiques dont les coûts budgétaires ont été très élevés surtout dans les cas de crises bancaires. Pour 34 pays et pour une durée de trente ans (1970-2000), le FMI a calculé que le coût budgétaire a été de 12,8 % du PIB en moyenne pour les pays développés et de 14,3 % pour les pays émergents. Il existe des cas extrêmes. La crise asiatique a coûté 50 % du PIB à l'Indonésie, 34 % à la Thaïlande et 27 % à la Corée. Pour les crises latino-américaines, le coût a été de 42 % au Chili et de 22 % en Uruguay en 1981.

Certes, les coûts sont plus faibles dans les pays développés lorsqu'ils sont rapportés au PIB : 3,2 % aux États-Unis en 1981-1982, mais 8 % en Suède et 15 % en Finlande en 1991. Dans la plupart des crises, la contagion a joué un grand rôle : crise de change du SME (1992-1993), crise obligataire (1994), crise boursière (2001-2002)

dans les pays développés ; mais aussi crise asiatique (1997-1998), crise mexicaine (1994-1995), crise russe (1998) dans les pays émergents et en transition.

CRISES DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS

Les banques jouent toujours un rôle crucial dans la propagation des crises, même si elles n'en sont pas à l'origine. Dans les crises boursières, la contagion découle de l'inquiétude sur la liquidité du marché à la suite d'une baisse initiale des cours qu'elle qu'en ait été la raison. Ainsi, le 19 octobre 1987, le marché de Wall Street s'effondra de 22,6 % sous l'effet d'ordres de vente atteignant 600 millions de titres. La baisse s'est répercutée sur le marché à terme de Chicago et y a provoqué des appels de marge massifs. Pour que le marché boursier continue de fonctionner, les arbitragistes, c'est-à-dire les maisons de titres, doivent avancer des crédits énormes à leurs clients pour leur permettre de tenir leurs positions. Ainsi, le 20 octobre à l'ouverture, la tension sur la liquidité était extrême. Kidder Peabody et Goldman Sachs durent avancer 1,5 milliard de dollars en deux heures ! On saisit le rôle crucial de ces teneurs de marchés. Ils ont eux-mêmes besoin d'énormes montants de liquidités pour financer les positions en contrepartie de l'avalanche des ordres de vente pour qu'un prix plancher soit trouvé. C'est la précondition pour que les spéculateurs se portent de nouveau acheteurs.

Mais les banques commerciales étaient inquiètes de la fragilité financière des firmes teneurs de marché et donc réticentes à leur prêter. Le système de règlement des titres était mis en péril par l'éventuelle faillite d'une de ces firmes. L'intervention en dernier ressort de la Fed fut décisive pour stabiliser le marché en encourageant les banques à prêter 7,7 milliards de dollars aux teneurs de marché les 20 et 21 octobre.

La Bourse n'est pas le seul marché vulnérable à l'assèchement de la liquidité. L'effondrement mondial des marchés obligataires en 1994 fut un événement spectaculaire de contagion internationale

entre marchés. À son tour, cette crise précipita la crise mexicaine. Elle fut initiée par un resserrement non anticipé de la politique monétaire américaine en février 1994. Cet événement prit le marché à revers. En effet, fin 1993, l'opinion de marché était que les taux allaient baisser. Cette anticipation avait suscité la prise de positions longues par les investisseurs institutionnels. Ces positions étaient financées par des crédits à court terme, des contrats à terme et des swaps de taux. Comme les leviers d'endettement qui finançaient l'acquisition des titres à long terme étaient des emprunts à court terme, il y avait une exposition massive au risque de taux, due à la discordance des échéances, sur les marchés obligataires américains.

Lorsque la Fed a relevé son taux directeur, les investisseurs se sont précipités pour fermer leurs positions afin de ne pas avoir à renouveler leurs dettes à des taux plus élevés et de ne pas subir des appels de marge supplémentaires. Il en résulta une vente massive d'obligations qui éleva les taux longs de 300 points de base en quelques semaines. Encore une fois, ce phénomène résulte d'une détérioration de la liquidité de marché à cause des pertes en capital qui ont suivi le retournement des prix. L'interconnexion internationale des marchés a joué un rôle essentiel dans la propagation. *En multipliant les instruments de gestion des risques, on crée des marchés plus fragiles.* En effet, on multiplie les marchés dérivés dont certains sont des maillons faibles, car peu liquides avec des arbitragistes très concentrés. C'est pourquoi le risque se propage en se reportant entre segments de marché. On peut en tirer la conclusion qu'il existe une réticence à fournir la liquidité en situation de stress, surtout sur des marchés de gré à gré sans mécanismes de compensation et sans agent central de règlement. *Il peut donc coexister une liquidité macroéconomique abondante et une liquidité de marché insuffisante du fait des asymétries d'information et des risques de contreparties.*

Les crises bancaires sont les plus graves parce qu'elles touchent le cœur du fonctionnement du système monétaire. Elles montrent à quel point la loi du reflux ne suffit pas à assurer sa stabilité. Trois catégories de crises bancaires découlent de la contagion. Les crises originelles sont les paniques provoquées par la conversion

des dépôts en espèces. Elles sont, en principe, normalement évitées par l'assurance des dépôts. On a vu qu'il n'en était rien dans de nombreux cas récents : la ruée sur les dépôts de la banque britannique Northern Rock en septembre 2008 et bien plus récemment les crises bancaires au sein de la zone euro à Chypre et en Grèce. Un deuxième type de crise découle des défauts de règlement dans les paiements interbancaires. En principe, celles-ci seraient également évitées si tous les systèmes fonctionnaient par règlement brut en monnaie banque centrale jouant le rôle de chambre de compensation. Mais tous les systèmes sont loin d'obéir à ce schéma, notamment pour le règlement des titres financiers et des produits dérivés. Enfin et surtout, le troisième type de crise provient de la détérioration de la qualité des créances bancaires. Car cela se répercute sur les engagements croisés des banques. Comme ces engagements forment système, il devient impossible de distinguer les banques saines des banques fragiles. Celles-ci deviennent réticentes à continuer de s'ouvrir des lignes de crédit réciproques. C'est ainsi que le marché interbancaire international s'est gelé dès la mi-août 2007, obligeant les banques centrales à une intervention coordonnée en dernier ressort. Mais le marché interbancaire ne s'est pas vraiment remis, et sa paralysie est devenue bien plus grave après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

La déréglementation financière des années 1980, en ouvrant la transition vers la finance de marché, a accru la fragilité des banques dans tous les pays. En effet, l'énorme essor des transactions sur titres a été financé par des leviers de dettes fournies par le crédit bancaire qui se sont avérés excessifs à de multiples reprises. Car les erreurs d'appréciation sur les mouvements des prix des actifs se sont traduites par des sous-évaluations massives du risque de crédit, une insuffisance de provisions, des fonds propres inadéquats, des distorsions d'échéances entraînant une exposition indue aux variations de taux courts. Bref, une gestion calamiteuse des banquiers.

Ainsi les créances douteuses se sont-elles accumulées dans le boom immobilier des États-Unis à partir de 1987. La remontée des taux courts en 1989 a déclenché la crise bancaire. La restructuration

a été longue et a requis une nouvelle loi, FDICIA (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act*), adoptée en 1991, dont l'objectif était de fournir une légitimité renforcée au superviseur bancaire pour forcer les banques à gérer correctement leurs risques. L'idée essentielle est l'obligation faite au superviseur de recourir à l'action corrective précoce, donc à détecter les banques fragiles et à les forcer à accroître leurs fonds propres ou à les restructurer avant qu'elles ne tombent en faillite. Ce dispositif a montré son efficacité pour restructurer ou fermer des banques régionales en limitant les pertes dans la crise aiguë de l'automne 2008. Mais il ne s'appliquait ni aux banques d'affaire ni aux conglomérats bancaires sous le statut de *bank holding companies*.

Les crises bancaires d'origine immobilière n'ont pas été cantonnées aux États-Unis dans les années 1980. Les pays scandinaves livrent un cas d'école pour illustrer le cocktail explosif de la libéralisation financière et du cycle du prix des actifs. Toutes les banques sont devenues plus fragiles en exposant beaucoup plus qu'antérieurement leurs bilans au risque. Ainsi, en Suède, la part des titres d'état est-elle passée de 25 % du total de l'actif bancaire en 1983 à 11 % en 1992, celle des crédits au secteur privé de 46 à 60 %, l'augmentation étant concentrée sur le secteur immobilier et financée par emprunts sur le marché monétaire. Le destin des banques dépendait donc entièrement de la spéculation immobilière et du coût marginal des ressources monétaires. Le durcissement de la politique monétaire et le retournement de la spéculation immobilière ont engendré une crise fulgurante. Il a fallu une intervention gouvernementale à grande échelle et au coût social prohibitif pour éviter une désorganisation totale du système financier.

À l'opposé des cas américain et scandinave, qui ont connu des crises bancaires violentes mais des rétablissements rapides, le Japon et la France se sont distingués par le pourrissement des crises bancaires. Dans les deux pays, la complicité des pouvoirs publics à l'égard des intérêts financiers faillis a été des raisons d'immobilisme. Ne rien faire et espérer que la situation économique se retournerait favorablement et absorberait les pertes (*forbearance*) a été la ligne de conduite des autorités au début

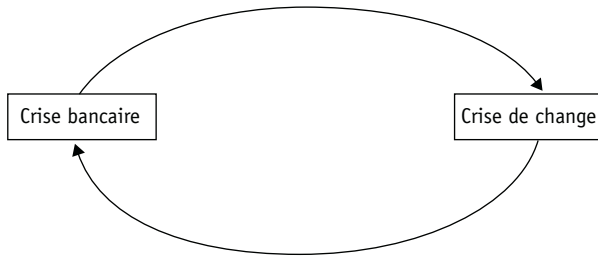
des crises bancaires. C'était l'opposé de l'attitude qui a motivé le *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* (FDICIA) (Aglietta, 2008).

CRISES DANS LES PAYS ÉMERGENTS

La plupart des crises dans les pays émergents sont des crises jumelles qui imbriquent étroitement les banques et le change. Lorsqu'ils bénéficient d'une stabilisation macroéconomique et éventuellement de politiques de compétitivité, ces pays subissent une forte appréciation de leurs taux de change due à des entrées de capitaux disproportionnées par rapport à la taille et surtout à la profondeur de leurs marchés financiers. Cette appréciation provoque un déficit courant et donc un endettement en dollar qui rendent les agents économiques résidents vulnérables au double risque du crédit et du change. Lorsque l'endettement en devises à court terme dépasse les réserves de change du pays, les taux d'intérêt grimpent sur la dette extérieure. Le risque souverain se détériore en sus de celui des agents privés, entraînant une détérioration de la notation du risque pays. Lorsque la perte de confiance s'installe, la spéculation sur le change peut se déclencher à n'importe quel moment. Elle entraîne un retrait brutal des capitaux étrangers à court terme, lequel précipite la crise bancaire qui en retour aggrave la spéculation sur le change.

On a donc le schéma circulaire typique des crises autoentretenues. En effet, les banques sont endettées en monnaie étrangère et prêtent en monnaie nationale, au fur et à mesure que l'emballement du crédit les conduit à prêter à des agents qui n'ont pas de recettes en devises. Ce fut le cas du financement de la spéculation immobilière (Thaïlande, 1997), de l'État (tesobonos mexicains, 1994, et GKO russes, 1998), du secteur privé (Argentine, 2001), des entreprises industrielles qui surinvestissent (Corée, 1997).

La multiplication de ces crises concentrées dans le temps indique une contagion entre pays émergents. Elle peut se produire par transmission mécanique (*spillover*) à travers les



interdépendances commerciales et financières. Elle peut aussi se déclencher par transmission psychologique (contagion pure) à cause de la propagation de la détérioration de la confiance dans les monnaies nationales. Elle peut enfin découler de la couverture dynamique des portefeuilles des investisseurs internationaux qui se dégagent en même temps des pays émergents, notamment parce qu'ils détiennent des produits synthétiques (*Exchange Traded Funds* ou ETF) construits sur des indices combinant des actifs financiers d'un ensemble de pays émergents. Il en résulte une élévation de la corrélation des rendements des actifs entre plusieurs pays.

L'effet macroéconomique des crises de change dans les pays qui sont endettés en dollars et ont des revenus en monnaies nationales passe par les bilans des acteurs non bancaires et des banques. Le ratio dette au passif/valeur des actifs est fonction du taux de change. Si le pays est en change flottant, la dépréciation anticipée du change de la monnaie nationale s'autoréalise. La hausse du change gonfle l'endettement et détériore la structure de bilan. Cela accroît les primes de risque, donc augmente le coût du renouvellement de la dette à court terme. Il en résulte une baisse de la rentabilité du capital, un fléchissement de l'investissement et un coup de frein à la croissance, voire une récession si la détérioration des bilans est forte. Si le pays est à changes fixes, la même dépréciation anticipée du change entraîne une baisse des réserves de change du pays qui respecte la contrainte de change. Pour préserver cette contrainte sans épuiser les réserves, le pays doit augmenter le taux d'intérêt par une politique monétaire restrictive en espérant que cela mettra fin à la fuite des capitaux. Mais la hausse

des taux d'intérêt fait plonger la valeur des actifs dans le pays et accroît le coût des dettes. La structure des bilans continue de se détériorer, d'où une nouvelle pression sur le change qui entraîne une nouvelle ponction sur les réserves jusqu'à ce que le pays soit contraint à faire flotter sa monnaie, entrant ainsi dans la logique des changes flottants.

Ce phénomène s'est répété de nombreuses fois. Le déclencheur initial dépend de la source initiale de l'endettement. La fragilité financière est venue de l'endettement public couplé à un déficit persistant de la balance des paiements dans les pays à faible épargne intérieure. Le financement du déficit passait par des entrées de capitaux en dollars qui fragilisaient les bilans des banques. L'endettement public a été responsable des crises au Mexique en 1995, au Brésil en 1999, en Argentine en 2002 et en Russie en 1998. Dans les pays asiatiques où l'épargne est élevée et la croissance forte, la fragilité financière est venue des entrées de capitaux massives, attirées par les rendements des placements. Ces entrées de capitaux ont favorisé l'expansion du crédit dans le secteur privé, lequel a favorisé des bulles spéculatives dans l'immobilier, surtout en Thaïlande et en Indonésie. La crise qui a éclaté en juillet 1997 en Thaïlande s'est propagée dans les pays de l'Asie émergents qui avaient supprimé les contrôles aux entrées de capitaux internationaux. Elle se généralisa entre septembre et décembre 1997 en atteignant des pays développés (Corée du Sud et Hong Kong). La crise fut si intense et sa capacité à se propager si dangereuse qu'elle conduisit la Réserve fédérale américaine à monter une opération de prêt en dernier ressort en faveur de la Corée. Chaque fois, le taux de change s'est effondré par l'anticipation autoréalisatrice de l'épuisement des réserves. Les crises sont devenues de plus en plus néfastes pour le développement qui implique de soutenir les taux de croissance sur une longue période. C'est pourquoi, au tournant des années 2000, les pays asiatiques et latino-américains ont modifié profondément leurs politiques monétaires et financières pour devenir des pays exportateurs et accumulateurs de réserves de change en protection des chocs financiers à venir.

CHAPITRE 6

La régulation de la monnaie dans le capitalisme

L'acceptation de la banque centrale en tant que banque des banques fut une idée lente à émerger dans les doctrines monétaires. On a vu dans le chapitre précédent que cette idée n'est pas venue à l'origine du besoin de ce qu'on a appelé au ^{xx}^e siècle la politique monétaire. Elle est issue du constat des crises financières dévastatrices du milieu du ^{xix}^e siècle. Autrement dit, la banque centrale a d'abord établi sa position centrale dans le système monétaire en tant que prêteur en dernier ressort.

En effet, cette acceptation n'allait pas de soi dans un système monétaire fondé sur la convertibilité métallique, que ce soit l'étalon-or ou l'étalon bimétallique. Les centres financiers contestaient que des banques qui avaient été créées pour gérer la dette publique, et non pour réguler la monnaie, puissent avoir un statut supérieur. Toutefois, les crises financières de 1847, 1856 et 1866 furent si graves que la convertibilité or dut être *de facto* suspendue, bien qu'aucune disposition légale n'existât pour légitimer *de jure* cette suspension. La communauté financière dut reconnaître que la loi du reflux ne fonctionnait pas toute seule et que les mécanismes de compensation privée étaient insuffisants. Lorsque la convertibilité est suspendue, cela veut dire que les dettes bancaires doivent être réglées dans une autre forme de dette qui, de ce fait, est hiérarchiquement supérieure. L'existence d'une dette émise pour régler toutes les autres dettes finit par apparaître comme la

condition nécessaire de l'intégrité du système de paiements. Elle fait partie des règles constitutives du système de paiements définies dans le chapitre 1.

Cependant, la doctrine du prêteur en dernier ressort énoncée par Bagehot n'épuisait pas les responsabilités sociales de la Banque d'Angleterre. Son rôle d'agent de règlement dans le système des paiements faisait de son taux d'escompte la variable cruciale du marché monétaire. Mais cela ne permettait pas de savoir comment devait être manipulé son taux de réescompte (*Bank rate*). La banque centrale ne peut jouer efficacement son rôle dans les crises si elle n'est pas au centre du système des paiements en temps normal. C'est le fondement de ce qu'on appelle la politique monétaire. Mais l'ordre monétaire assigne des doctrines monétaires différentes selon que la légitimité de la position hiérarchique de la banque centrale repose sur la règle de convertibilité ou qu'elle s'établit et se conserve dans les systèmes monétaires à liquidité ultime purement fiduciaire. Nous allons donc considérer successivement ces deux configurations. Encore faut-il au préalable bien comprendre pourquoi la banque centrale est en position d'exercer une mission unique.

La rationalité de la banque centrale

Quelle est la rationalité de la banque centrale ? D'où tire-t-elle l'information qui lui permet d'accomplir ses missions ? Celles-ci sont la garantie des règlements et la prévention des défaillances systémiques, mais aussi le contrôle de l'alimentation de l'économie en moyens de paiements, la définition des règles prudentielles pour les banques membres du système et la surveillance de leur respect.

La centralisation des paiements s'impose avec l'invention de la monnaie scripturale articulée aux comptes de dépôts bancaires. C'est une signature privée qui circule sous une marque bancaire. Cette modalité de paiement détache l'instrument (le chèque ou la carte de débit) et la liquidité (le dépôt inscrit en compte). Il s'ensuit que

le flux des paiements peut être perturbé par des risques de défaut et par l'aire limitée de circulation des signatures. L'organisation des systèmes de compensation-règlement centralisés par la banque centrale confère aux moyens de paiements une qualité uniforme dans la communauté nationale. C'est bien pourquoi le doute sur la capacité d'une banque membre à honorer le règlement de sa position débitrice tend à se transformer en risque de système. Car il ébranle la confiance des déposants dans l'interconvertibilité des monnaies bancaires, jetant la suspicion sur la qualité des signatures de toutes les banques. C'est pourquoi la banque centrale doit s'occuper de la sécurité globale des systèmes de paiements. *Elle gère le bien public le plus général de la communauté nationale.*

Corrélativement, l'organisation des systèmes de paiements centralisés donne aux banques centrales les moyens en information et en expérience pratique de mettre en œuvre une logique pragmatique. Cela ne préjuge en rien de l'efficacité de leurs actions. Mais cela les préserve de l'arbitraire dogmatique des ayatollahs de l'efficacité des marchés. Les banques centrales ont appris que la base monétaire, c'est-à-dire la quantité de monnaie qu'elles émettent au passif de leurs bilans, doit répondre souplesment aux variations des besoins des agents économiques avec toutes les incertitudes qui affectent les économies. Cela ne vaut, bien entendu, que dans les pays où la banque centrale opère au cœur de systèmes bancaires déjà développés, dont elle tire les informations qui lui permettent d'élaborer une connaissance détaillée sur l'état des tensions financières.

Avec l'usage de la monnaie scripturale, l'information élémentaire contenue dans chaque paiement devient arithmétique, personnalisée et enregistrée dans les comptes bancaires ouverts au nom de chaque contrepartie aux transactions. C'est pourquoi le système des paiements est l'opérateur pratique du passage entre le niveau microéconomique et le niveau macroéconomique. Dans les positions de chaque banque sur l'ensemble des autres, qui sont calculées en fin de journée comptable sur les livres de la chambre de compensation interbancaire, se trouve un résumé des flux de paiements qui ont traversé l'économie, quelles qu'aient été les contreparties. Les

banques peuvent appartenir à plusieurs systèmes de compensation (pour les petits montants au détail, les transactions financières de gros montants entre résidents, les transactions sur titres et produits dérivés, les transactions entre résidents et non-résidents). Mais les soldes à régler sur les positions finales doivent se déverser sur les livres de la banque centrale pour être réglés dans la monnaie qui est le moyen de règlement ultime. C'est donc en ce lieu que se lisent les tensions financières rencontrées par les banques. Pour honorer leurs obligations de règlement, elles doivent se procurer la monnaie centrale en tirant sur leurs comptes de réserve, en empruntant les fonds à d'autres banques en surplus sur le marché interbancaire, en mettant des actifs financiers négociables en pension pour se procurer la monnaie centrale, en s'adressant à la fenêtre de l'escompte ouverte par la banque centrale.

Tous ces procédés branchent directement la banque centrale sur l'approvisionnement en liquidités de l'ensemble du système bancaire. C'est pourquoi la banque centrale peut relier étroitement l'état des tensions financières exprimées par le système des paiements et la conduite quotidienne de la politique monétaire. Elle peut aussi apprendre à déceler les situations des banques en difficultés, à juger de la propagation possible des tensions en risque de système et à décider de l'opportunité de prêter en dernier ressort. L'art du métier de banquier central est unifié. Il n'y a pas de cloisonnement artificiel entre la prévention du risque de système et la conduite de la politique monétaire (Hawtrey, 1932).

On en tire une conclusion d'une grande portée théorique. Dans une économie monétaire, la banque centrale dispose d'informations sur l'état de l'économie provenant des paiements que les autres agents n'ont pas, parce que les marchés ne peuvent les produire. Ce sont des informations extraites de réseaux de paiements emboîtés qui sont totalisées par la compensation centrale. Cela invalide l'hypothèse de la neutralité de la monnaie puisque à partir de ces informations la banque centrale peut mener des actions conduisant à des états de l'économie dans lesquels le bien-être social est plus élevé et qui seraient inatteignables si elle ne le faisait pas. Cela justifie donc la possibilité d'actions discrétionnaires à effets

réels. Certes, ces effets ne seront favorables à la stabilité économique globale que si la rationalité collective portée par la banque centrale est continuellement enrichie d'un savoir pratique puisé dans sa présence sur les marchés de capitaux¹. On a vu au chapitre 5 comment la Banque d'Angleterre avait développé ce savoir dans l'apprentissage de la fonction de prêteur en dernier ressort. Voyons maintenant comment elle l'a converti dans la conduite de la politique monétaire.

LA RÉGULATION MONÉTAIRE À L'ÂGE CLASSIQUE

Lorsque le rôle d'agent de règlement de la Banque d'Angleterre dans les systèmes de paiements a été bien établi, son taux de réescompte (*Bank rate*) est devenu le pivot du marché monétaire. Le développement des marchés financiers à Londres et l'implantation des banques étrangères dans la City à partir de 1850 augmentèrent considérablement l'influence internationale du taux de la Banque. Mais, dans les années 1850, la Banque d'Angleterre n'était pas encore la banque des banques. Elle était en concurrence avec les autres intermédiaires financiers implantés à Londres.

Certes, on lui reconnaissait ses responsabilités éminentes dans la gestion des finances de l'État. Ce rôle avait considérablement contribué à affermir son prestige dans la City. Néanmoins, le souci de la Banque pour ses profits entraînait en conflit avec l'émergence de ses responsabilités collectives (Sayers, 1987). Les gestionnaires de la Banque suivaient la concurrence pour limiter leurs propres risques. La prudence était de mise parce que la Banque avait trois missions à assumer : garantir la convertibilité or de ses billets dans le carcan de l'Acte de Peel de 1844, satisfaire les besoins financiers

1. Les informations que les banques centrales retirent de leur rôle central dans les systèmes de paiements et de leur présence dans les marchés de capitaux doivent être organisées dans des systèmes d'information statistique que les banques centrales ont grandement développés. Ces systèmes supportent des analyses à partir desquelles les banques centrales définissent la conduite de leurs politiques monétaires. Voir sur cette question les contributions de l'ouvrage collectif coordonné par O. Feiertag (2005).

de l'État et préserver les revenus de ses actionnaires. Les degrés de liberté pour assumer ces missions étaient étroits parce que les réserves libres de la Banque (celles qui n'étaient pas gelées par la couverture des billets) étaient très faibles par rapport à ses engagements liquides vis-à-vis des agents résidents et non résidents.

Pendant de longues décennies, la Banque s'était alignée sur le taux du marché monétaire pour préserver ses profits. Elle n'exerçait aucune action stabilisatrice. Au contraire, lorsque la demande de crédit commençait à s'emballer dans la phase montante du cycle des affaires, la Banque conservait un taux bas pour maintenir sa part de marché, alors qu'elle aurait dû durcir les conditions monétaires en élevant son taux d'escompte suffisamment tôt pour casser le financement de la spéculation. Lorsque la crise éclatait et qu'elle perdait des réserves or, elle élevait brutalement son taux ; ce qui achevait d'étrangler la liquidité et précipitait les faillites bancaires. On dirait aujourd'hui qu'elle menait une politique procyclique à cause des incitations qui découlaient de la non-reconnaissance de sa position centrale.

Après que la doctrine de Bagehot fut devenue officielle, l'apprentissage de ses responsabilités collectives au quotidien sur le marché monétaire en était le complément logique. La crise de 1873 fut l'occasion de mettre en pratique la doctrine de Bagehot. Mais ce n'était pas une crise d'un cycle des affaires habituel. Elle inaugura une longue phase de déflation s'étendant à la totalité des économies capitalistes. Non seulement le crédit devint plus rare, mais de nouveaux types de banques commerciales à succursales, donc à surface financière élargie, apparurent grâce au nouveau statut de sociétés par actions. Ces banques commerciales confinèrent la Banque d'Angleterre à une part marginale du marché du crédit.

D'un autre côté, la lettre de change en sterling était devenue l'instrument financier universel pour financer le commerce international. Les mouvements de capitaux à court terme devinrent donc très sensibles au taux monétaire de la City. Ainsi les changements structurels de la finance obligèrent-ils la Banque à hiérarchiser ses missions et à trouver des moyens permanents pour contrôler le marché monétaire. N'ayant aucun moyen légal d'imposer des

réserves obligatoires aux banques commerciales, la Banque d'Angleterre dut inventer l'art du banquier central. Il s'agit d'un cas pur de pertinence d'un modèle évolutionnaire pour comprendre l'émergence d'une rationalité collective à partir de la dynamique des marchés.

En 1878, la Banque prit la décision de traiter les intermédiaires financiers à un taux officiel supérieur au taux du marché et fixé discrétionnairement par elle. Le taux de réescompte devenait le maximum des taux du marché monétaire. En empruntant sur le marché pour en retirer des liquidités, la Banque empêchait le taux du marché d'évoluer indépendamment de son propre taux. Celui-ci devint flexible en fonction de l'état des réserves d'or et des indications fournies par le règlement des positions interbancaires sur l'état des tensions à court terme du marché monétaire. Ce fut au tour des banques d'apprendre la signification des informations communiquées au marché par la Banque à travers les variations de son taux directeur. Leur réponse devint plus précise dans leur délai et dans leur amplitude. Un savoir pratique partagé se développa dans la City à partir de la différenciation des rôles (Sayers, 1976).

Pour renforcer la transmission de ses décisions au marché, la Banque raffina ses techniques de communication. Véritable emblème de son pouvoir, le taux officiel était solennellement annoncé chaque jeudi à 11 heures par le conseil des directeurs sans aucun attendu. Nul objectif de politique monétaire que l'on a l'habitude de prêter aux banques centrales de nos jours ne fut jamais mentionné à l'âge classique. La Banque ne visait pas à agir sur l'activité économique ni à stabiliser les prix (l'inflation était variable dans le cycle conjoncturel), elle ne se souciait pas non plus des déséquilibres de balance de paiements. Elle n'avait qu'un impératif catégorique : garantir la convertibilité or de ses billets. Cette règle évitait les conflits stratégiques entre la Banque et le gouvernement. Elle préservait son indépendance. Mais ce n'était en aucun cas un pilote automatique pour la gestion, comme le voudrait le dogme monétariste. La règle devait être interprétée dans les situations de marché monétaire pour former un jugement à partir duquel le conseil de direction prenait une décision sur le taux d'intérêt directeur.

Chaque semaine, il fallait décider si les réserves libres d'or étaient adéquates ou non en anticipant les mouvements prochains. Ceux-ci concernaient les drainages aussi bien internes qu'externes. Outre le ratio des réserves libres au passif exigible, le gouverneur observait aussi le montant absolu des réserves. Parce que la Banque opérait avec une marge très étroite, elle avait une opinion sur un minimum critique absolu. Aussi les drainages saisonniers anticipés pouvaient-ils avoir une influence sur le taux de la Banque. Il en allait de même des fluctuations externes, notamment en provenance de l'économie américaine très sensible aux rythmes agricoles et incapable de produire une offre flexible de liquidités. Il en résultait de fortes demandes saisonnières d'or à Londres que les gestionnaires de la Banque devaient anticiper.

Le pouvoir de la banque centrale sur les mouvements d'or était donc essentiellement monétaire et s'exerçait grâce aux mouvements internationaux de capitaux à court terme. L'élasticité de ces mouvements dépendait crucialement de la puissance du levier exercé par les variations du taux officiel de la Banque sur les taux du marché monétaire. Lorsque la Banque voulait réduire les fonds disponibles, elle ponctionnait les liquidités qui servaient aux maisons d'escompte londoniennes à financer leurs achats de titres internationaux. Pour cela, elle se portait elle-même emprunteuse de fonds qui auraient été prêtés sur le marché monétaire.

Habituellement, le taux de la Banque variait dans la plage de 3 à 5 % où il était tenu pour acquis que l'incidence sur les conditions du crédit était faible. Cela changea avec la crise de 1907 forçant la Banque à monter son taux à 7 %. C'est qu'à partir de 1906 la structure du système financier se transforma au point d'obliger la Banque à adapter ses méthodes. Elle se mit à emprunter directement aux banques de *clearing* qui étaient devenues de grandes banques commerciales ayant absorbé les banques régionales. Un marché oligopolistique de l'escompte se constitua, guidé par la Banque d'Angleterre. Cette structure perdura pendant la plus grande partie du xx^e siècle.

Tant que le marché monétaire de Londres a résumé l'état des tensions financières mondiales, la Banque d'Angleterre a exercé une

action fine sur la conjoncture globale. Les non-résidents empruntaient à Londres à court terme parce que la lettre de change en livres sterling était le moyen universel de paiement du commerce international. Les non-résidents détenaient des balances liquides dans les banques anglaises parce qu'ils bénéficiaient du crédit international de ces banques. Ainsi la Banque d'Angleterre faisait-elle levier sur l'ensemble des taux internationaux à court terme en intervenant entre les banques de *clearing* et les maisons d'escompte dans le marché interbancaire de Londres (Van Cleveland, 1976).

La régulation macroéconomique de la Banque d'Angleterre peut être mise en évidence dans toute sa subtilité. Un emballement du crédit international accroissait les stocks à financer plus vite que les ventes. Les maisons d'escompte étaient de plus en plus sollicitées pour escompter les lettres de crédit émises dans le commerce international et acceptées par les banques. Elles devaient donc elles-mêmes emprunter des liquidités ; la tension sur les taux d'intérêt des effets de commerce internationaux se répercutait sur le taux du marché interbancaire de Londres. Lorsque les banques se pressaient au réescompte, l'écart entre le taux d'intérêt du marché et le taux officiel de la Banque se réduisait. C'était un premier indicateur de tension financière. Si la Banque réescomptait un volume croissant d'effets éligibles au même taux, elle devait émettre un montant croissant de monnaie en contrepartie dans son département bancaire. Cela provoquait un accroissement du ratio passif exigible/encaisse or libre dans le département d'émission. C'était le second et le plus important indicateur de tension. La Banque décidait d'accroître son taux, d'une amplitude étalonnée par l'expérience, pour rétablir le ratio désiré. L'incidence sur le taux pratiqué par les maisons d'escompte était immédiate, et la répercussion sur le financement du commerce international, très rapide. Simultanément, les liquidités disponibles dans le monde, attirées par la rémunération plus élevée, affluaient sur le marché monétaire de Londres. Ce mouvement de capitaux à court terme tendait à apprécier la livre sterling ; ce qui entraînait la réaction des banques centrales des pays liés à l'étalon-or. Ainsi les taux d'intérêt évoluaient-ils de concert dans le monde sous la direction de la Banque d'Angleterre, comme l'a montré Barry Eichengreen (1985).

LA RÉGULATION MONÉTAIRE NATIONALE
DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE

Comme on l'a observé en étudiant les trajectoires historiques de la monnaie, les bouleversements des guerres mondiales et de la grande dépression des années 1930 ont conduit à nationaliser la monnaie et à en confier le contrôle à l'État. Les trente ans qui ont précédé la Seconde Guerre mondiale ont été ceux de l'avènement de la société salariale. Les trente ans qui ont suivi ont été ceux de son épanouissement. La place de l'État dans l'économie en a été bouleversée. Des groupes sociaux organisés ont tissé de multiples engagements institutionnalisés, qui se sont avérés indispensables pour la cohésion de la société et qui influencent la formation des revenus. C'est un capitalisme organisé qui s'est épanoui dans des espaces nationaux à l'époque de la croissance.

Après la Seconde Guerre mondiale, l'Europe a été en pointe pour développer la société salariale parce que le principe de souveraineté a été transformé. En Europe continentale, les classes dirigeantes de l'avant-guerre ont été déconsidérées par leurs connivences avec la monstruosité nazie. En France notamment, de nouvelles élites et de nouvelles idées politiques sont sorties du Conseil national de la Résistance. En Allemagne, l'ordolibéralisme a été présenté comme la doctrine politique capable de reconstruire une société anéantie. L'idée européenne est apparue rapidement non seulement comme la solution pour abolir la guerre dans le continent, mais aussi pour promouvoir un nouveau principe dynamique de cohésion des sociétés salariales : le *progrès social*. Deux institutions de médiation sociales ont été chargées de le mettre en pratique : la négociation collective des salaires et la redistribution par les budgets publics. L'acceptation du progrès social et de la légitimité des institutions chargées de le promouvoir a acquis un très large assentiment politique au-delà des clivages partisans.

La détermination collective des salaires a joué un rôle décisif. En alignant la progression des salaires réels et celle de la productivité au niveau macroéconomique d'une part, en limitant les

inégalités à une hiérarchie stable des salaires dans les grandes branches industrielles d'autre part, elle a favorisé une croissance régulière et autoentretenu sur longue période stimulée par l'essor de la consommation de masse, l'urbanisation et l'augmentation de la population active.

Les incidences de ces transformations sur la monnaie n'ont pas manqué d'être drastiques sur les idées comme dans les faits. L'idée impensable au XIX^e siècle qu'il est possible d'orienter l'évolution économique pour atteindre des finalités sociales par la politique monétaire est devenue un savoir largement partagé. La notion même de politique monétaire, c'est-à-dire une stratégie pour guider les modes d'influence de la monnaie sur l'économie, est une rationalité collective radicalement distincte de celle de la Banque d'Angleterre sous l'étalon-or.

L'ancrage établi par la définition de l'unité de compte en or exprimait la confiance inébranlable dans la validité des grandeurs nominales et par conséquent dans les contrats conclus sur ces grandeurs. La convertibilité or signifiait que la préservation de la valeur nominale des contrats privés était un engagement de la société tout entière à l'égard des individus propriétaires. C'était une norme inhérente au principe de souveraineté de l'ordre naturel, postulée supérieure aux finalités que les gouvernements auraient pu atteindre en manipulant la monnaie. Cette attitude éthique à l'égard de la convertibilité, caractéristique de l'esprit du capitalisme selon Max Weber, était une croyance collective qui protégeait la banque centrale des influences politiques.

L'abolition de l'étalon-or pose le problème de la légitimité des signes monétaires. L'unité de compte n'est rien d'autre que le nom donné à l'unité numérique du passif de la banque centrale. Celle-ci devient la cible de forces contradictoires qui agissent sur le pouvoir d'achat de la monnaie. Même si elle n'est pas directement exposée, la banque centrale est concernée à travers ses relations avec l'État qui est juge et partie vis-à-vis de l'inflation. Il se pose donc un problème de contrôle de la monnaie. Il fut réalisé de manières différentes selon les pays puisque les souverainetés sont devenues nationales. Divers éléments structurels influencèrent les choix de

régulation monétaire : existence ou non de marchés développés des titres de la dette publique, degré de protection et donc de robustesse du système bancaire au risque d'insolvabilité, prépondérance du financement intermédié ou recours aux marchés des capitaux, étendue et sévérité du contrôle des changes, réglementation des taux d'intérêt explicite par les autorités et implicite par l'oligopole bancaire.

Dans ces systèmes séparés nationalement et limités dans leur ouverture, la politique monétaire était un appoint à la politique économique visant principalement le plein-emploi et secondairement l'équilibre de la balance des paiements. La stabilité des prix n'était considérée que de manière relative : par rapport à l'inflation des autres pays pour la compétitivité dans les pays les plus ouverts, par rapport à l'arbitrage entre inflation et sous-emploi pour les plus grands pays, au premier chef les États-Unis. La régulation monétaire se partageait entre deux régimes polaires qui pouvaient se combiner de différentes manières. L'un, principalement en vigueur dans les pays anglo-saxons, agissait sur la structure des taux d'intérêt en influençant directement le prix des liquidités mises à disposition de l'économie par la banque centrale. L'autre, principalement en vigueur en Europe continentale, agissait sur la disponibilité du crédit bancaire soit en encadrant directement leurs crédits, soit en contrôlant étroitement à la marge le montant de leurs ressources liquides (tableau 6.1.).

Tableau 6.1. Régimes d'ancrage monétaire

Types d'ancrage	Contrôle de la liquidité ultime	
	Par le prix	Par la quantité
Monnaie externe	Base métal ou devise. Convertibilité. (Banque d'Angleterre sous l'étalon-or.)	Base fiduciaire exogène. Règle quantitative (Bundesbank années 1970-1990.)
Monnaie interne	Base fiduciaire endogène. Ciblage de l'inflation. (Banque d'Angleterre à partir de 1993.)	Base fiduciaire endogène. Encadrement du crédit. (France années 1970 et jusqu'à 1987.)

DOCTRINES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Ces doctrines sont étroitement liées aux conceptions de la monnaie et donc aux théories de la valeur qui les fondent, ce qui nous renvoie au chapitre 1.

En étudiant les trajectoires historiques de la monnaie, on a observé que le clivage théorique oppose les conceptions de la monnaie externe ou exogène et les conceptions de la monnaie interne ou endogène (tableau 6.1.).

Pour les tenants de la monnaie externe (*currency principle*), la base monétaire détermine la masse monétaire totale à partir d'un multiplicateur monétaire stable, donc prévisible. Selon que la liquidité ultime est métallique ou fiduciaire (émise par la banque centrale elle-même), l'ancrage doit respecter une règle de convertibilité métallique ou être quantitatif. Cela n'empêche pas, comme l'expérience de la Banque d'Angleterre l'a abondamment montré, une tactique discrétionnaire très active dans la gestion à court terme des tensions financières.

Fondamentalement, la conception de la monnaie externe postule que la demande de monnaie par les agents économiques est la résultante de comportements stables parce que la monnaie est dotée d'une utilité individuelle, elle-même stable. La demande de monnaie est donc supposée être une fonction stable de la richesse des individus et du coût d'opportunité à détenir la monnaie. Arguant de la stabilité de cette fonction, on postule un canal direct de transmission de la monnaie à l'économie. Si la quantité réelle de monnaie disponible est supérieure à la demande désirée, la tentative des individus de dépenser l'excès d'offre de monnaie se répercute, en sens inverse, sur les autres marchés (de biens et de facteurs) par des déséquilibres d'excès de demande. L'ajustement des marchés corrige ces déséquilibres. Il y a hausse des prix de tous les biens, donc du niveau général des prix, c'est-à-dire baisse de la valeur réelle de la monnaie (son pouvoir d'achat sur les biens et services) jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli sur tous les marchés. Il l'est lorsque la hausse du niveau général des prix a complètement

absorbé l'excès d'offre nominale de monnaie. C'est en ce sens que la théorie quantitative de la monnaie affirme que l'inflation est un phénomène monétaire. La préconisation de politique monétaire en découle directement : il faut contraindre l'offre de monnaie à évoluer comme la demande réelle de monnaie désirée par l'ensemble des agents économiques pour garantir la stabilité des prix.

Pour les partisans de la monnaie interne (*banking principle*), la demande de monnaie est intégrée dans des comportements financiers soumis à des emballements et à des crises, bref, à une instabilité intrinsèque de la finance (Minsky, 1982), dont on a vu moult exemples en étudiant les crises financières dans l'histoire. La demande de monnaie est affectée par l'ambivalence de la liquidité. L'offre de monnaie doit donc être flexible pour éviter des fluctuations économiques socialement très coûteuses. Règle et discrétion doivent donc interagir pour aboutir à un concept de discrétion contrainte. Comme on l'a montré au chapitre 1, dans une économie monétaire il n'y a pas de neutralité parce qu'il n'y a pas de système de prix relatifs d'équilibre indépendant de la monnaie. Les agents économiques découvrent les prix relatifs à partir des prix nominaux. La reconnaissance de l'inflation est ambiguë. Toute augmentation des prix nominaux n'est pas de l'inflation. Ce peut être la manière d'exprimer des variations de prix relatifs, par exemple lorsque des chocs temporaires se produisent sur des prix alimentaires ou des matières premières. Ce peut être un mouvement cyclique, donc réversible, des prix nominaux résultant du cycle des affaires. Lorsque de tels mouvements des prix sont identifiés pour ce qu'ils sont par les agents économiques, ils ne menacent pas la confiance dans l'unité de compte. Le glissement du pouvoir d'achat de la monnaie n'a aucune importance s'il est parfaitement et unanimement accepté. Tant que ne se déclenchent pas des processus d'indexation privée, il y a stabilité des prix.

Le contrôle par les prix dans ce contexte consiste pour la banque centrale à estimer l'évolution des prix qui n'est pas influencée par les variations temporaires, ce qu'on appelle l'inflation sous-jacente, et à piloter son taux directeur en fonction d'une cible sur l'évolution de l'inflation sous-jacente. Cela conduit à prendre pour

cible une inflation dite de moyen terme, pratiquement de deux à cinq ans. Toutefois, ce guidage ne prend pas en compte les déséquilibres financiers résultant des excès du crédit, lesquels peuvent provoquer des bulles spéculatives dangereuses sur certains actifs sans que l'inflation sous-jacente ne soit affectée. Il est possible d'en tenir compte de deux manières différentes. La première méthode, dans le cadre du contrôle par les prix, est d'estimer des indicateurs de tensions financières et de moduler le taux d'intérêt directeur en fonction de ces indications. Le profil du taux d'intérêt dévie donc par rapport à celui que l'on aurait si la banque centrale suivait strictement la cible d'inflation. La seconde méthode est de combiner l'instrument du taux d'intérêt pour tenir la cible d'inflation et des outils quantitatifs pour contenir les tensions financières. Ce sont des moyens de limiter l'expansion excessive du crédit qui peuvent s'appliquer de manière générale aux banques ou qui peuvent être ciblés sur certains types de crédits (par exemple à l'immobilier) qui sont très déstabilisants dans des circonstances particulières. On peut appliquer différentes techniques d'encadrement du crédit.

De manière générale, on pourrait dire que la confiance dans l'unité de compte résulte d'un jeu de coordination et que ce jeu a des équilibres multiples. Il revient alors à la politique monétaire de fixer le point focal sur lequel les agents coordonnent implicitement leurs anticipations lorsqu'ils établissent leurs plans d'action. Il s'agit de leur donner un cadre qui permette d'éliminer tous les équilibres en dehors d'une plage étroite. Ce jeu consiste à placer les actions discrétionnaires de la politique monétaire de court terme sous la contrainte d'une règle d'action à moyen terme assurant la stabilité des prix. Cette stabilité est définie comme une plage de viabilité des taux d'inflation futurs à l'intérieur de laquelle les actions de la banque centrale, quel que soit l'objectif qui les motive, bénéficient de la confiance des agents. Ce cadre se recommande d'une doctrine monétaire renouvelée : *le ciblage flexible de l'inflation* (Bernanke et Mishkin, 1997), où la flexibilité incorpore les méthodes décrites ci-dessus. Préserver la flexibilité veut dire donner toute son importance à l'action discrétionnaire,

car aucune des doctrines ne peut donner de prescription précise sur la manière dont la politique monétaire doit être conduite dans chaque circonstance. Seul un apprentissage par l'expérience, fait d'essais et d'erreurs, peut aboutir à une règle de conduite stable. Voyons comment les deux doctrines décrivent les influences sur l'économie de la politique monétaire conduite selon chacun de leurs préceptes.

**La doctrine quantitative :
le problème du contrôle de la base monétaire**

Une interprétation extrême de la doctrine est de penser que la banque centrale peut et doit contrôler la base monétaire M_0 , c'est-à-dire le passif monétaire de la banque centrale, pour déterminer M_3 , c'est-à-dire l'agrégat monétaire total, et par là le niveau général des prix. En effet, selon la doctrine quantitative, la masse monétaire influence directement le niveau général des prix et n'influence que cette variable, conformément au postulat de neutralité de la monnaie. L'hypothèse est que les relations entre la base monétaire, la masse monétaire et le niveau général des prix sont bien connues et stables.

Les banquiers centraux rejettent cette vue dogmatique qu'ils jugent contraire aux traits déterminants d'un système bancaire moderne. Car il a été observé depuis le début de la libéralisation financière dans les années 1980 que la demande d'espèces varie à court terme de manière imprévisible. Un objectif prédéterminé pour la base monétaire provoque des excès ou des insuffisances de réserves libres qui se répercutent en variations gigantesques du taux d'intérêt au jour le jour (Goodhart, 1994). On ne peut donc pas contrôler étroitement la quantité de la base monétaire, sauf à accepter des variations insensées des taux d'intérêt courts.

Paul Volker se servit, en effet, de la base monétaire pour casser l'inflation entre octobre 1979 et août 1982. Il tenta aussi l'encadrement du crédit sans grand succès dans un système financier aussi complexe et aussi diversifié que le système américain. Il établit une formule qui faisait varier le taux d'intérêt à court terme en

fonction de la variation de la base monétaire d'un mois sur l'autre. C'était une information parmi d'autres, non un contrôle direct de la base monétaire. Néanmoins, cette expérience provoqua des variations gigantesques du taux court américain qui se répercutèrent en récession mondiale. La crise financière mexicaine y est directement imputable. D'ailleurs, lorsque la crise éclata en août 1982, l'expérience fut immédiatement abandonnée.

La véritable question est celle de la fonction de réaction de la banque centrale aux informations qu'elle reçoit. Comment ajuster les taux d'intérêt courts ? Selon quelles indications ? On a vu qu'à l'âge classique la Banque d'Angleterre l'a fait admirablement. Avait-on perdu l'art du banquier central à la fin des années 1970, ou est-ce la structure des relations macroéconomiques qui avait profondément changé ?

La doctrine quantitative incorporée dans l'ordolibéralisme : l'expérience de la Bundesbank

L'idée directrice est l'hypothèse d'une neutralité de la monnaie « à long terme », c'est-à-dire que le taux d'inflation est proportionnel au taux de croissance de la quantité de monnaie. Si donc la banque centrale choisit une norme monétaire, c'est-à-dire une évolution de M_3 sur le long terme, et que son action inspire confiance, l'hypothèse de stabilité de la demande de monnaie garantira que la norme monétaire choisie par la banque centrale coïncidera avec le taux d'inflation d'équilibre de long terme qui correspond à cette norme.

Pour la Bundesbank, la doctrine quantitative n'est pas une panacée en soi. La politique monétaire ne peut réussir à stabiliser l'inflation que si elle s'appuie sur une culture de stabilité dans la société fournie par l'ordolibéralisme. Il s'agit d'un pacte implicite entre les citoyens et la banque centrale. Autrement dit, c'est un certain principe de souveraineté, conçu pour tenir en respect tous les pouvoirs arbitraires, qui permet à la banque centrale d'en appeler à la responsabilité des agents économiques lorsqu'elle annonce publiquement un objectif quantitatif à moyen terme.

La Bundesbank mettait en œuvre une procédure qui n'était ni une règle automatique ni une suite d'actions discrétionnaires. Elle avait un principe d'action qui guidait l'exercice de son jugement. Il s'opérationnalisait sur le choix d'un équilibre intermédiaire portant sur l'évolution de la quantité de monnaie. Lorsque ce choix était annoncé, il fournissait une orientation aussi bien aux agents privés qu'au gouvernement d'inscrire leurs demandes dans ce cadre parce que la Bundesbank ne tolérerait pas le dérapage de prix résultant d'un cumul de surenchères. Cela bloquait la formation des spirales inflationnistes (Issing, 1992).

Dans une société où les ajustements macroéconomiques dépendent de la recherche de compromis et où la conclusion de ceux-ci procède de médiations institutionnelles, l'acceptation dans la société de la ligne de conduite de la banque centrale guide ces médiations. Les groupes d'intérêts organisés qui ont des exigences sur le partage du PNB tiennent compte des limites que la banque centrale juge raisonnable de fixer à la demande globale. La prise en compte de cette référence commune dans les négociations sur le partage des revenus et dans la détermination des prix d'offre permet d'alléger les pressions inflationnistes sans pertes excessives en production et en emploi.

La Bundesbank entretenait ainsi sa réputation de gardienne de la stabilité monétaire parce que les détenteurs de monnaie validaient sa politique. Ces comportements allaient bien au-delà du calcul économique cher aux théoriciens de l'économie pure. Seule une conception de la souveraineté dans laquelle la monnaie était liée à l'intégrité de l'ordre social permettait ce résultat. Mais alors comment conduire la politique monétaire dans des sociétés conflictuelles où ces médiations ne fonctionnent pas ?

Régulation en monnaie endogène : approche wicksellienne et ciblage de l'inflation

Knut Wicksell fut le premier théoricien à introduire de manière opérationnelle pour le guidage de la politique monétaire l'idée que l'offre de monnaie dépend du rythme de croissance des capacités de

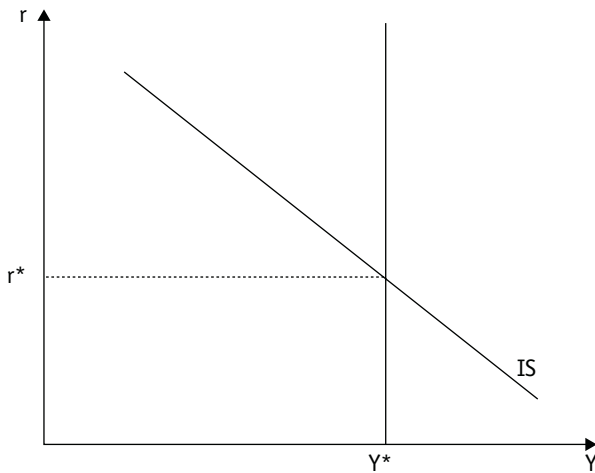
production, donc d'une variable économique réelle contrairement à l'hypothèse de neutralité de la monnaie. La monnaie n'est jamais neutre à long terme ; elle influence les trajectoires de croissance, et le coût de sa mise à disposition aux agents économiques en dépend en retour. La variable pivot de la dynamique macroéconomique n'est pas la demande réelle de monnaie, c'est le taux d'intérêt naturel ou taux réel neutre (Wicksell, 1907).

Il reflète le taux de rendement anticipé sur les biens de capital nouvellement produits. Ce taux est neutre lorsque l'investissement projeté à ce taux de rendement marginal est égal à l'épargne désirée par l'ensemble des agents économiques. C'est donc le taux d'intérêt réel qui réalise le meilleur équilibre macroéconomique possible pour un niveau donné de rentabilité marginale du capital. Lorsque le taux d'intérêt nominal de la banque centrale est égal à ce taux naturel augmenté de la cible d'inflation et que les acteurs économiques s'alignent sur ce taux directeur, le PIB est à son potentiel. Cela veut dire que le niveau de l'activité économique, donc aussi celui de l'emploi, est celui qui utilise le mieux possible les ressources dont la société dispose. Le taux réel neutre (r^*) est donc le taux pour lequel la courbe de l'équilibre épargne/investissement est stationnaire lorsque le PIB est à son potentiel Y^* (figure 6.1.). C'est un équilibre de moyen terme correspondant à l'horizon de la politique monétaire. Il s'ensuit que l'autorité monétaire devrait fixer son taux d'intérêt directeur (taux nominal) à un niveau égal au taux naturel si elle recherche la stabilité des prix (inflation zéro). En ce cas, le taux réel du marché monétaire est égal au taux nominal.

En effet, lorsque le taux réel du marché monétaire est inférieur au taux naturel, les entreprises ont intérêt à surinvestir et à provoquer une surutilisation des ressources productives. Il y a surchauffe et l'inflation s'accélère. Dans le cas inverse, il y a sous-emploi des capacités de production, et l'inflation décélère. Si donc la banque centrale accommode la demande du secteur privé en liquidité à ce taux, cette approche évite l'expansion excessive du crédit et l'inflation induite d'un côté, l'insuffisance de l'offre de crédit, la récession de la production et la déflation induite de l'autre.

Cependant, une économie capitaliste n'a pas que des déséquilibres conjoncturels. Plus fondamentalement, l'accumulation capitaliste est essentiellement un processus qui crée des déséquilibres persistants par changements de structure dans la production, la consommation et l'emploi. Comme l'école autrichienne y a insisté, les mouvements des grandeurs monétaires interagissent étroitement avec les changements de prix relatifs. Le taux naturel change dans le temps avec tout ce qui influence la rentabilité anticipée des investissements futurs, donc avec les « esprits animaux », disait Keynes. Dans une économie capitaliste où la concurrence stimule l'innovation, c'est une variable éminemment incertaine. C'est pourquoi une règle non contingente de fixation du taux directeur, fondée sur une estimation d'un taux neutre supposée stable, serait déstabilisante lorsque les conditions économiques changent.

Figure 6.1. PIB potentiel et taux réel neutre



On ne peut parler de règle que conditionnellement aux états de l'économie. Une telle règle peut être *ad hoc* ou dérivée d'une fonction de perte de la banque centrale représentant l'arbitrage de ses objectifs. Différents types de règles de taux d'intérêt peuvent être utilisés. Si l'on est intéressé et non rebuté par les mathématiques, on peut les voir définies dans l'encadré 6.1. Ces règles sont des manières de décrire une politique monétaire discrétionnaire

ENCADRÉ 6.1.
LES RÈGLES DE TAUX D'INTÉRÊT

— La norme wicksellienne déjà utilisée par la Riksbank dans les années 1930 pour sortir de la déflation était un objectif de *niveau* de prix, non de taux d'inflation, associée à une règle de taux :

$i_t = \bar{i}_t + \varphi p_t$ où $p_t = \log$ d'un indice de prix à stabiliser, \bar{i}_t suit un processus stochastique indépendant de l'évolution des prix, mais corrélé aux fluctuations exogènes du taux naturel r_t .

La relation de définition du taux nominal d'équilibre est :

$$i_t = r_t + E_t p_{t+1} - p_t$$

En éliminant i_t , il vient :

$$p_t = \frac{1}{1+\varphi} E_t p_{t+1} + \frac{1}{1+\varphi} (r_t - \bar{i}_t)$$

Si les processus suivis par r_t et \bar{i}_t sont bornés, p_t a une solution unique :

$$p_t = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+\varphi} \right)^{j+1} E_t (r_{t+j} - \bar{i}_{t+j})$$

Il s'ensuit que les prix fluctuent autour d'un niveau de long terme :

$$\bar{p} = \frac{1}{\varphi} (\bar{r} - \bar{i})$$

La valeur de long terme du niveau général des prix est indépendante de toute demande de monnaie. Les fluctuations des prix dépendent explicitement de celles du taux naturel, donc des anticipations des entrepreneurs, dans la mesure où elles ne sont pas compensées par des changements adéquats de la cible de la banque centrale.

– La règle de Taylor simple. Elle cible un taux nominal $i^* = r^* + \pi^*$, où r^* est censée être une estimation du taux naturel, en fait une moyenne mobile de taux réels de marché sur longue période. π^* est la fameuse cible d'inflation, y_t est le log du niveau du PIB le trimestre précédent, y^* celui du PIB potentiel et π_t le taux de variation du log de l'indice de prix calculé dans la règle wicksellienne. α et β sont les poids représentant l'arbitrage de la banque centrale dans la correction des déséquilibres. Soit l'équation de la règle :

$$i_t = i^* + \alpha(y_t - y^*) + \beta(\pi_t - \pi^*)$$

– Ajustement dynamique par lissage du taux d'intérêt.

On pose $x_t = (y_t - y^*)$. La règle est définie par les deux équations suivantes :

$$\bar{i}_t = i^* + \beta(\pi_t - \pi^*) + \alpha(x_t - \gamma x_{t-1})$$

$$i_t = (1 - \rho_1) \bar{i}_t + \rho_1 i_{t-1} + \rho_2 (i_{t-1} - i_{t-2})$$

$\gamma > 0$ désigne un effet de persistance par lequel l'objectif opérationnel de taux d'intérêt réagit aux variations passées de l'*output gap*.

– Ciblage avec anticipation.

L'ajustement de taux se fait comme ci-dessus avec lissage. Mais la cible de taux d'intérêt dépend de l'inflation et de l'*output gap* anticipés.

$$\bar{i}_t = i^* + \beta [\pi_{t+1} - \pi^* | \Omega_t] + \alpha E_t \{x_{t+1} | \Omega_t\}$$

Où Ω_t est l'ensemble d'informations que la banque centrale mobilise pour faire ses prévisions.

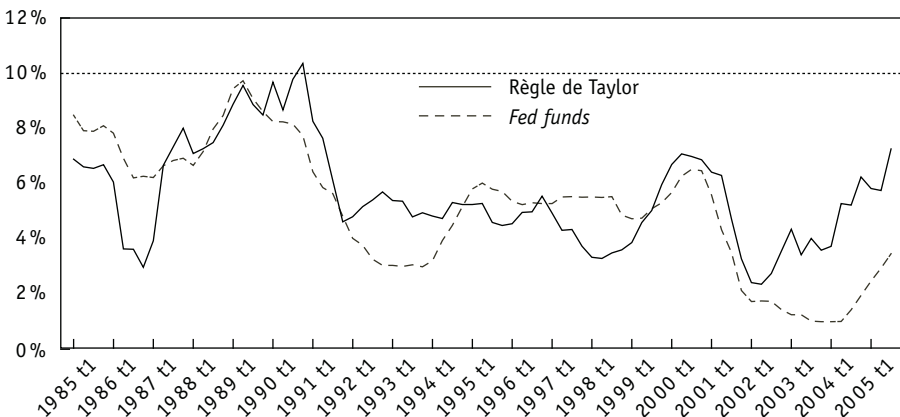
encadrée par des contraintes en situation d'incertitude. Ce sont des régimes de discrétion contrainte dans lesquels la règle est utilisée comme un garde-fou.

La prise en compte du changement structurel par la Réserve fédérale : la méthode Greenspan

Dès le milieu des années 1980, les dirigeants de la Fed s'étaient aperçus que la libéralisation financière avait rendu la demande de monnaie instable, totalement inutilisable pour la conduite de la politique monétaire. Car la libéralisation financière multipliait les instruments de placement de l'épargne, le développement et l'interconnexion des marchés financiers, élargissant énormément les possibilités d'arbitrage. Les portefeuilles financiers, tant de l'épargne privée que de l'épargne institutionnelle, se diversifiaient. Le montant des transactions financières gonflait bien plus vite que le PIB ne progressait et nécessitait de nouvelles formes de monnaie liées à des engagements croisés entre intermédiaires financiers. Il s'ensuit que le rapport du PIB nominal à la masse monétaire, que l'on appelle vitesse de circulation de la monnaie, devenait erratique. Le monétarisme devait donc être rangé au rang des instruments de musée. Si cette doctrine continuait à fonctionner en Allemagne, sous la forme bien tempérée que l'on a décrite plus haut, c'est que l'Allemagne s'était bien gardée à cette époque de se lancer tête baissée dans la libéralisation financière.

La Fed se trouvait donc sans doctrine, mais avec les objectifs que lui assignait son statut. Ses missions sont de maintenir l'économie au plein-emploi soutenable et de préserver un taux d'inflation raisonnable. Dans sa sagesse, le législateur n'a pas cherché à imposer des objectifs quantifiés. Quoi qu'il en soit, les années 1980 ont été dominées par l'instabilité financière entraînée par la libéralisation. De la première crise des caisses d'épargne en 1982 à la seconde en 1988-1989, sans parler de l'impact des crises bancaires en Amérique latine, la Fed a dû se préoccuper d'endiguer le risque de système. Lorsque Alan Greenspan a pris la présidence, il a expérimenté le *risk management*. Ce n'est que dans les années 1990 que la théorie wick-sellienne de la régulation macroéconomique s'est imposée sous la forme de la règle de Taylor. Mais, dans la récession du tournant des années 1990, Alan Greenspan a pris des libertés avec la fonction de réaction déduite de la règle de Taylor en baissant son taux d'intérêt beaucoup plus que cette fonction ne l'indiquait dans la récession de 1991-1992 (figure 6.2.) et surtout en le maintenant à un niveau bas par rapport aux indications de la règle pendant près de deux ans après la reprise. Cette configuration se répéta de manière amplifiée dans la récession de 2001-2002.

Figure 6.2. Taux des fonds fédéraux et règle de Taylor (1985-2005)



Sources : Fed, BLS, BEA, calculs des auteurs.

Le *risk management* est entièrement compatible avec la théorie de Wicksell. Il consiste à tenir compte des déséquilibres financiers dans la conduite de la politique monétaire. Car l'instabilité financière réagit sur l'économie et provoque des fluctuations du taux d'intérêt naturel. Ainsi, dans les récessions, la rentabilité marginale du capital fléchit, donc le taux d'intérêt réel neutre ou naturel. Si la Fed ne réagissait pas, les taux réels de marché pourraient se trouver en dessus du taux neutre, ce qui prolongerait l'insuffisance de demande et ferait persister le sous-emploi. Il faut donc faire baisser les taux qui conditionnent le coût du capital suffisamment longtemps pour que les entreprises puissent faire des prévisions favorables de la rentabilité de leurs investissements à venir.

En observant la figure 6.2., il est remarquable de noter que la flexibilité de la politique monétaire américaine est à double sens. De 1995 à 1999, le taux directeur de la Fed (*Fed fund rate*) a été systématiquement au-dessus de celui qui aurait résulté de l'application de la règle de Taylor.

Cette époque démontre la pertinence de la théorie wicksellienne. Contrairement à l'hypothèse de neutralité de la monnaie, cette théorie permet de prendre en compte l'impact monétaire du changement structurel.

Que s'est-il passé ? D'un rythme tendanciel de progression annuelle de 1,4 % sur la période 1973-1995, la croissance de la productivité du travail a accéléré à 2,5 % sur la période 1995-2001 sous l'effet des innovations de la « Nouvelle Économie ». En 1995, Greenspan s'aperçut que l'opinion dominante selon laquelle les gains de productivité étaient très lents n'était pas compatible avec d'autres observations statistiques : la faible augmentation des prix, la croissance des profits, la vive hausse de la Bourse et des informations éparses sur les investissements en haute technologie.

Que devait faire la politique monétaire pour s'ajuster à ce changement structurel ? Si la productivité croît plus vite qu'on ne le pense sur la base des données passées, alors la production potentielle est sous-estimée sur la base de ces données. Puisque la production observée est, en réalité, en dessous du potentiel, il

y a un déficit de production par rapport à la mission de la Fed de réaliser le meilleur emploi soutenable. Le déficit chronique de production nourrit le ralentissement de l'inflation que l'on observe, ce qui devrait conduire à maintenir des taux d'intérêt bas.

Mais, d'un autre côté, si le taux de profit s'est élevé, cela veut dire que le taux réel neutre est plus haut qu'on ne le croit, de sorte que les taux réels de marché sont tombés en dessous du taux neutre. Il faut donc les faire augmenter pour retrouver l'égalité des taux qui est compatible avec la production potentielle. Dans la phase transitoire où l'on annonce que les taux vont monter, les entreprises auront intérêt à augmenter leurs investissements pour consolider les progrès de productivité. Cette plus grande efficacité de l'offre va faire baisser le taux de chômage soutenable sans accélérer l'inflation (NAIRU pour *non-accelerating inflation rate unemployment*). Au lieu d'un NAIRU donné, la fonction de réaction de Taylor doit prendre en compte et estimer une tendance baissière du NAIRU. Cela a conduit la Fed à donner plus de poids à l'écart de production (*output gap*) qu'à l'écart d'inflation par rapport à une cible conventionnelle.

La flexibilité de la Fed s'est manifestée de nouveau dans la récession de 2001-2003, puis dans la reprise de 2004-2005. La Fed a mené une politique active de stabilisation pour maintenir les taux d'inflation et de chômage le plus près possible des objectifs de long terme. Elle a agi de manière graduelle par des changements successifs du taux d'intérêt dans le même sens et de quantum faible (25 pbs). Il y a deux raisons à cette préférence pour le gradualisme. La première est l'incertitude sur les canaux de transmission de la politique monétaire. Il est préférable de faire des changements par petites doses dans la même direction et d'observer les résultats. La seconde est le lissage des variations de taux pour éviter que les taux longs ne soient perturbés par des variations intempestives des taux courts.

Dans un monde de marchés financiers prompts à déclencher des logiques autoréférentielles, les banques centrales ont une aversion pour les renversements de politiques qui peuvent créer des polarisations de marché et mettre en danger la réputation des banques centrales.

LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE

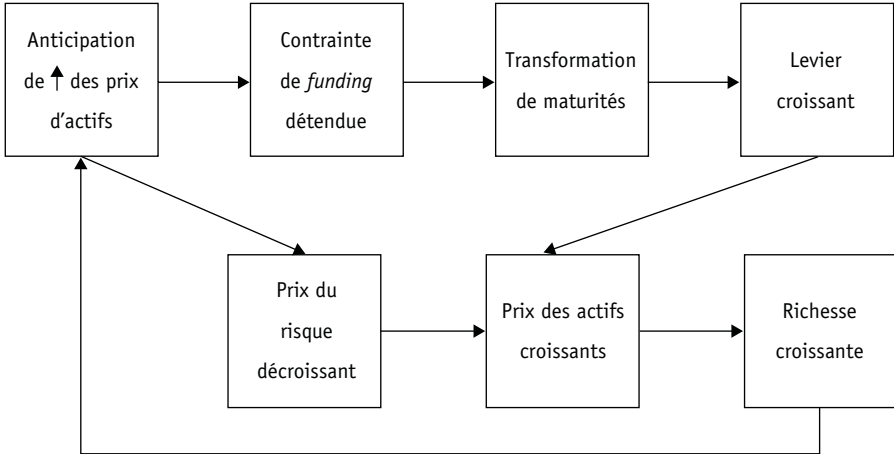
À partir des années 1970 et surtout des années 1990, donc de la globalisation financière, il s'est produit une explosion extravagante des actifs financiers. Une floraison d'instruments de *funding* constitue un marché de gros de la liquidité sous l'empire des *brokers dealers* (banques d'investissement et départements de *trading* des banques universelles). Ces nouvelles formes de liquidité sont largement déconnectées de la banque de détail et donc de l'assurance des dépôts. Ce marché de gros, alimenté par les « *money market funds* », supporte les activités du *shadow banking* avec des leviers énormes et un « *mismatch* » systématique de maturités sans aucune stabilité des passifs. Ce système d'intermédiation de marché a fonctionné jusqu'à la crise générale de 2008 dans des chaînes opaques de transfert de risques à l'insu des régulateurs de marché et des banques centrales. Les dérives du crédit entraînent les cycles financiers de grande ampleur dans les prix des actifs financiers dont le retournement provoque des crises financières.

Les enchaînements macroéconomiques du processus d'amplification sont décrits sur la figure 6.3. Dans un début de cycle, le bas coût de l'intermédiation financière s'autoentretient et nourrit le boom expansionniste par son interaction avec la baisse du prix du risque et par le levier et la valorisation spéculative des actifs. Ce boom se transmet à l'économie réelle par la hausse de la richesse des agents non financiers.

Les acteurs de marché sont financés à crédit contre un collatéral qui est l'actif spéculatif lui-même. Ils ont, comme leurs prêteurs, intérêt à rester dans le *momentum*, dès lors qu'il n'existe pas de valeur fondamentale jouant le rôle de *benchmark* incontestable dans le marché. C'est pourquoi les leviers de dettes s'accroissent en même temps que le prix des actifs monte, jusqu'à des niveaux qui apparaîtront ultérieurement excessifs.

L'offre de crédit par les banques et la demande de crédit par les spéculateurs augmentent en même temps (figure 6.4.). Le *spread* de crédit ne s'accroît pas, bien que l'exposition à la dette des

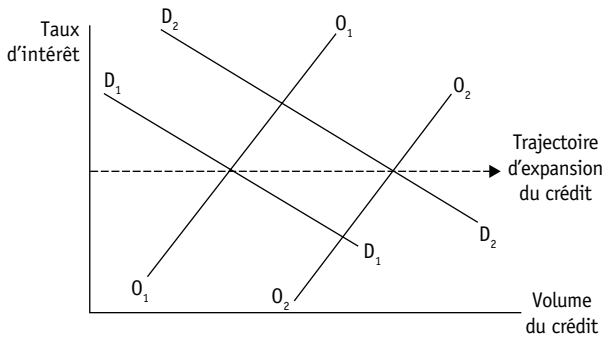
Figure 6.3. Les enchaînements de la phase expansive du cycle financier



emprunteurs s'élève avec la hausse de l'offre de crédit. Un risque d'insolvabilité s'accumule dans les bilans en restant dissimulé tant que le *momentum* se poursuit. Il se loge dans la probabilité invisible de l'éclatement de la bulle spéculative. Une des caractéristiques les plus spectaculaires de l'énorme expansion de l'endettement qui a financé la spéculation immobilière a été l'écrasement des *spreads* de crédit pendant les années 2003 à 2006. Cela apparaîtra ultérieurement comme une sous-évaluation grossière du risque, mais c'est la conséquence de la baisse endogène du prix du risque. Cela n'a pas attiré l'attention des régulateurs et des banques centrales pendant que le processus se déroulait. Dans leur cadre théorique, ils avaient toutes les raisons de penser que les innovations financières amélioreraient la complétude des marchés, donc les opportunités de disséminer le risque, et que les agents rationnels sauraient s'en saisir de manière optimale. Le fait que le risque caché s'accumule tout en restant dissimulé dans les bilans, et plus généralement dans les formes multiples de l'exposition à la variabilité des prix d'actifs, est inhérent à la logique du *momentum*, laquelle est niée par le concept de l'efficacité financière. Pourtant, dans cette logique, la sous-estimation du risque résulte de l'absence de *benchmark*

extérieur à la valorisation autoréférentielle des actifs que produit la finance. Du fait du levier d'endettement, ce risque s'inscrit dans les bilans. Il n'est pas seulement individuel puisque les bilans sont interdépendants. Il se développe sous la forme de *vulnérabilités* financières.

Figure 6.4. Interdépendance de l'offre et de la demande de crédit



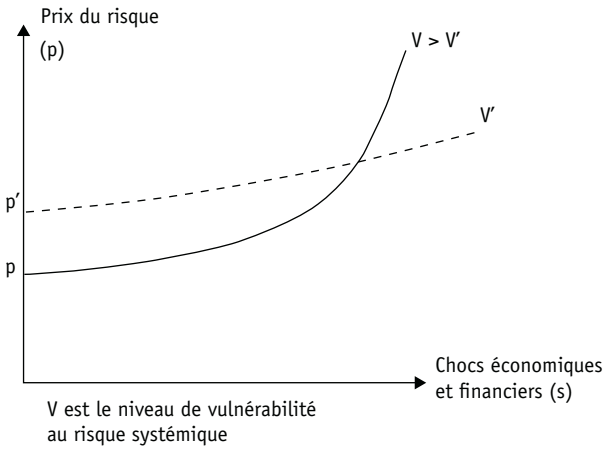
Prix du risque et vulnérabilités financières : fondement de la politique macroprudentielle

Il est éclairant de recourir à une représentation stylisée des relations entre prix du risque et vulnérabilités financières (Adrian, Covitz et Liang, 2013).

Appelons p le prix du risque, s les chocs financiers et V le niveau de vulnérabilité au risque systémique. Les chocs se produisent et s'intensifient dans le retournement du cycle financier. Selon la théorie de l'instabilité financière, p est une fonction de s et de V . C'est une fonction croissante et convexe de s et d'autant plus convexe que les vulnérabilités sont élevées lorsque les chocs sont forts ; ce qui est le cas lorsque le *momentum* du levier a nourri une bulle spéculative de grande ampleur. Au contraire, lorsque les chocs sont bénins en début de la phase d'expansion financière, le prix du risque perçu par les participants au marché p est d'autant plus bas que les vulnérabilités latentes, mais cachées, sont élevées, puisque ces vulnérabilités entraînent les enchaînements de

la figure 6.3. qui produisent le *momentum* de la valorisation des actifs. D'où le dilemme de la politique monétaire représenté sur la figure 6.5. : *une politique qui favorise une diminution forte du prix du risque, parce que l'inflation est basse, provoque les vulnérabilités qui vont faire bondir le prix du risque ultérieurement.*

Figure 6.5. Sensibilité du prix du risque aux chocs modulé par le niveau de vulnérabilité



On comprend pourquoi la crise financière éclate de manière imprévisible, alors que ses conditions mûrissent implacablement dans la phase d'euphorie. Elle résulte d'une faillite des marchés financiers parce que leur fonctionnement rend les intermédiaires financiers incapables de se coordonner sur une trajectoire d'expansion modérée et financée par des stratégies robustes qui bloqueraient le développement des vulnérabilités. Car, lorsque le niveau des chocs est bas, le prix du risque est plus faible si le système financier est construit sur des vulnérabilités plus élevées : $p < p'$ pour $V > V'$ lorsque s est bas. Les acteurs de la finance ont donc intérêt à s'engager et à rester dans la bulle qui accroît leurs gains en capital grâce à un levier bon marché. *La crise est inéluctable, mais le moment de son déclenchement est impossible à prévoir.*

Lorsque les bulles se développent, la probabilité d'éclatement, donc de chocs de grande amplitude, augmente fortement.

Les vulnérabilités accumulées dans ce régime financier peuvent transformer le retournement des prix d'actifs en crises systémiques. Celle de 2008 a été d'une ampleur extrême.

Pour comprendre ce qui se passe, il suffit de suivre l'inversion des enchaînements de la figure 6.3. Les prix des actifs spéculatifs s'effondrent, et le prix du risque bondit. Les vulnérabilités bâties dans le système financier expliquent l'amplification des enchaînements dépressifs. Avec la baisse vertigineuse de la valeur des collatéraux, le levier d'endettement des *shadow banks* ne peut plus être renouvelé. Il s'ensuit des tentatives de désendettement en désordre avec ventes d'actifs de détresse qui propagent la plongée des valeurs à tous les actifs risqués. Les chaînes d'intermédiation transmettent le désendettement en cascade. Il s'ensuit une ruée sur les titres d'État perçus comme refuges ultimes. Les agents non financiers endettés contre l'acquisition des actifs subissent un effondrement de leur richesse ; ce qui provoque la récession dans l'économie réelle. Les banques commerciales sont touchées de trois manières : par la paralysie du marché de gros de la liquidité, parce qu'elles avaient étendu leurs crédits bien au-delà de leurs dépôts, parce qu'elles avaient acheté des titres et des dérivés issus de la titrisation des crédits, parce qu'elles avaient fait directement des prêts à des agents non financiers en détresse. C'est alors que les banques centrales sont conduites à intervenir, non seulement en tant que prêteur en dernier ressort des banques commerciales qu'elles ont pour mission de soutenir, mais aussi dans les enchaînements du *shadow banking* pour remplacer le marché de gros de la liquidité complètement paralysé et pour venir au secours des *brokers dealers*. C'est toute la politique monétaire qui est engagée dans des stratégies inusitées.

Pour éviter que les banques centrales ne soient contraintes à des sauvetages *a posteriori*, dont ni l'ampleur ni la durée ne peuvent être maîtrisées *a priori*, la politique macroprudentielle est un nouvel outil dédié à la stabilité du système financier dans son ensemble. Il est en quelque sorte intermédiaire entre la régulation prudentielle traditionnelle et la politique monétaire. Son fondement théorique découle de l'analyse illustrée sur la figure 6.5. La politique macroprudentielle ne cherche pas à prévoir les chocs qui

pourraient se produire, puisque l'incertitude rend cette divination illusoire. Elle n'entre pas dans le débat inextricable de savoir si la dynamique des prix d'actifs est ou non une bulle spéculative. Mais elle constate le *momentum* et cherche à combiner des moyens d'action pour amortir le coût social du retournement ultérieur du cycle financier. Pour réaliser cet objectif, la politique macroprudentielle doit maintenir le prix du risque à un niveau suffisamment élevé dans la phase d'expansion financière pour éviter qu'il ne s'élève de manière destructrice dans la phase de retournement. Il s'agit donc d'influencer l'arbitrage *prix du risque/probabilité de crise systémique* qui est inhérent à l'instabilité intrinsèque de la finance. Pour modifier les conditions de cet arbitrage, il faut agir sur les vulnérabilités sous-jacentes, structurelles et dynamiques.

Les *vulnérabilités structurelles* proviennent des interconnexions et des complexités de l'intermédiation de marché. Ce sont les formes de risque exposées aux défauts de coordination qui sont des nids de risque systémique : ETFs (*Exchange Traded Funds*) synthétiques non complètement répliqués ; repos (*Repurchase Agreement*) tripartites exposés aux ventes forcées du collatéral et dépendant excessivement du crédit intrajournalier des banques de *clearing* aux *brokers dealers* ; ABCP (*Asset-Backed Commercial Paper*) et FCP (Fonds communs de placement) non assurés ; *money market funds* dont le passif est présumé équivalent à la monnaie et qui recherchent agressivement du rendement ; produits de titrisation non standards et négociés dans des chaînes opaques de gré à gré.

Les *vulnérabilités dynamiques* sont les leviers très élevés des *shadow banks* (*brokers dealers*, *hedge funds*, véhicules spéciaux et conduits) et les transformations d'échéances incorporées dans les produits dérivés. Leviers et transformations d'échéances opèrent de concert dans les options, repos et ventes à découvert.

Identifier les vulnérabilités plutôt que les chocs potentiels conduit à porter l'attention sur l'impact systémique des chocs s'ils se produisent (Liang, 2013). L'outil de détection au cœur de la politique macroprudentielle est la réalisation des tests de stress macroéconomiques.

Politique macroprudentielle et politique monétaire

Une conception erronée est de considérer que la politique macroprudentielle et la politique monétaire sont complètement séparées. La politique macroprudentielle réaliserait entièrement l'objectif de stabilité financière, de sorte qu'il n'y aurait rien à changer à la doctrine de la politique monétaire. Il n'y aurait aucune interférence entre les deux. La politique monétaire serait toujours le maniement du taux monétaire pour atteindre et maintenir l'économie sur la cible d'inflation. Les mesures extraordinaires prises par les banques centrales depuis 2010, alors que le taux d'intérêt directeur était tombé à zéro et y est resté de nombreuses années, montrent bien l'inanité de cette affirmation.

C'est une incompréhension de la politique macroprudentielle de croire qu'elle a pour objectif et qu'elle est capable de compenser entièrement les chocs financiers, c'est-à-dire de supprimer le *momentum*. Les deux politiques, macroprudentielle et monétaire, influencent à la fois les marchés financiers, les bilans des agents et les agrégats macroéconomiques. Elles peuvent donc avoir des synergies. Ainsi, une hausse des prix d'actifs induite par une rentabilité plus favorable, le fameux choc de productivité, provoque une accélération de la demande de crédit. La politique monétaire doit être accommodante pour ne pas entraver la croissance. Mais une politique macroprudentielle ciblée doit contenir le levier d'endettement pour éviter l'emballement du crédit. C'est ce deuxième volet qui a manqué lors de la bulle boursière du tournant du siècle. Cependant, la coordination des deux types de politiques ne va pas de soi. Car le temps de réaction de la politique macroprudentielle est plus long, et les canaux de transmission sont moins bien connus que ceux de la politique monétaire.

Les vulnérabilités structurelles sont en principe traitées par des moyens statiques, c'est-à-dire permanents : des obligations de capital et de liquidité plus exigeantes pour les grandes banques ; une autorité de résolution ordonnée des faillites bancaires ; la compensation centralisée des dérivés ; les moyens d'éviter les ruées sur

les *money market funds*. Mais cela ne suffit pas à éviter le cycle financier. Les innovations débordent toujours les limites établies par les réglementations existantes. Comme on l'a vu, le système financier est fortement procyclique et développe donc des vulnérabilités dynamiques à caractère macroéconomique. Il faut pouvoir surveiller la variation du prix du risque qui découle des interactions stratégiques des prêteurs et des emprunteurs, si l'on veut amortir les vulnérabilités cycliques qui se développent avec la baisse du prix du risque. La méthode opérationnelle est celle des *tests de stress macroéconomiques*.

Toutes les banques centrales adoptant cette procédure peuvent utiliser les outils de la politique macroprudentielle de manière dynamique et les combiner à la politique monétaire pour réduire l'amplitude du cycle financier et modérer la fréquence et la sévérité des crises. Trois outils macroprudentiels ont des effets macroéconomiques et peuvent ainsi compléter la politique monétaire : les exigences de capital contracycliques (*capital buffers*), les limites des prêts rapportés à la valeur des biens immobiliers (*loan-to-value ratios*) et les limites des dettes rapportées au revenu des ménages (*debt-to-income ratios*), les réserves obligatoires (*required reserve ratios*).

Les ratios de capital modulés sur le cycle financier ne doivent s'élever dans la phase montante ni trop tôt ni trop tard, d'où la nécessité que la manipulation de ces instruments soit branchée sur l'information fournie par les tests de stress. Ils doivent baisser après le retournement du cycle pour préserver le flux de crédit des banques à l'économie lorsque des pertes se matérialisent dans le système bancaire. L'effet pourrait être asymétrique : impact modeste pour freiner le *momentum* du crédit, mais amortissement du rationnement de crédit dû aux prêts non performants. Ce faisant, l'instrument macroprudentiel pourrait soulager les banques centrales qui auraient moins besoin de conduire des politiques monétaires ultra-accommodantes.

Les instruments dédiés au marché immobilier se justifient parce que les spéculations suivies de crises immobilières sont les plus dévastatrices par l'ampleur des pertes de richesse, la longueur

et la difficulté du désendettement et les effets récessifs induits sur l'ensemble de l'économie. Cela est conforme à nos résultats empiriques de la première section de ce chapitre : c'est l'endettement des ménages pour les acquisitions immobilières qui est la principale force motrice du cycle financier. Si l'on est capable de bien doser les limites à l'expansion du crédit dans la phase euphorique d'une spéculation immobilière, l'accélération de la hausse des prix peut être freinée. L'ordre de grandeur est que 10 % de baisse du ratio limite *loan-to-value* peut réduire l'appréciation des prix immobiliers de 8 à 13 %. Ces contrôles plus serrés de l'endettement ont aussi un effet après le retournement en limitant les défauts des emprunteurs et les pertes induites des prêteurs. Les récessions peuvent être plus courtes, et les banques centrales peuvent éviter d'être contraintes par la barrière de taux 0, donc de recourir à des mesures exceptionnelles.

Les réserves obligatoires sont un instrument de la politique monétaire qui a été abandonné par les banques centrales occidentales, mais qui est utilisé avec succès dans certains pays émergents, notamment en Chine. Les banques centrales seraient bien avisées de réhabiliter cet instrument. Il peut être utilisé en quantité sous la forme d'une variation du ratio, ou en prix sous la forme d'une rémunération des réserves bancaires à un taux inférieur au taux directeur de la banque centrale, ce qui revient à une taxe sur le crédit puisque les banques vont répercuter le manque à gagner sur leurs clients.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN TRÈS BASSE INFLATION

En étudiant plus haut la mise en œuvre de la politique monétaire, on a montré que dans les économies contemporaines, universellement à monnaie bancaire endogène, le guide de la politique monétaire est le taux d'intérêt naturel. Ce taux exprime la rentabilité nette anticipée des investissements productifs nouveaux. Il oriente donc les projets d'entreprise dont la réalisation dépend de l'accès au financement. Le coût de l'accès aux moyens de financer

les biens en capital nouveaux qui renouvellent les moyens de production usés ou déclassés est le coût du capital. Dans la mesure où elle influence les taux d'intérêt des supports financiers par lesquels l'épargne est mise à disposition des projets d'entreprise, la banque centrale est le régulateur de cet ajustement. Elle cherche à faire en sorte que l'adéquation entre l'épargne et l'investissement agrégés se fasse au niveau d'activité économique qui emploie le plus efficacement les ressources humaines et matérielles disponibles.

Mais, comme on l'a montré au chapitre 5 en analysant la récurrence des crises financières, cet ajustement n'est pas de tout repos. On a longuement montré que la finance est mue par la logique du *momentum* qui se réalise dans des cycles de longue durée. Le retournement d'une longue phase d'euphorie financière, provoquant un surplomb de dettes par rapport à la production de valeur nouvelle et une hausse spéculative des prix des actions et de l'immobilier, déclenche toujours une crise financière. Cette dernière peut devenir systémique si les excès financiers ont accumulé des fragilités sévères et répandues parmi les intermédiaires financiers. Ce fut le cas de la phase d'expansion du cycle qui a pris son essor au milieu des années 1990, culminant en 2007 et déclenchant en 2008 une crise systémique qui a engagé une phase dépressive dans laquelle l'économie mondiale est toujours engluée. Que peut faire la politique monétaire lorsque de nombreux agents privés cherchent massivement à se désendetter et que les réticences à investir productivement sont grandes ? Le résultat est, bien sûr, une insuffisance chronique de demande et une croissance durablement basse, essentiellement engendrée par une baisse cumulée de l'investissement productif. Cet équilibre macroéconomique à basse pression est appelé *stagnation séculaire*. Les banques centrales vont essayer de ranimer la confiance, mais elles rencontrent un obstacle de taille qui est la disparition de l'inflation en général et surtout la baisse des prix dans les secteurs de l'économie les plus liés à la production des moyens de production (prix des matières premières, prix des produits intermédiaires de première transformation, prix à la production des produits industriels).

Dans la crise financière systémique, le problème majeur est le désendettement des agents économiques et financiers qui s'étaient exposés à un levier excessif. Si le secteur privé recherche le désendettement le plus vite possible dans le désordre, le risque systémique va se propager à toute l'économie. Les ventes d'actifs en détresse vont faire monter les taux d'intérêt alors que l'économie est déjà en récession. Car, dans cette situation, le défaut de coordination de la finance est à son maximum. C'est ce qui s'est passé à partir de septembre 2008.

Les banques ne disposaient pas du capital en réserve suffisant pour absorber les pertes en valeur de marché sur leurs actifs. Elles étaient entièrement dépendantes du refinancement en dernier ressort de la banque centrale. Les taux directeurs de la banque centrale n'étaient dès lors plus un outil du contrôle de l'inflation ou de l'activité, mais avaient pour objectif la solvabilité du système bancaire. Le taux qui assure juste la solvabilité du système bancaire est égal au taux d'intérêt sur le stock de prêts antérieurement accumulés moins le taux moyen de pertes probables. Si le taux d'intérêt sur les crédits consentis dans la phase euphorique était bas (parce que la politique monétaire était accommodante et que le prix du risque était faible), alors que les pertes probables devenaient très élevées, *le taux de refinancement théorique d'équilibre devait être négatif pour maintenir les banques à flot*. Mais comment peut-on avoir un taux d'intérêt nominal négatif ?

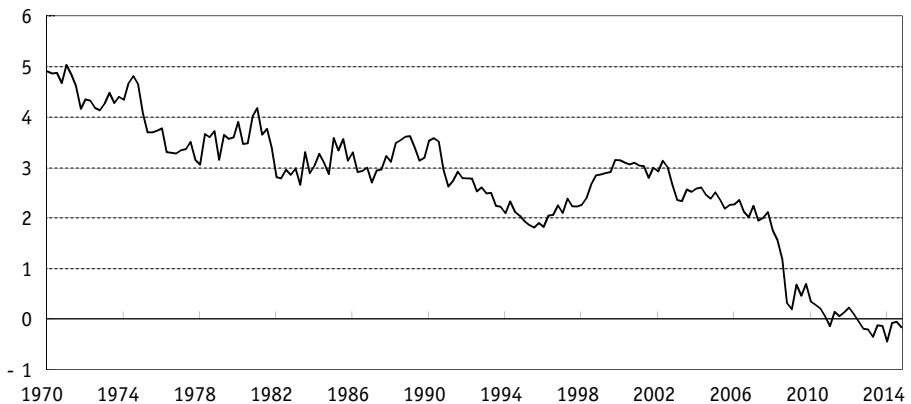
La barrière de taux nominal zéro

Rappelons que la monnaie émise par la banque centrale est la liquidité absolue, puisque c'est la dette unanimement acceptée dans laquelle toutes les autres dettes se convertissent. Dans une situation économique dite normale, la banque centrale détermine son taux directeur de telle manière qu'elle fait converger les anticipations des acteurs privés sur une cible qu'elle annonce. Elle veille à ce que le taux réel qui en résulte (taux directeur-norme d'inflation) soit compatible avec le taux naturel, c'est-à-dire ne s'en écarte pas

trop dans les deux sens pour ne provoquer ni un emballement inflationniste ni un sous-emploi chronique.

Or les répercussions de la crise financière systémique ont été immédiatement drastiques pour les banques et d'autres intermédiaires financiers. Les banques centrales ont dû injecter des liquidités en levant toutes les conditions selon lesquelles elles les accordent aux banques dans les circonstances normales et les fournir au coût le plus faible possible. Mais une crise systémique se répercute à toute l'économie et modifie profondément les attitudes par rapport au risque de tous les acteurs de l'économie, entraînant une prudence généralisée et durable. C'est ce qui se manifeste par la stagnation séculaire. L'incitation à investir se tarit parce que le rendement marginal net du capital (le taux d'intérêt réel) descend très bas, voire devient négatif. C'est ce qui s'est passé aux États-Unis, et, selon le FMI, le taux naturel est devenu quasi nul dans l'ensemble des pays de l'OCDE. On remarque l'impact de la crise systémique. Le taux naturel est immédiatement tombé de 2 % au voisinage de 0 %. Puis la basse croissance autoentretenu a entraîné l'inflation vers 0. La figure 6.6. mesure le taux naturel en termes nominaux (taux naturel = productivité marginale nette du capital

Figure 6.6. Taux d'intérêt naturel américain
(1970 T1-2014-T4)



Source : Version mise à jour des estimations de Laubach et Williams (2003) qui définissent le taux d'intérêt naturel comme le taux d'intérêt de la banque centrale cohérent avec une économie fonctionnant à son plein potentiel, une fois les chocs transitoires d'offre et de demande éliminés.

+ taux d'inflation tendanciel qui est considéré comme une approximation du taux d'inflation anticipé). Le taux d'inflation a lentement reflué, entraînant le taux naturel nominal jusqu'à 0 et en dessous.

On saisit le piège dans lequel se trouve la politique monétaire. La monnaie émise par la banque centrale étant la liquidité absolue, quiconque disposant de titres financiers à court terme sans risque de crédit (par exemple des bons du Trésor) a toujours l'option de les convertir en cash sans coût et sans limite. Il s'ensuit que le taux nominal du marché monétaire, directement influencé par la politique monétaire, incorpore une option qui résulte de la contrainte plancher de taux 0. Car le cash, en tant que liquidité absolue et détenue anonymement, ne porte pas d'intérêt. On retrouve le trait caractéristique de la nature de la monnaie. Fondement de la valeur et médium social par excellence, c'est le support de toute la structure des dettes et des actifs qui constituent les interdépendances de l'économie dans le temps. On peut donc écrire la relation de détermination du taux directeur de la banque centrale pour de très faibles valeurs du taux naturel pouvant devenir négatif :

$$\textbf{Taux nominal = max \{0, taux virtuel\}}$$

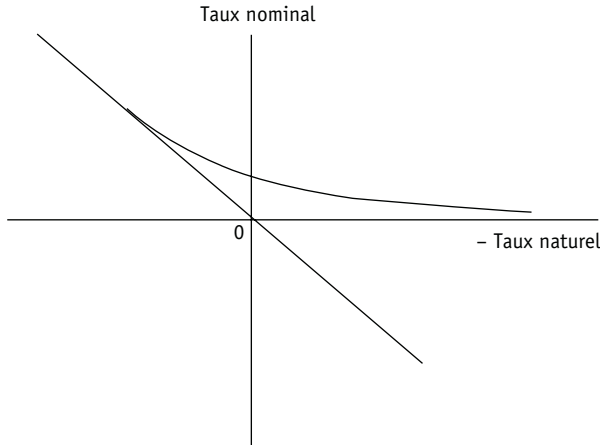
Cette équation signifie que, si le taux naturel est positif, la banque centrale s'efforce de fixer son taux directeur à la hauteur du taux naturel exprimé en valeur nominale. S'il est négatif ou nul, elle fixe son taux directeur à zéro.

Cette équation peut encore s'écrire :

$$\textbf{Taux nominal = taux naturel + max \{0, - taux naturel\}}$$

Le taux naturel nominal est le taux qui serait déterminé par la politique monétaire si elle suivait une règle standard connue des marchés financiers lorsque le PIB est à son potentiel (plein emploi efficace des ressources productives). Le taux directeur de la banque centrale englobe les situations de taux naturel négatif. Il devient le rendement d'un produit financier synthétique. Il comprend un titre qui rapporte le taux d'intérêt naturel combiné à l'achat d'une *option put* (option de vente) dont le prix d'exercice est 0. Cette option garantit le plancher 0 quand le taux naturel devient négatif (figure 6.7.). Elle est implicitement vendue par la banque centrale sur l'opposé du taux virtuel.

Figure 6.7. Le taux court futur
comme option sur le taux naturel anticipé



Les politiques « non conventionnelles » pour contourner la barrière de taux 0

Quand la valeur intrinsèque de l'option est positive, le taux nominal observé est trop haut par rapport au taux naturel que la banque centrale devrait fixer pour ramener l'économie vers la production potentielle (*output gap* 0). L'économie est bloquée dans une *trappe à liquidité*. Il en résulte une courbure du taux d'intérêt à court terme au voisinage de zéro par effet d'attraction de la barrière. La banque centrale est donc contrainte dans son action si elle s'attache à influencer l'économie à partir du taux court. Elle perd sa capacité de transmission de ses impulsions à l'économie. Elle doit donc inventer d'autres moyens d'action. Ceux-ci consistent à essayer d'influencer directement les taux longs. De quelle manière ?

L'effet du plancher des taux d'intérêt s'étend sur toute la courbe des taux. Car une option a une valeur temps. Lorsque l'inflation basse est anticipée durable, les taux courts futurs anticipés ont une probabilité non négligeable de devenir négatifs, donc d'être virtuels. Les taux à terme (par exemple les taux à trois mois dans un an) observables dans la courbe des taux incorporent donc la

valeur d'option pour le terme considéré, conformément à l'équation suivante :

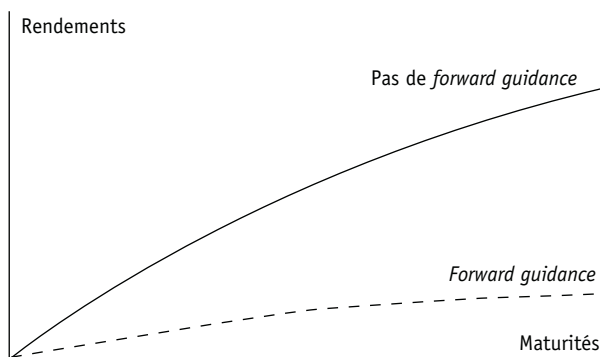
$$\begin{aligned} & \text{Taux à trois mois dans un an} = \\ & \text{Taux naturel anticipé} + \text{prime à terme} \\ & \quad + \text{valeur de l'option} \end{aligned}$$

La valeur d'option se répercute donc dans le taux long :

$$\begin{aligned} & \text{Taux à T ans} = \\ & \text{Moyenne des taux courts anticipés} + \text{prime de risque} \\ & \quad + \text{valeur d'option} \end{aligned}$$

La prime de risque exprime l'effet de la volatilité des taux courts futurs. Le dernier terme est l'incidence de la barrière de taux zéro si la volatilité des taux futurs fait tomber le taux virtuel en dessous de zéro. Comme la valeur temps de l'option augmente avec la volatilité des taux courts futurs qui croît avec le temps, la courbe des taux est déformée par rapport à ce qu'elle serait en situation normale. Le contenu en information de la courbe des taux est donc altéré (figure 6.8.).

Figure 6.8. Déformation de la courbe des taux au voisinage du taux nominal nul



La banque centrale cherche à agir sur les taux longs en influençant les taux courts anticipés. Elle le fait en s'engageant fermement à conserver le taux à court terme à zéro tant que ne seront pas atteintes certaines conditions d'emploi et d'inflation qu'elle énonce. C'est la politique de guidage des taux d'intérêt futurs (*forward*

guidance). Si cet engagement est crédible, la composante anticipation des taux longs restera basse. La *forward guidance* permet aussi de réduire la volatilité des taux courts futurs qui est incorporée dans le prix du risque. Elle abaisse donc l'ensemble de la courbe des taux (figure 6.8.).

La montée du prix du risque reflète aussi la détérioration de la liquidité des actifs que les investisseurs financiers détiennent (liée au risque d'une forte perte de valeur si le besoin de liquider les actifs apparaît). La banque centrale va faire des achats ciblés d'actifs longs pour mettre hors du stress de marché l'actif qui est le pivot des marchés financiers, c'est-à-dire les obligations d'État de différentes échéances, et ainsi aplatir la pente de la courbe des taux et donc compléter la *forward guidance* par le contrôle de la prime de terme. Elle peut aussi acheter certains actifs longs particulièrement affectés par la crise, comme les titres hypothécaires aux États-Unis et au Royaume-Uni, plus récemment en zone euro, voire certaines obligations d'entreprises. Ce sont les achats d'actifs ciblés (*targeted asset purchases*²).

Si la banque centrale fait des achats illimités de certains types de titres, elle modifie la liquidité des titres choisis relativement aux autres, donc les primes de terme. Plus la substituabilité entre les actifs est faible, plus la structure des rendements peut être modifiée. Les banques centrales espèrent ainsi inciter les investisseurs de long terme à réduire leur aversion pour le risque et à redéployer leurs portefeuilles sur d'autres catégories de titres longs avec un effet positif sur les investissements réels (réanimation de l'immobilier et reprise de l'investissement productif). C'est le canal du portefeuille (*portfolio channel*) de la politique monétaire.

2. On trouvera une synthèse récente des innovations des banques centrales pour combattre la baisse du taux naturel conduisant à la stagnation séculaire dans T. Pfister et N. Valla (2015).

*Conclusion : l'indépendance
de la banque centrale au cœur
de la politique économique*

Pour garantir la légitimité de la monnaie, la banque centrale doit paraître extérieure aux intérêts partisans qui s'opposent au sujet de la gestion de la liquidité. Cette extériorité doit demeurer crédible sans empêcher la banque centrale de jouer son rôle politique pour réguler la monnaie, donc sans l'empêcher de mener les actions discrétionnaires qui s'imposent. L'indépendance est alors un principe monétaire qui fait partie de la souveraineté, surtout pas une règle opérationnelle qui transformerait la banque centrale en pilote automatique.

Les textes fondateurs doivent investir la banque centrale dans la mission de stabilité des prix. Mais, dans leur grande sagesse, ces textes doivent se garder de spécifier ce qu'est la stabilité des prix, ce qui priverait la banque centrale de sa capacité de jugement dans des contextes imprévisibles. L'indépendance est un symbole qui fonctionne si la banque centrale peut adopter des politiques flexibles pour répondre équitablement à des déséquilibres variés, sans être suspectée de menacer la stabilité des prix.

Comme l'indépendance de la banque centrale a la nature d'une garantie symbolique, alors que sa pratique l'insère profondément dans l'économie, la formalisation juridique de l'ordre constitutionnel qui évite la confusion des niveaux de représentation et d'action est d'une importance primordiale. C'est pourquoi il faut penser l'indépendance de la banque centrale sous la forme d'une hiérarchie enchevêtrée. La banque centrale doit être dotée d'un mandat qui garantit son indépendance dans l'exécution de sa mission, soit une indépendance de moyens. Mais cette mission ne saurait être détachée de l'ensemble des politiques que les citoyens confient à leurs représentants pour œuvrer au bien-être social. C'est bien pourquoi la banque centrale doit dialoguer avec les autres pouvoirs d'exécution de la politique économique et doit rendre des comptes aux représentants du peuple sur la réalisation de son mandat.

QUATRIÈME PARTIE

L'énigme de la monnaie internationale

On croit savoir ce qu'est la monnaie internationale, mais on ne la rencontre jamais concrètement. Dans un monde de nations, on ne rencontre que des monnaies nationales. Car, s'il y a un seul résultat à retenir de notre longue analyse théorique et historique, c'est qu'il n'y a pas de monnaie qui ne soit investie d'une souveraineté. Or il n'existe pas de souveraineté universelle. Comment peut-on donc traiter le problème ? Dans la deuxième partie on a montré que les fameuses monnaies virtuelles ne sont que des moyens de paiements privés sans ancrage fiduciaire, en aucun cas des monnaies de plein exercice. Si elles prétendent jouer un rôle dans l'économie réelle, elles doivent subir l'épreuve de conversion dans des monnaies nationales. Quant aux monnaies locales, beaucoup plus intéressantes, si elles ne sont pas seulement des moyens de paiements fugitifs qui apparaissent dans les crises monétaires, elles sont les vecteurs monétaires d'une souveraineté complexe à plusieurs niveaux en voie de formation.

Cependant, l'expansion du capitalisme ne respecte pas les frontières nationales. Elle joue de l'ambivalence de la monnaie. C'est par la projection internationale de monnaies nationales dans les transactions marchandes, principalement financières, que se constitue

à certaines époques une finance globale. L'espace de circulation de certaines monnaies dépasse celui des relations économiques placées sous l'autorité de la souveraineté nationale. Il existe donc des relations de change où se confrontent les monnaies nationales qui deviennent des devises dans les autres espaces de souveraineté. Dans quelles conditions peut-on prétendre que ces relations forment un système ? Car un système implique des règles et un mode de régulation qui les conservent dans le temps.

Quelles sont donc les règles qui permettent d'identifier un système monétaire international ? Car, si l'on dit « système », on présume une certaine efficacité dans l'ordonnement des relations d'échange de toutes natures entre nations. On sait que cette efficacité, si elle existe, s'exprime dans le système des paiements. Un système de paiements est efficace s'il achemine la circulation des dettes dans le temps de sorte que les paiements soient irrévocables et finaux. Cette logique s'étend à l'espace international. Elle implique que la liquidité ultime soit unique ; ce qui est la conséquence de la hiérarchie instaurée par la souveraineté. Qu'est-ce que cela signifie dans les relations monétaires internationales ? Nous montrerons qu'une hiérarchie doit nécessairement s'établir entre les devises. Dans quelles conditions cette configuration est-elle stable ?

Selon la méthode utilisée dans ce livre, nous passons de la théorie à l'histoire pour valider ou invalider les idées théoriques. Il y a deux époques où il est largement reconnu qu'il a existé un système monétaire international. C'est l'*étalon-or* à l'âge classique de l'expansion financière du capitalisme, qui a duré environ quarante ans avant la Première Guerre mondiale. C'est aussi le système de Bretton Woods dans la société salariale qui a duré moins de trente ans après la Seconde Guerre mondiale. Nous montrerons à quel point ces deux systèmes étaient différents par les règles qui les définissaient et quelles étaient les contradictions qui les ont emportés.

Cette incursion dans l'histoire devrait permettre de trouver quelques repères dans l'époque de la globalisation financière qui a succédé à la disparition du système de Bretton Woods. Y a-t-il système ou non en l'absence de règles mutuellement acceptées ?

Le rôle dominant du dollar qui était institué dans le système de Bretton Woods perdure-t-il et, si oui, comment ? Dans cette époque, les relations internationales ont été affectées par un ovni dans le paysage monétaire. C'est l'euro, une monnaie supranationale qui prétend unifier monétairement des nations, mais qui ne repose sur aucune souveraineté compatible avec son espace de circulation. L'incomplétude de l'euro a une incidence majeure sur les développements de la crise contemporaine de la globalisation financière. Car l'incomplétude de l'euro handicape la position de l'Europe dans les relations internationales.

D'autres forces puissantes contribuent à remodeler les relations monétaires internationales. C'est principalement le déplacement vers l'Asie des capacités productives et donc des échanges internationaux. Ce déplacement est polarisé par la puissance chinoise qui va faire entrer sur la scène internationale une devise majeure qui est soutenue par un principe de souveraineté très différent de ceux qui prévalent en Occident.

La prospective monétaire internationale pour la prochaine décennie véhicule l'idée spontanée de systèmes pluridevises. Il s'agit plus d'un slogan, la fin des hégémonies, la fin des devises-clés, que d'une notion rigoureusement élaborée. Certes, si ce siècle doit survivre, la croissance soutenable est son avenir. Elle passe par la production de biens publics globaux. La liquidité internationale est un bien public global qui n'a jamais trouvé sa solution institutionnelle. La concurrence des devises n'en est pas un substitut, parce qu'elle bute sur l'obstacle de l'unicité de la liquidité ultime.

Lorsqu'il a présenté sa vision de l'ordre monétaire de l'après-guerre en 1942, Lord Keynes a conçu un système de règles de paiements internationaux qui neutralisait la question de la liquidité ultime au niveau international. Il envisageait de tirer à l'extrême les conséquences du *banking principle*, c'est-à-dire un système hiérarchisé de crédits et de paiements dont les règles rendraient impossible l'accumulation de liquidités internationales par des acteurs privés. La malédiction de l'ambivalence de la monnaie serait conjurée au niveau supérieur par un système de crédits entre les banques centrales, obéissant à des règles communes qui seraient gérées

par une institution internationale (Keynes, 1942-1943). La monnaie serait rendue à ce qu'Aristote avait déjà perçu. Elle est pur lien social, pure Loi. À l'heure de l'affirmation des États-nations, le discours de Keynes ne pouvait pas être entendu. À l'heure où les carences de cette forme de souveraineté devant les défis du développement humain se manifestent de toutes parts, les idées de Keynes méritent d'être remises sur le métier.

CHAPITRE 7

La monnaie internationale à l'épreuve de l'histoire

Les États souverains ont la faculté de contrôler les échanges de leurs résidents avec l'étranger de différentes manières : des restrictions au commerce extérieur ou aux mouvements de capitaux, des limitations à l'acquisition de devises étrangères, une taxation des dépôts en devises étrangères. S'il en est ainsi, les échanges internationaux sont fragmentés et restreints. L'adéquation des échanges internationaux aux moyens de paiements acceptables par les partenaires se fait essentiellement par accords bilatéraux entre pays. On ne peut parler de monnaie internationale.

Si elle existe, la monnaie internationale doit être un bien public qui satisfait les caractéristiques générales de la monnaie pour régler le système des créances et des dettes du point de vue de la finalité des paiements internationaux. Pour ce faire, il doit exister une forme ultime de liquidité dans un marché de créances et de dettes unifié par la liberté des mouvements de capitaux. Cette monnaie doit être émise sous la forme, et selon les montants adaptés aux besoins, de règlement des transactions internationales de toutes natures. Nous verrons que cette condition fondamentale pour que la qualité de bien public reconnue à la monnaie se réalise dans les paiements internationaux a rarement été vérifiée dans les régimes monétaires qui se sont succédé.

Les analystes des relations monétaires internationales se contentent la plupart du temps d'une approche fonctionnaliste.

Ils observent que les fonctions usuelles de la monnaie sont dédoublées puisqu'elles concernent les échanges entre résidents et non-résidents, qu'ils soient privés ou publics (tableau 7.1.).

Tableau 7.1. Les fonctions de la monnaie internationale

Fonctions	Secteur privé	Secteur public
(i) Unité de compte.	— Principale devise de facturation. — Numéraire sur les marchés mondiaux (matières premières et dérivés, etc.).	Devise d'ancrage pour fixation des taux de change.
(ii) Intermédiaire des échanges.	— Règlement des transactions commerciales et financières. — Intermédiaire sur le marché des changes.	Devise pour les interventions de change.
(iii) Réserve de valeur.	— Devise de placement des non-résidents. — Marchés bancaires, obligataires, etc.	Réserves officielles de change.

Malgré des divergences sur l'usage de la monnaie internationale, les choix effectués par les agents privés et publics ont tendance à se renforcer l'un l'autre. Le secteur privé est, en effet, souvent guidé dans ses choix par ceux des gouvernements. Par exemple, dans un pays dont la monnaie est ancrée au dollar, les entreprises privées vont plus volontiers facturer leurs exportations dans cette devise. De même, les différentes fonctions de la monnaie internationale ne sont pas indépendantes, et une devise qui sert souvent d'intermédiaire des échanges comme le dollar aura tendance à servir aussi d'unité de compte et de réserve de valeur. Au total, tous les choix des agents publics et privés en matière de monnaie internationale ont tendance à converger vers une devise dominante.

L'incomplétude de la monnaie internationale

Qu'il existe des devises remplissant les fonctions de paiement au niveau microéconomique dans les échanges internationaux ne suffit pas pour assurer l'existence d'une monnaie internationale. Le système des paiements étant l'opérateur de la valeur, la finalité des paiements doit être établie sur l'ensemble des échanges internationaux pour que la cohérence macroéconomique de ces échanges soit établie.

QU'EST-CE QU'UN SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL (SMI) EFFICACE ?

Pour la théorie dite standard de l'efficacité financière, tout est simple. Il faut et il suffit que les prix de tous les biens s'égalisent quel que soit leur lieu de vente (parité des pouvoirs d'achat) et que les rendements anticipés de tous les actifs s'égalisent. Cela se résume à une égalisation des taux de rendements réels anticipés du capital quel que soit son lieu d'investissement dans le monde. Tout se passe comme si le capital était homogène partout ! On retrouve l'aporie de la théorie de l'économie pure mise en évidence au chapitre 1. Il est supposé qu'existe un équilibre général, étendu ici au niveau mondial, parce qu'on fait comme s'il n'existait qu'un seul agent économique et un seul bien dans le monde, et donc un seul pays.

La condition d'égalisation des rendements réels anticipés du capital se décompose en trois points :

— Sur les marchés des capitaux, la différence des taux d'intérêt entre tout couple de devises doit être égale à leur taux de change à terme, en sorte que les taux d'intérêt nominaux ajustés de la variation du change, telle que mesurée sur les marchés à terme des changes, soit égalisés. Cette condition provient de la mobilité des capitaux et de l'arbitrage. Cela est censé être réalisé par la disparition des contrôles sur les mouvements de capitaux.

— Sur les marchés des devises, il doit y avoir efficience financière étendue à toutes les devises de la planète. Cela veut dire que les variations des taux de change observées sur les marchés à terme sont des estimations sans biais des variations anticipées de ces taux. Il s'ensuit que les marchés à terme offrent les meilleures prévisions possibles des taux de change futurs.

— Sur les marchés des biens, les prix nominaux corrigés du taux de change sont les mêmes pour tous les paniers de biens et toutes les devises. C'est la parité des pouvoirs d'achat qui désigne l'intégration générale des marchés de biens, c'est-à-dire l'unicité du prix mondial pour chaque bien ou service.

Que ces conditions ne soient pas vérifiées empiriquement va sans dire. Mais ce n'est pas la question. L'essentiel est que, théoriquement, cette définition de l'intégration économique et financière désigne un monde sans monnaie. Car cette définition de l'intégration financière ne prend pas en compte ce qui est exclusif de la monnaie et la distingue des actifs financiers, c'est-à-dire la liquidité. En effet, comme on l'a vu, dans tout système monétaire placé sous l'égide d'une souveraineté, l'unité monétaire est l'unité de mesure des valeurs. Il s'ensuit que tous les actifs financiers ont des prix variables en termes d'unité de compte, alors que la liquidité a un prix fixe égal à 1.

En principe, l'intégration mondiale de l'ensemble des marchés financiers entre les différents actifs, c'est-à-dire l'égalisation de leurs rendements, implique l'ajustement de deux types de variables, l'ajustement de change et celui des prix relatifs mondiaux entre les actifs. Ce dernier ajustement résulte de la variation des demandes relatives entre actifs financiers en fonction de leurs prix dont le mouvement fait varier les rendements anticipés. Il n'en est pas de même pour la liquidité ultime puisque son prix est toujours égal à 1 dans l'unité de compte qui l'exprime. Si donc l'intégration financière doit être complète, il ne doit exister qu'une seule forme de liquidité dans le monde sur laquelle la demande se polarise. Il en résulte un théorème d'impossibilité (Kareken et Wallace, 1981) : *si deux devises sont concurrentes pour être le support de la liquidité ultime dans l'économie mondiale, leur taux de change est*

indéterminé. L'encadré 7.1. en donne une démonstration simplifiée. En effet, la liquidité étant un bien public, objet d'une confiance unanime, aucun marché ne déterminera jamais un prix d'équilibre pour ce qui ne fait pas l'objet d'un arbitrage mais d'une confiance unanime.

ENCADRÉ 7.1.
INDÉTERMINATION DES TAUX DE CHANGE
DANS UN MONDE À INTÉGRATION FINANCIÈRE PARFAITE

Considérons un monde à deux devises concurrentes (1 et 2) pour être les offreurs de la liquidité internationale, qui par nature même de la liquidité est unique car elle exprime le statut de bien public de la monnaie. Les équilibres entre les offres et les demandes de monnaie exprimés en termes réels dans les deux pays s'écrivent comme suit :

$$\log M_1 - \log P_1 = \theta_1 \log Y_1 + \alpha(r_1 - r) + \sigma(r_1 - r_2)$$

$$\log M_2 - \log P_2 = \theta_2 \log Y_2 + \alpha(r_2 - r) - \sigma(r_1 - r_2)$$

où $M_{1,2}$ est l'offre de monnaie, $Y_{1,2}$ le revenu global dans chacun des deux pays. $r_{1,2}$ sont les rendements réels des deux devises et r le rendement réel de l'actif financier supposé commun puisque les marchés financiers sont parfaitement intégrés.

L'intégration parfaite implique aussi le marché des biens et donc la PPA. On en déduit l'équation d'équilibre du taux de change :

$$e = \log P_1 - \log P_2 = e^* - \eta (r_1 - r_2)$$

$$\text{où } e^* = \log[(M_1/Y_1) / (M_2/Y_2)] \text{ et } \eta = \alpha + 2\sigma$$

la différence des rendements réels des deux devises est :

$$r_1 - r_2 = \delta = (R_1 - R_2) - \hat{e}^a, \text{ où } \hat{e}^a \text{ est la variation anticipée du taux de change entre les deux devises.}$$

R_1 et R_2 sont les taux d'intérêt nominaux dans les deux pays, exprimés dans leurs monnaies respectives.

Le taux de change d'équilibre entre les deux devises est donc :

$$e = e^* - \eta \delta = e^* - (\alpha + 2\sigma)\delta$$

Si la substituabilité entre les deux devises devient parfaite, l'élasticité de substitution $\sigma \rightarrow \infty$. Il s'ensuit que $\partial e / \partial \hat{e}^a \rightarrow \infty$. Or les deux devises ne peuvent circuler simultanément que si leurs prix en termes de pouvoir d'achat sur les biens ne sont ni nuls ni infinis. Il faut donc qu'elles aient le même rendement, c'est-à-dire que $\delta = 0$.

Le taux de change d'équilibre entre les deux devises est donc :

$$e = e^* - 0 \times \infty.$$

Cela veut dire que le taux de change est indéterminé. La liquidité internationale n'est pas définie.

Au-delà de la démonstration mathématique, la raison intuitive est claire. Le marché ne peut pas déterminer le prix d'équilibre entre deux candidats pour le même bien public, puisque les demandes de monnaies ne peuvent pas être séparées, contrairement aux demandes d'actifs financiers. La nature de bien collectif de la monnaie est ici décisive.

Dans le monde réel, cela signifie la chose suivante : plus deux devises deviennent substituables, plus leur taux de change devient instable. En effet, les plus petites différences entre les politiques monétaires, ou n'importe quel événement qui modifie les croyances sur leur taux de change futur, déclenchent des réaménagements de capitaux entre des devises qui prétendent au même statut de fournisseur de la liquidité internationale. Il en est ainsi parce que la demande de monnaie n'est pas une demande individuelle pour un bien. C'est la demande collective pour le système de paiements. Elle est collective parce que la demande d'un individu pour les services du système de paiements est fonction croissante de la demande des autres.

Ce résultat est le pivot de toute théorie sérieuse de la monnaie internationale. En l'absence d'une souveraineté universelle, il explique que la liquidité internationale se concentre sur une devise dominante. On peut alors reposer sérieusement la question : qu'est-ce qu'un système monétaire international (SMI) efficace ?

Un SMI est nécessairement organisé, s'il l'est, autour d'une monnaie dominante dont l'offre de liquidité ultime doit dépendre de la demande des non-résidents pour les opérations qui concernent leur participation aux échanges internationaux. Or la liberté des mouvements de capitaux met les devises en concurrence. Il faut donc que ces acteurs économiques soient quasi sûrs que cette monnaie dominante va conserver son statut. Cela ne va pas de soi s'il existe des concurrents sérieux entre lesquels les politiques économiques ne sont pas coordonnées. Or la coordination directe sur les politiques n'est pas concevable dans un univers de liberté des capitaux. Du fait de l'instabilité intrinsèque des marchés financiers, il y a trop de circonstances qui témoignent d'intérêts séparés, voire divergents entre pays. Mais il peut y avoir accord sur des principes

et des règles communs qui définissent un *régime international*. Un régime international est donc un accord international ayant la force juridique d'un traité et portant sur la nature des règles insérées dans le SMI. La vertu d'un régime est d'établir des droits et des obligations pour les pays participants qui limitent les conduites divergentes susceptibles d'entraîner une crise de liquidités internationales. Ces droits et obligations seront d'autant plus acceptables que les pays participants perçoivent des avantages mutuels, ce qui renvoie à l'efficacité macroéconomique du régime dans sa totalité.

L'efficacité macroéconomique peut se définir par un équilibre mondial intertemporel. En effet, les soldes des balances des paiements des pays n'ont pas de raison d'être nuls à chaque période. Ils doivent pouvoir être reportés dans le temps comme dans les systèmes monétaires nationaux grâce à la confiance commune dans la liquidité. Les reports légitimes de créances et dettes définissent un équilibre mondial intertemporel si plusieurs conditions sont satisfaites :

— Les déficits et les excédents des balances de paiements viennent de différences structurelles dans les comportements d'épargne et d'investissement des différents pays, par exemple des différences dans la structure par âge ou dans les rythmes de croissance des populations. Ils ne viennent pas des cercles vicieux entre les leviers d'endettement et les hausses temporaires de prix d'actifs sur certains marchés globalisés (immobilier, boursier, matières premières).

— Les investisseurs financiers sont capables d'évaluer correctement les rendements et les risques futurs portés par les actifs entre les pays. Il n'y a donc pas de *momentum*, pas de dérive spéculative, alors que c'est la raison d'être des marchés financiers puisque c'est là que se font les gains en capital dont dépend l'enrichissement capitaliste.

— Des ajustements monétaires stabilisants empêchent les répercussions cumulatives des chocs entre les pays.

Dans les cas contraires, les déficits de balances de paiements sont des déséquilibres s'ils sont les symptômes d'excès financiers. Les vulnérabilités financières découlent de l'accumulation de dettes

étrangères, de bulles de prix d'actifs financées à crédit, de techniques de financements qui induisent un entrelacs d'engagements de contreparties financières internationales porteuses de risque systémique caché.

Les excédents de balances de paiements sont des déséquilibres s'ils créent des externalités provenant d'ajustements asymétriques. Ils réduisent la demande et l'activité dans les autres pays lorsque l'ajustement par les taux d'intérêt et de change ne fonctionne pas pour différentes raisons : trappes à liquidités, changes non flexibles, pressions déflationnistes.

Quels sont alors les principes d'organisation internationale que l'histoire révèle et qui permettent, sinon d'empêcher les désordres financiers, du moins de les contenir pendant un certain nombre d'années et donc de perdurer, en tirant parti des améliorations de la régulation monétaire au niveau national que l'on a étudiées au chapitre 6 ?

L'un est l'*étalon-or international* à l'âge classique du capitalisme. Il résulta en quelque sorte d'une convergence « spontanée » sur une règle de convertibilité. Il a accompagné la première globalisation financière et s'est fracassé sur la Première Guerre mondiale. L'autre est le système de Bretton Woods qui était un système international lourdement institutionnalisé. Contemporain de l'essor de la société salariale, il spécifiait le dollar comme devise-clé et donc porteur de la liquidité internationale dans une organisation internationale qui définissait des règles précises de change et une surveillance par une institution internationale, le Fonds monétaire international (FMI). Cette institution régula le système des changes et mutualisait les financements nécessaires au règlement des soldes de balances des paiements¹.

Dans les deux cas, il y avait donc un régime monétaire international hiérarchisé avec une forme unique et stable de la liquidité ultime. S'il n'y a pas de règles explicites, les désordres financiers

1. Pour une très large rétrospective de points de vue sur le système de Bretton Woods et ses prolongements, voir l'ouvrage collectif coordonné par Walfaren (1994).

prolifèrent et finissent par se connecter en crise globale. Cela s'est produit avec la Grande Dépression (1929-1938) et avec la Grande Stagnation (2008- ?).

L'intégration financière internationale sous l'étalon-or et sa destruction

L'étalon-or international a été le régime monétaire le plus proche d'une souveraineté universelle, sinon sur le plan politique, du moins sur le plan éthique (Aglietta, 1986). Il fut appelé une constitution monétaire non écrite. Car l'or monnayé, forme de monnaie qui n'était la dette d'aucun pays, jouait le rôle de liquidité ultime extérieure à tous les pays. En effet, les gouvernements s'engageaient à ce que les monnaies nationales soient convertibles en or de manière illimitée, tant pour les résidents que pour les non-résidents. Rappelons que la convertibilité était légitimée par la dominance du principe de souveraineté appelé « ordre naturel ». La convertibilité était la norme d'une société postulée universelle qui était fondée sur la propriété privée et le respect des contrats, une société qui fut appelée bourgeoise. En effet, l'internationalisation du capital dans la seconde moitié du XIX^e siècle lui a donné un caractère universel, bien que ses racines aient été ancrées aux Pays-Bas et en Angleterre.

La convertibilité était bien plus qu'une relation arithmétique liant chaque unité de compte nationale au prix déclaré du poids et du titre d'or qui la définissait. C'était la croyance que la préservation de la valeur nominale des contrats privés était d'un ordre éthique supérieur aux objectifs politiques que les gouvernements pouvaient atteindre en manipulant leurs monnaies. Sur le plan monétaire, la confiance inébranlable dans la permanence de la convertibilité rendait les masses monétaires sensibles aux variations des réserves d'or.

Quant au caractère hiérarchique du système monétaire, qui faisait de la livre sterling le pivot du système international et qui

permettait à la Banque d'Angleterre de diriger l'ensemble des taux d'intérêt internationaux (voir chapitre 6), il évitait les mouvements de capitaux déstabilisants.

Ces caractéristiques formelles sont essentielles pour comprendre que la confiance éthique dans l'étalon-or engendrait la confiance hiérarchique dans la Banque d'Angleterre et la projetait à un niveau transnational. Mais il faut plus pour comprendre la permanence de cet ordre dans la durée. Car nous avons montré en étudiant les trajectoires historiques de la monnaie que tout ordre monétaire fondé sur un principe bien défini de souveraineté est mortel. Néanmoins, comment la résilience de l'étalon-or a-t-elle duré un demi-siècle, si l'on sait que le bimétallisme géré par la France convergeait vers l'étalon-or dès les années 1860 ?

Car la seconde moitié du XIX^e siècle fut l'époque de la seconde révolution industrielle, de la montée en puissance des États-Unis, de l'Allemagne et du Japon. D'ailleurs, l'étalon-or international n'a pu empêcher la longue déflation de 1873 à 1896 et les multiples crises financières qui l'ont émaillée, mais ce n'est qu'au début du XX^e siècle, surtout à partir de la terrible crise financière de 1907, que la position dominante de la Banque d'Angleterre a commencé à s'éroder.

On a montré que la monnaie n'est jamais neutre et qu'elle se transforme avec les structures économiques et financières. Pour bien saisir ce qu'était l'étalon-or international, il faut donc saisir son adéquation à la trajectoire du capitalisme de cette époque.

L'ALLOCATION INTERNATIONALE DE L'ÉPARGNE ET LES PHASES ALTERNÉES DE L'INVESTISSEMENT À LONG TERME

Il est difficile de trouver plus opposés que les traits fondamentaux des deux globalisations financières, celle qui s'est déployée dans la seconde partie du XIX^e siècle, l'âge classique du capitalisme, et celle qui s'est répandue à partir des années 1980. Dans la première, l'épargne allait des pays développés vers les pays en

développement, des pays riches (le Royaume-Uni et la France) vers les pays pauvres, c'est-à-dire les zones de peuplement. L'émigration de la population européenne suivait les flux de capitaux. Dans la seconde, l'épargne est essentiellement allée des pays pauvres vers les pays riches, les flux de main-d'œuvre ont suivi dans le même sens, rendant le développement très difficile. Dans la première époque, les flux de capitaux internationaux étaient orientés à long terme et non concurrents : l'épargne anglaise allait vers le monde hors Europe bien au-delà de son Empire ; l'épargne française vers l'Europe, le Moyen-Orient et très progressivement ses colonies. Dans la seconde, les mouvements de capitaux ont essentiellement été spéculatifs et mus par la concurrence mimétique. Il n'est donc pas étonnant que les rapports entre monnaie et finance aient été très différents.

En effet, la répartition géographique des stocks de capitaux détenus entre les deux grandes puissances européennes de l'époque après 1870 montre qu'il n'y avait pas du tout de concurrence entre elles mais un partage du monde (tableau 7.2.).

À partir du milieu des années 1860, et surtout à partir de 1870, l'épargne anglaise canalisée par les banques d'affaires a délaissé l'Europe pour les terres d'empire et pour les territoires vierges ou peu peuplés d'Amérique et d'Océanie. Au contraire, 70 % du capital accumulé par la France en 1914 se trouvait en Europe et au Moyen-Orient.

Hormis ce partage du monde, la caractéristique la plus frappante fut la complémentarité entre flux de capitaux allant vers les zones de peuplement et l'émigration massive vers ces zones. Rien qu'au Royaume-Uni, le pays dominant de l'époque, 3 % de la population émigra dans les années 1880, 5,2 % dans les années dépressives 1890 et encore 2 % dans la première décennie de croissance du *xx^e* siècle. Dans les pays d'immigration, l'apport de population fut tout simplement inouï : 9 % de la population provint de l'immigration en sus de l'accroissement naturel aux États-Unis, 17 % en Australie et 25 % en Argentine.

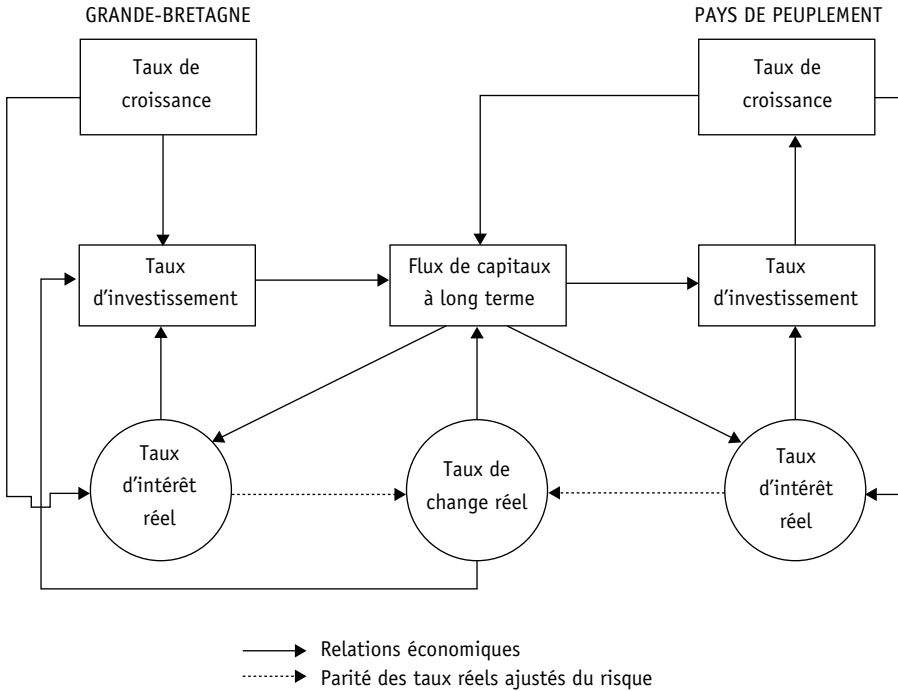
**Tableau 7.2. Répartition des encours de capitaux
à long terme détenus par le Royaume-Uni et par la France**

2a. ROYAUME-UNI			
Par zone de destination (en %)	1854	1870	1914
Europe	55	25	6
Amérique latine	15	11	24
Empire	5	34	29
États-Unis	25	27	29
Reste du monde	—	3	12
Sur un total (en £m)	260	770	4 107
2b. FRANCE			
Par zone de destination (en %)	1851	1881	1914
Europe	96	71	58
Moyen-Orient	—	20	11
Colonies	—	4	9
Amériques	4	5	16
Reste du monde	—	—	6
Sur un total (en £m)	98	688	2 073

Source : A. G. Kenwood et A. L. Loughheed (1971).

La complémentarité réalisée par ces transferts de capitaux et de main-d'œuvre alimentait un régime de croissance mondiale. Une main-d'œuvre européenne jeune et productive était attirée par les salaires élevés ou par les revenus d'entrepreneur comme colons. Grâce à cette population émigrée, les progrès technologiques rapides dans les transports par fer et par mer étaient convertis en *inputs* à bas coûts pour les industries européennes, soit directement, soit *via* le coût des biens de subsistance. Les flux d'investissement à long terme provenant des pays capitalistes avancés à forte épargne étaient donc les vecteurs d'un régime de croissance mondiale qui liait étroitement les zones exportatrices de main-d'œuvre et de capital et les zones qui les importaient.

Figure 7.1. Interdépendances internationales à long terme sous l'étalon-or



L'articulation de l'accumulation du capital en Grande-Bretagne et de l'investissement à l'étranger a joué un rôle crucial dans la croissance mondiale de l'âge classique (figure 7.1.). Lorsque les opportunités d'investissement fléchissaient en Grande-Bretagne, l'épargne anglaise se plaçait dans les zones de peuplement. Ces flux de capitaux y développaient l'offre dans la production de matières premières minières et surtout agricoles. En même temps, le marasme en Grande-Bretagne réduisait la demande. Les prix des produits alimentaires importés se mettaient à baisser. Ils diminuaient le niveau de vie dans l'agriculture britannique et faisaient donc affluer la population dans les villes. La concomitance du bas coût des subsistances et de l'excès de main-d'œuvre relevait la rentabilité du capital. Un boom de l'investissement se déclenchait en Grande-Bretagne. Il durait jusqu'à ce que l'augmentation de

l'emploi et la hausse du coût des subsistances fassent monter les salaires au point de retourner la rentabilité à la baisse. Cette situation avait d'autant plus de chances de se produire que les importations agricoles augmentaient vite, alors que les investissements à l'étranger s'étaient taris puisque la rentabilité avait été haute en Grande-Bretagne. On se retrouvait donc dans une situation où la rentabilité du capital fléchissait en Grande-Bretagne et augmentait dans les zones de peuplement, amorçant un autre cycle d'exportation de capital qui entraînait l'émigration de main-d'œuvre au moment où le chômage augmentait à domicile.

INTÉGRATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE ET STABILITÉ DES TAUX LONGS

La grande stabilité des taux d'intérêt nominaux à long terme est la caractéristique la plus spectaculaire de l'époque de l'étalon-or. Les taux nominaux sont plus stables que les taux réels. Les taux longs sont insensibles aux fluctuations des taux courts. La comparaison entre les périodes 1880-1913 et 1960-1997 est éclairante (tableau 7.3.).

Tableau 7.3. Variabilité des taux d'intérêt
(écarts types des variations mensuelles)

Pays	1880-1913		1960-1997	
	LT	CT	LT	CT
Royaume-Uni	0,21	1,16	2,84	3,07
France	0,30	0,67	2,85	3,11
États-Unis	0,33	2,56	2,60	3,35

Source : R. Contamin (2000).

Les deux époques comparées ont connu chacune une longue phase d'inflation et une longue phase de désinflation (déflation pour la période 1880-1896). Pourtant, la variabilité moyenne des taux longs a été environ dix fois plus faible sous l'étalon-or. La variabilité des taux courts était aussi plus faible, mais l'écart est

nettement moins important avec l'époque 1960-1997. Il y a donc eu deux caractéristiques structurelles différentes. *A contrario*, les prix et les revenus étaient fortement cycliques, donc beaucoup plus variables que dans les économies de la seconde partie du xx^e siècle (tableau 7.4.). Cela veut dire que les finalités de la politique économique étaient profondément différentes à l'âge classique et dans les sociétés salariales, comme on y a insisté en étudiant les régulations monétaires au chapitre 6. Les cycles conjoncturels étant fortement corrélés par l'influence déterminante du taux directeur de la Banque d'Angleterre, alors que les phases d'investissement long étaient alternées, l'économie mondiale était fluctuante à court terme et stable à long terme. La très forte corrélation des taux monétaires s'observe sur le tableau 7.5.

Tableau 7.4. Comparaison des indicateurs économiques de stabilité au Royaume-Uni et aux États-Unis

	1879-1913		1946-1979	
	R.-U.	É.-U.	R.-U.	É.-U.
Coeff. variation des prix.	14,9	17,0	1,2	1,3
Coeff. variation du revenu.	2,5	3,5	1,4	1,6
Coeff. variation de la masse monétaire.	1,6	0,8	1,0	0,5

Source : R. N. Cooper (1982).

Tableau 7.5. Corrélation des variations des taux d'intérêt monétaires

	Royaume-Uni	Allemagne	France	Autriche
Royaume-Uni	1	0,83	0,90	0,76
Allemagne		1	0,89	0,93
France			1	0,83
Autriche				1

Source : J.-F. Vidal (1989).


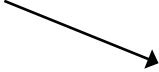
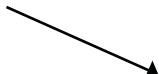
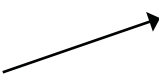
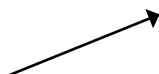
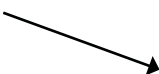
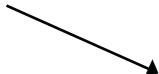
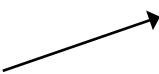
STABILISATION À LONG TERME DES BALANCES DE PAIEMENTS

Une différence macroéconomique tranchée entre les deux globalisations est que la première n'a jamais connu de dérives des soldes courants, caractéristiques de déséquilibres structurels croissants. En effet, les exportations de capitaux longs étaient corrélées positivement aux exportations de marchandises britanniques et négativement aux investissements intérieurs et à l'activité domestique, donc aux importations. La balance des capitaux longs et la balance commerciale étant corrélées négativement, la balance de base anglaise était stabilisée. Puisqu'elle fluctuait peu, la Grande-Bretagne n'accumulait pas d'endettement structurel à long terme. L'opposition avec les États-Unis, sous Bretton Woods comme à l'époque des déséquilibres des années 1980 et des années 2000, est totale. Toujours excédentaire à long terme, la Grande-Bretagne avait des créanciers obligés à court terme de ses banques. Ils faisaient contrepartie des exportations de capitaux longs. Le produit des investissements fournissait les moyens de paiements des marchandises exportées par la Grande-Bretagne ou par les pays européens qui acceptaient les lettres de change en sterling, moyen de paiement universel du commerce international.

De plus, les mouvements des prix et des volumes allaient en sens contraire et donc amortissaient la variation de la balance commerciale en valeur. Lorsque les investissements domestiques augmentaient, les termes de l'échange anglais augmentaient aussi, comme on l'a montré plus haut. Mais les volumes d'importation progressaient plus vite que les volumes d'exportation. Lorsque la hausse des salaires et des importations accélérât les prix agricoles, les termes de l'échange s'inversaient. Toutefois, la rentabilité des investissements se dégradait en Grande-Bretagne, et l'activité économique baissait. Les volumes d'importation diminuaient donc. Mais le flux d'investissement à l'étranger prenait le relais et fournissait les moyens d'acheter les marchandises anglaises. Les volumes d'exportation augmentaient, et la balance commerciale en

volume devenait plus excédentaire. Le tableau 7.6. rassemble ces mécanismes de stabilisation.

Tableau 7.6. Les stabilisateurs à long terme de la balance des paiements du Royaume-Uni

Variables	Phase montante de l'investissement au Royaume-Uni	Phase descendante de l'investissement au Royaume-Uni
Rythme de croissance de la FBCF au Royaume-Uni.		
Rythme de croissance des exportations de capitaux longs.		
Termes de l'échange du Royaume-Uni.		
Variations du volume de la balance commerciale.		

Le résultat de l'ensemble de ces mécanismes endogènes de rééquilibrage est que le système monétaire international fonctionnait avec des besoins très faibles en or. *Le Royaume-Uni, qui était le pivot du système de l'étalon-or, était le pays qui avait le moins de réserves d'or.* On sait que cela résulte des leviers en sens contraire que son taux directeur exerçait sur l'émission des lettres de change en sterling et sur les dépôts liquides des banques étrangères auprès des banques anglaises. Parce que la confiance dans la convertibilité excluait les mouvements spéculatifs, les variations des capitaux courts étaient toujours stabilisantes. Elles finançaient souplement les déséquilibres temporaires dans la balance de base (Aglietta, 2006).

LA GRANDE DÉFLATION DE L'ÂGE CLASSIQUE ET L'AGONIE DE L'ÉTALON-OR

Comme toujours, les grandes mutations du capitalisme débutent par une crise financière majeure. La crise, qui a éclaté en mai 1873 à Vienne et qui s'est propagée à toute l'Europe, a eu comme cause immédiate une gigantesque spéculation immobilière financée par des dettes émises pour le compte de sociétés immobilières par un nouveau type de banques à succursales. Incapables de récupérer leurs créances hypothécaires, les banques ont fait faillite par centaines dans les grandes villes du continent européen : Vienne, Berlin et Paris. La crise bancaire a immédiatement déclenché une violente récession.

Manquant de liquidités, les banques ont cessé de se faire confiance. Les prêts interbancaires se sont gelés ou sont devenus très coûteux. La crise s'est immédiatement propagée aux marchés boursiers et aux secteurs économiques amont (sidérurgie et cimenterie), et s'est répercutée sur les chemins de fer américains qui se finançaient par émissions d'obligations, soit sur les marchés financiers européens, soit à Wall Street entraîné dans la crise par contagion. La crise s'est également propagée à l'agriculture mondiale et aux industries alimentaires avec la baisse de la consommation. Elle a donc durement touché les pays d'immigration.

Aux États-Unis, la fragilité du système bancaire, dépourvu de banque centrale, la dépendance aux financements étrangers et les dettes issues de la guerre civile (1861-1865) ont déclenché une crise monétaire due à la pénurie d'or. Celle-ci a été aggravée par la volonté de la majorité républicaine du Congrès de résorber au plus vite les greenbacks par conversion en or.

Le manque de flexibilité dans la création de liquidité centrale et la fragilité du système financier américain ont fait de la déflation la caractéristique essentielle de la dépression contenue qui a duré de 1873 à 1896 (tableau 7.7.). Cette dépression a été un long marasme économique fait de résurgences de crises financières. Après la crise inaugurale qui a duré quatre ans (1873-1877),

le retour des crises bancaires s'est produit de 1882 à 1884, puis entre 1890 et 1896. On a cité au chapitre 5 la crise Barings qui a requis une opération internationale de prêteur en dernier ressort orchestrée par la Banque d'Angleterre. Entre ces épisodes de crises financières, les économies ont connu des phases d'expansion. Cette expansion dans la déflation a surtout été l'apanage des nouvelles puissances industrielles qu'étaient l'Allemagne, le Japon et les États-Unis.

La Grande Déflation a provoqué des changements structurels qui ont transformé la division internationale du travail et, par conséquent, ont affaibli les structures économiques qui permettaient à la Banque d'Angleterre de jouer son rôle unique. En effet, la première réponse à la déflation a été la concentration industrielle. Le libre-échange a reculé en dehors du Royaume-Uni : tarifs Méline en France, tarifs Mac Kinley aux États-Unis. Les années qui ont séparé la fin de la déflation de la Première Guerre mondiale ont été celles des cartels et des surenchères des grandes puissances européennes pour consolider leurs empires coloniaux ou pour en créer un concernant l'Allemagne. Les États-Unis établirent une chasse gardée en Amérique centrale, et les grandes puissances accentuèrent le dépeçage de la Chine et durent y accepter le Japon à la suite de sa victoire dans la guerre sino-japonaise.

Tableau 7.7. Variation des prix de gros
du milieu du XIX^e siècle à 1913
(en % sur les périodes)

	1849-1873	1873-1896	1896-1913
États-Unis	+ 67	- 53	+ 56
Royaume-Uni	+ 51	- 45	+ 39
Allemagne	+ 70	- 40	+ 45
France	+ 30	- 45	+ 45

Sources : US Department of Commerce, *Statistical Abstracts from Colonial Time to 1970*. Pays européens : B. R. Mitchell (1978).

Toutes ces évolutions ont érodé irrémédiablement le levier monétaire de la Banque d'Angleterre sur les paiements internationaux. Le seul frein à sa disparition était l'état de fragilité du système financier américain et surtout l'absence d'une banque centrale. La création de la Fed en 1913 aurait mis un terme à l'hégémonie de la Banque d'Angleterre en tout état de cause. Car le *Federal Reserve Act* faisait faire un bond géant au dollar, comme monnaie capable de s'internationaliser avec l'expansion commerciale des États-Unis. Bien entendu, la Première Guerre mondiale fut un formidable accélérateur de ce qui était inéluctable. L'étalon-or international ne pouvait pas survivre à l'avènement de nations rivales ne partageant pas la même conception du libre-échange.

Le monde d'après-guerre était très hétérogène, miné par d'énormes dettes publiques des pays belligérants et par l'instabilité politique en Europe et en Asie. Les conséquences dramatiques du traité de Versailles avaient été perçues tout de suite par Keynes dans *Les Conséquences économiques de la paix* (1919). Les charges financières imposées à l'Allemagne ne pouvaient que déstabiliser son économie et déchaîner les passions nationalistes. Le premier épisode fut l'hyperinflation allemande étudiée au chapitre 5.

La Première Guerre mondiale a donc transformé l'économie mondiale de fond en comble. Mais les dirigeants anglais et français ne voulaient pas le savoir. Leur seule visée politique était de rétablir l'ordre ancien. L'inflation de guerre était loin d'avoir été résorbée par la déflation de 1920-1921. L'inflation avait été rendue possible par la création monétaire liée à l'inconvertibilité des monnaies nationales. Suffisait-il de restaurer la convertibilité or aux parités d'avant-guerre pour ressusciter l'ordre monétaire international ?

Du point de vue quantitatif, la masse monétaire reposait sur une base or beaucoup plus étroite qu'avant guerre. Si la croissance devait être ranimée, il fallait une expansion continue du crédit et de la monnaie. En rétablissant la convertibilité nominale de 1913, on allait forcer un prix réel de l'or beaucoup plus bas qu'il ne l'avait été. La production nouvelle d'or ne pouvait qu'en être déprimée. Si l'on voulait éviter de prolonger la déflation mondiale pendant une durée indéfinie, il fallait compléter les réserves d'or par des devises

sur une très grande échelle. C'est ce que recommanda la conférence de Gênes en 1922 : accepter que les banques centrales détiennent pour une grande partie leurs réserves de change sous la forme de titres liquides en devises étrangères et préserver la convertibilité or de ces devises autant que faire se pouvait. On passait ainsi à un tout autre univers monétaire sans le reconnaître : l'étalon change or (*Gold Exchange Standard*)².

En termes d'efficacité économique, la solution de l'étalon change or paraissait satisfaisante. Elle économisait le coût d'usage du métal à des fins monétaires, lequel devenait très élevé puisque la rareté du métal était exacerbée. Mais cet argument fait fi de la nature d'un système monétaire. La question est la suivante : quelle est la sécurité des réserves de change si elles sont détenues sous forme d'actifs dans des centres financiers étrangers et rivaux ? Le problème de la nature de la liquidité internationale revenait au galop. Avant la Première Guerre mondiale, les réserves en sterling étaient détenues en créances sur les banques londoniennes. Ces actifs étaient tenus pour absolument sûrs, mais les conditions des années 1920 étaient bien différentes.

Rétablir la convertibilité or ne suffisait pas à reconstituer la confiance qui tenait à un ordre économique irrémédiablement révolu. Après la Première Guerre mondiale, ce fut le choc des souverainetés nationales qui s'imposa. La première décision souveraine prise par les grandes puissances fut de déclarer l'embargo des exportations d'or. Il était impossible de prendre une mesure plus incompatible avec l'étalon-or que l'on prétendait restaurer ! Le statut de monnaie de réserve dans les années 1920 découlait essentiellement des stratégies politiques. Après 1919, les États-Unis étaient devenus une puissance financière de premier plan. Ils avaient enfin une banque centrale dotée d'un pouvoir de régulation

2. La conférence de Gênes dura du 10 avril au 19 mai 1922. Elle rassembla trente-quatre pays à l'initiative du Royaume-Uni et se conclut par les accords de Gênes. Son ambition était de rétablir l'ordre monétaire mondial désorganisé par la Première Guerre mondiale. Les accords aboutirent à préconiser un étalon change or où la livre sterling et le dollar étaient les monnaies de réserve substitutives à l'or. Pour la première fois, le dollar accédait au statut de monnaie internationale.

monétaire. Mais ils n'avaient pas de doctrine des relations monétaires internationales pour un système d'étalon change or.

La structure politique des États-Unis n'avait pas été changée par la guerre. Au Congrès, les intérêts nationaux demeuraient subordonnés aux intérêts locaux, la politique extérieure, à la politique intérieure. Le bloc des États ruraux du Centre et de l'Ouest gardait toute son importance. Les gouvernements américains successifs cherchèrent à influencer l'état délabré des finances des pays belligérants en encourageant le capital privé américain à s'internationaliser. Mais, pas plus à cette époque qu'à la nôtre, les banques d'affaires n'étaient aptes à guider le flux du capital américain à l'étranger dans une perspective de long terme. Elles ne recherchaient que des profits faciles et rapides sous la forme de commissions exorbitantes. Du côté politique, une fois encore le Congrès à majorité républicaine était obsédé par le remboursement des dettes de guerre et faisait pression sur le Trésor pour que les prêts privés soient utilisés comme moyens d'influence.

Le problème le plus épineux qui illustra l'échec de cette politique molle et qui allait impliquer étroitement les États-Unis dans la catastrophe mondiale fut la question des réparations allemandes³. En étudiant l'hyperinflation allemande, on a vu comment elle s'était terminée. Le succès du rentenmark en novembre 1923, associé au réaménagement de la dette extérieure allemande par le plan Dawes en octobre 1924, précipita une foule d'emprunts des collectivités locales et des entreprises allemandes. Les banques américaines étaient attirées par les commissions de courtage et les épargnants, par des taux d'intérêt plus élevés que les taux des

3. Le traité de Versailles, signé le 28 juin 1919, contenait des dispositions financières. L'Allemagne devait payer la somme exorbitante de 132 milliards de marks-or à la France et à la Belgique en compensation des dommages de guerre en plus de nombreuses sanctions économiques qui l'affaiblissaient énormément. Cette erreur cardinale perpétrée sous la pression de la France sema les germes de l'hyperinflation de 1923, laquelle provoqua une crise sociale et politique qui fit le lit de la montée du nazisme.

Dès la mi-1919, Keynes démontra les périls du traité de Versailles pour la restauration d'un équilibre international en montrant l'impossibilité pour l'Allemagne d'honorer les engagements qui lui avaient été imposés (Keynes, 1920).

obligations domestiques, confiants qu'ils étaient dans la solidité du Rentenmark. Ces emprunts créèrent une lourde charge financière s'ajoutant à celle des réparations. Cent quatre-vingts émissions de titres allemands furent vendues aux États-Unis pour un montant de 1,5 milliard de dollars. De plus, les banques américaines firent des avances à court terme aux systèmes bancaires allemand, autrichien et hongrois. Lorsqu'en 1928 la spéculation commença à s'emballer à Wall Street, les prêts sur titres en devinrent le combustible. Le taux d'intérêt des financements à court terme (*call loans*) d'achats d'actions et des opérations pyramidales de formation de holdings conduites par les trusts dépassa le rendement des prêts des banques à leurs contreparties d'Europe centrale. En conséquence, les banques américaines ne renouvelèrent pas leurs avances arrivant à échéance, fragilisant ainsi ces systèmes bancaires.

La crise financière américaine commença par celle du boom immobilier de Floride où la spéculation s'est déchaînée, exacerbée par les agissements frauduleux de Charles Ponzi. Elle a éclaté lorsque la Fed a fini par monter son taux d'intérêt (Eichengreen et Mitchener, 2003). Cette crise a alors donné un coup d'arrêt à la progression du revenu des ménages et s'est propagée à l'agriculture.

Après cette première crise, un boom purement financier s'est levé sur les marchés d'actions à Wall Street en 1928-1929. La crise d'octobre 1929 est restée à ce moment-là une crise cantonnée à ces marchés, sans grand effet sur l'économie réelle, mais elle a fragilisé les banques ainsi que les autres fonds d'investissement. Il a fallu attendre l'automne 1930 pour connaître la première crise bancaire américaine qui a entraîné une violente contraction du crédit, amené les emprunteurs à réduire leurs dépenses et provoqué la chute de la consommation comme de l'investissement. La déflation qui s'ensuivit a été suffisamment forte pour détruire la stabilité financière dans son ensemble et enfoncer l'économie dans la dépression. Ce qui a rendu l'économie si vulnérable est le levier élevé de la classe emprunteuse au cours de la phase de prospérité d'avant 1929 (Fischer, 1933). Le retournement du cycle a précipité une vague de faillites dans toute l'économie, accélérant le retournement. À côté de cette propagation directe, il y en a eu une indirecte, d'une

importance plus grande encore. La déflation qui a accompagné ce retournement a en effet redistribué la richesse des emprunteurs vers les créditeurs. Le déclin de leur richesse nette a incité les emprunteurs à réduire leurs dépenses courantes et futures, tandis que les détenteurs de liquidité attendaient la baisse ultérieure des prix, aggravant le retournement. Jusqu'en mars 1933, le fardeau de la dette réelle a ainsi augmenté de 40 % du fait de la chute des prix et des revenus.

Mais les enchaînements liés à la dynamique financière interne aux États-Unis n'expliquent qu'une partie de ce qui a rendu la Grande Dépression aussi dévastatrice. Les interdépendances internationales ont joué un rôle décisif dans la profondeur et la durée de la crise. L'épargne américaine était lourdement impliquée en Europe centrale. La première vague de faillites des banques américaines à l'automne 1930 se répercuta sur leurs contreparties en même temps qu'elle provoqua des retraits massifs de capitaux sur la place de Londres. Les banques anglaises coupèrent leur financement international, déclenchant la catastrophe en Europe centrale. La faillite de la banque autrichienne Credit Anstalt en mai 1931 entraîna l'insolvabilité générale des systèmes bancaires en Europe centrale et la dépression économique aux conséquences sociales et politiques désastreuses (Kindleberger, 1973). L'effet induit sur les États-Unis de l'effondrement économique et financier en Europe centrale renforça les vagues de faillites des banques américaines en 1931 et 1932.

Le retour de l'Angleterre et de la France à la convertibilité or, qui n'était plus qu'un fantôme de l'étalon-or, vola en éclats avec la demande de conversion massive des dépôts en sterling sur la place de Londres à l'été 1931, forçant la Grande-Bretagne à la sortie de l'étalon-or et amenant la formation de la zone sterling en septembre 1931. Après la décision du gouvernement britannique, l'entêtement de la France à s'enfermer dans le bloc or ne fit que provoquer une surévaluation massive du franc, accompagnée d'une déflation épouvantable jusqu'à la dévaluation du Front populaire en 1936. L'étalon-or international avait définitivement vécu avec la disparition de la convertibilité interne dans tous les pays.

Ce n'est qu'en septembre 1936, après que le gouvernement de Léon Blum eut décidé de dévaluer le franc français, que fut conclu l'accord monétaire tripartite entre les États-Unis, le Royaume-Uni et la France pour contenir les dévaluations compétitives⁴. Les trois gouvernements acceptaient de manière informelle de se faire crédit réglé en or à un prix agréé pour stabiliser les taux de change. Grâce à la réévaluation du prix de l'or et l'abaissement des encaisses légales dans de nombreux pays, une part importante des stocks d'or avait été libérée pour renforcer les liquidités internationales. Après une hausse de 50 % de la valeur des réserves d'or jointe à la contraction du commerce international, il n'y avait plus de pénuries de liquidités internationales. Le problème prépondérant était celui de l'ajustement. Il fallait éviter une nouvelle vague de dévaluations compétitives. Dans trois déclarations simultanées, les gouvernements des États-Unis, du Royaume-Uni et de France s'engageaient à coopérer continûment par l'intermédiaire de leurs fonds respectifs de stabilisation des changes pour maintenir une évolution ordonnée des rapports entre leurs monnaies. Les devises acquises par les banques centrales au cours de ces opérations étaient réglées en or quotidiennement à un prix qui était fixé pendant vingt-quatre heures pour ces transactions officielles.

Ce régime de circonstances n'eut pas le temps de faire la preuve de sa viabilité parce que la préparation de la guerre y mit un terme. Il s'agissait pourtant d'un régime de coopération monétaire qui pourrait être ressuscité dans le futur avec un autre actif de réserve international que l'or. Les années 1920 avaient fait la preuve de l'échec d'un régime monétaire à devises-clés fondé sur l'or comme unité de compte internationale. L'accord tripartite définissait un système de règlements internationaux entre banques centrales au moyen de l'or pour gérer un système entre trois grandes devises, auxquelles étaient accrochées des zones monétaires. C'était donc un système tri devises avec un moyen de règlement commun.

4. Pour une présentation et une analyse de l'accord tripartite, voir Drummond (1979).

*Le système de Bretton Woods : coordination
par l'hégémonie institutionnalisée du dollar*

L'organisation des relations monétaires internationales mise en place à la fin de la Seconde Guerre mondiale était inspirée par le souci des dirigeants politiques des États-Unis, partagée par les autres puissances de l'Alliance atlantique, de promouvoir des sociétés ouvertes aux échanges internationaux. Il fallait le faire dans le cadre des nouvelles priorités sociales et de la responsabilité des gouvernements dans le plein-emploi.

Il fallait donc innover dans le domaine monétaire. La nouveauté a consisté à remplacer les mécanismes automatiques de l'étalon-or par des principes d'action collective pour guider les ajustements des pays adhérant au système. Ces principes étaient transformés en règles et procédures sous l'égide d'un forum de concertation créé à cet effet, le Fonds monétaire international (FMI). Le Fonds fut créé à la conférence de Bretton Woods comme une filiale commune des gouvernements des pays membres avec une triple responsabilité : être dépositaire des règles mutuellement acceptées, aider financièrement les ajustements acceptés par les États membres et nourrir les débats sur les questions monétaires.

Les accords de Bretton Woods de juillet 1944 furent précédés d'une négociation longue et complexe car elle confrontait deux visions du futur, celle du sous-secrétaire au Trésor américain Harry White d'un côté, celle de Lord Keynes représentant du Trésor britannique de l'autre. Tous deux partageaient deux convictions. La première était que l'on ne pouvait résoudre les distorsions économiques dramatiques qui allaient résulter de la guerre que par la monnaie. Il fallait organiser la monnaie pour libérer le commerce. Cette idée s'opposait du tout au tout à celle que l'Allemagne nazie avait appliquée dans sa zone d'influence sous l'inspiration du docteur Schacht, à savoir organiser le commerce pour se passer de la monnaie. La seconde résultait de l'expérience vécue des désordres monétaires de l'entre-deux-guerres. Sans règles

monétaires internationales communément acceptées, les conflits d'intérêts s'exacerbent, et nul ajustement ne sort du laisser-faire.

En dépit de deux conceptions différentes de la régulation monétaire, guidées par les intérêts contradictoires des puissances négociatrices, ces deux convictions ont rendu possible la démarche qui a abouti à la création du FMI, un héritage institutionnel qui a perduré au-delà du système de Bretton Woods.

LE DIFFICILE COMPROMIS CONDUISANT À LA CRÉATION DU FMI⁵

Au début de ce chapitre, on a vu que la monnaie internationale rencontre un obstacle générique : l'absence de souveraineté universelle. Il s'ensuit un double problème de mode d'existence de la liquidité ultime qui ne se partage pas et d'ajustement des balances de paiements des nations qui doit éviter les déséquilibres cumulatifs dans les flux de paiements internationaux, dans les taux de change ou dans les deux. Les visions de Keynes et de White ont affronté ces problèmes à partir des situations opposées prévisibles de leurs pays après la guerre. Elles ont aussi exprimé des philosophies différentes sur les problèmes fondamentaux de la monnaie internationale.

Le plan Keynes était une proposition pour une Union de paiements. Il articulait trois propositions selon trois idées majeures (Keynes, 1941). La première est qu'on ne peut pas libérer les échanges internationaux si on n'organise pas le système de paiements pour fournir régulièrement des moyens de paiements internationaux acceptables et conformes à la demande. La deuxième est la symétrie des ajustements entre pays déficitaires et pays excédentaires pour prévenir les tendances déflationnistes. Dans les années 1920, les États-Unis et la France avaient accumulé et stérilisé les réserves d'or, handicapant sévèrement la place financière de Londres dans

5. Sur les attendus et les conceptions rivales de Keynes et de White et la difficile conciliation conduisant aux accords de Bretton Woods, voir M. Aglietta et S. Moatti (2000).

son rôle de médiateur des échanges internationaux, d'autant que le Royaume-Uni avait fait l'erreur de vouloir rétablir la parité or de 1913. La troisième est l'extension de la logique de la monnaie bancaire au niveau international. Keynes proposait d'ajouter un troisième étage supranational au système bancaire hiérarchisé.

Ces propositions avaient une forte cohérence. Le bien public qu'est le système des paiements hiérarchisé serait étendu au niveau mondial par une union internationale de compensation et de règlement (International Clearing Union). Les marchés de change pouvaient être abolis puisque les règlements des soldes extérieurs nets seraient effectués entre les banques centrales par cession d'un actif de réserve émis par une banque internationale de compensation sur les livres de laquelle les banques centrales nationales auraient leurs comptes. Cette monnaie de réserve ne serait pas détenue par des agents privés. Elle serait exprimée dans une unité de compte internationale (UCI) que Keynes voulait appeler bancor. Ce serait la monnaie du troisième étage. Il résolvait le problème de la liquidité internationale. Les monnaies nationales seraient définies par des parités fixes mais ajustables en bancor à des conditions mutuellement agréées par les règles du système.

En effet, les banques centrales des pays créanciers céderaient à la banque internationale de compensation les créances nettes qu'elles détiennent sur les banques centrales des pays débiteurs. La position « nette-nette » aurait pour contrepartie une créance de même montant en UCI. C'est une création de monnaie internationale émise par la banque de règlement de la Clearing Union. Cette banque serait donc débitrice des banques centrales nationales des pays créanciers. Symétriquement, elle serait créancière des banques centrales des pays débiteurs. Il en résulterait une symétrie fonctionnelle entre pays excédentaires et pays déficitaires.

Pour que la symétrie devienne opérationnelle, il fallait poser des règles d'ajustement imposant des obligations symétriques aux deux catégories de pays. Pour être mutuellement acceptables, elles devaient être assorties d'avantages partagés. Du côté des débiteurs, c'était la possibilité d'emprunter pour amortir la rigueur des ajustements restrictifs. Du côté des créanciers, c'était une garantie de

limitation des dettes accumulées par les banques centrales débitrices. Keynes prévoyait un système de quotes-parts et d'indicateurs d'alerte pour limiter les dettes. Ces limites étaient assorties d'actions correctrices précoces, forçant les gouvernements des pays débiteurs à prendre des dispositions lorsque certains pourcentages de la quote-part allouée étaient atteints, dont la dévaluation de la monnaie nationale relativement au bancor. Symétriquement, les gouvernements des pays excessivement créanciers par rapport à leurs quotes-parts pouvaient être contraints de réévaluer ou de mener des politiques budgétaires plus expansives.

Toute la philosophie économique de Keynes était concentrée dans ce plan pour un nouvel ordre monétaire mondial qui serait un ordre institué par la communauté politique internationale. Il fallait avant tout exorciser les démons déflationnistes du passé par une création maîtrisée de monnaie pleinement internationale.

Le plan White était d'une tout autre nature parce que ses préoccupations étaient fort différentes. En premier lieu, il fallait asseoir institutionnellement la prépondérance du dollar qui allait être écrasante lorsque le commerce international reprendrait. En second lieu, il fallait corriger les défauts des déséquilibres monétaires de l'entre-deux-guerres. Pour White, rétablir le multilatéralisme voulait dire prohiber les discriminations contre les exportations américaines. Pour éviter les dévaluations compétitives, il fallait rétablir la convertibilité des devises et instaurer des changes fixes mais ajustables après concertation collective. De plus, il était vital pour la communauté financière américaine que les exportations de capitaux ne soient pas entravées. C'est pourquoi White proposait une réduction des contrôles de change par étapes : d'abord la convertibilité réduite aux opérations courantes, puis étendue aux capitaux non spéculatifs. Seuls les capitaux les plus volatils (*hot money*) devaient rester contrôlés en permanence.

Pour respecter les principes fondamentaux et atteindre les objectifs contingents à la situation d'hégémonie américaine qui n'allait pas manquer de s'imposer, White proposait de créer deux institutions internationales : un Fonds de stabilisation des changes, qui deviendra le Fonds monétaire international (FMI), et une Banque

internationale de reconstruction et de développement (BIRD), qui allait devenir la Banque mondiale, capable de fournir le capital nécessaire lorsque les financements privés seraient défaillants. Le rôle du Fonds de stabilisation serait de généraliser l'expérience de l'accord tripartite de 1936 entre les trois principales banques centrales. Le capital du Fonds de stabilisation devait être constitué d'or, de devises convertibles et de titres publics des pays participants. Les États-Unis devaient avoir droit de veto dans le contrôle du Fonds. Pour obtenir des dollars, il fallait l'autorisation du Fonds, donc du gouvernement des États-Unis. Cette disposition élevait le dollar au rang de monnaie internationale des règlements officiels.

Aplanir les divergences pour présenter un texte commun aux parlements des deux pays, puis organiser une conférence mondiale comme le voulaient les Américains allait entraîner d'après discussions qui dureraient près de deux ans. Les différences majeures entre les deux plans portaient sur la nature des quotes-parts initiales (droits de tirage sur une banque ou souscription au capital d'un Fonds), sur le rôle du marché des changes et l'étendue des contrôles de capitaux, enfin sur la symétrie ou l'asymétrie dans les obligations d'ajustement.

Pour Keynes, les contrôles de capitaux devaient être permanents parce que les taux de changes flottants n'étaient pas capables de conduire à des équilibres de balances de paiements économiquement satisfaisants. La Clearing Union s'en chargeait bien plus efficacement, comme le principe bancaire avait unifié les monnaies au sein des nations, éliminant le système dualiste du Moyen Âge et la confusion des unités de compte qui en découlait. Toutefois, Keynes savait bien que les conditions incontournables pour un accord étaient celles sur lesquelles le Congrès des États-Unis refuserait de transiger : le capital du Fonds de stabilisation devait provenir des contributions nationales et devait contenir une composante or. Des limites strictes devaient être assignées aux crédits accordés au Fonds et aux prêts de celui-ci aux débiteurs. La valeur or du dollar ne pourrait être changée sans l'accord du Congrès.

Keynes utilisa son schéma théorique pour guider sa tactique de négociateur. Il voulait insérer dans le dispositif de White des

exigences minimales pour Londres : obtenir la plus faible souscription possible en or et la taille la plus grande pour le capital total dont dépendait la capacité à prêter. Surtout, Keynes voulait un critère qui empêcherait toute opposition à une dévaluation : la notion de « déséquilibre fondamental » de la balance courante qui fut acceptée par la partie américaine. Le 8 octobre 1943, un accord de procédure fut atteint pour rédiger un texte commun anglo-américain servant de base à une conférence qui serait la première des Nations unies.

LES ACCORDS DE BRETTON WOODS FONT DU DOLLAR LE PIVOT DU NOUVEL ORDRE MONÉTAIRE

Le secrétaire d'État au Trésor des États-Unis, Morgenthau, avait deux objectifs majeurs. Le premier était de déplacer le pouvoir financier international des banques d'affaire de Londres et de New York vers le Trésor des États-Unis. Aussi la délégation américaine fut-elle intraitable sur l'implantation du nouveau Fonds monétaire international. Ce devait être la capitale du pays dont la quote-part était la plus élevée. Le second était de mettre le dollar au cœur du système monétaire international. Les Américains eurent gain de cause sur ces deux points. Le FMI fut localisé à Washington, et chaque pays devait déclarer sa parité en or ou en une devise convertible en or aux poids et titre en vigueur au 1^{er} juillet 1944. Mais, la plupart des pays étant dépourvus d'or, ils déclarèrent leurs parités en dollar.

La détermination des quotes-parts fut aussi une foire d'empoigne. White dut nommer un comité spécialisé. Il fallut accroître le montant total pour trouver un compromis. La conférence mondiale de Bretton Woods fut néanmoins unique en son genre en ce qu'elle a produit des résultats. Aucune conférence précédente, de Paris en 1865 à Londres en 1933, n'y était parvenue.

Bien sûr, les règles du système répercutaient la domination des États-Unis à la fin de la guerre. Elles jetaient les germes des problèmes qui allaient hanter le système de Bretton Woods dès que

le rétablissement de la compétitivité des économies européennes permit de rétablir la convertibilité en comptes courants, c'est-à-dire dès 1958.

En l'absence d'une référence commune à une forme supérieure de liquidité qui ne soit la dette d'aucun pays dans la définition de l'UCI, le problème du n ième pays se pose. Entre n pays liés par des taux de change officiellement déclarés, il ne peut y avoir que $n-1$ taux de change indépendants. Il s'ensuit que les États-Unis ne peuvent avoir d'objectif de change lorsque le dollar est le pivot d'un système de changes fixes. C'est pourquoi les autorités monétaires américaines n'intervenaient pas sur les marchés de change et ne détenaient pas de réserves en devises. En sens contraire, leurs engagements vis-à-vis des institutions officielles étrangères étaient les réserves internationales de ces institutions. Mais ils devaient être responsables de l'adéquation de la liquidité internationale à la demande mondiale résultant du financement des échanges internationaux.

Il y a donc une sorte de division du travail à deux niveaux entre les gouvernements qui est un substitut très imparfait de la hiérarchie bancaire pensée par Keynes dans le système de l'International Clearing Union. $N-1$ pays doivent défendre un objectif de change et accumulent pour cela des réserves en dollars. Les contrôles de capitaux sont indispensables pour neutraliser l'incidence monétaire des variations de réserve, car la stérilisation purement monétaire ne peut suffire. Mais cette contrainte entre en conflit avec la volonté des entreprises américaines d'exporter leur capital. Elles font pression pour la levée des contrôles dans les pays où elles projettent d'investir. Les États-Unis sont en théorie responsables de la régulation du prix de l'or à 35 dollars l'once. Cependant, cette obligation formelle est sans réalité parce que les gouvernements étrangers dans l'orbite politique et militaire des États-Unis ne demandent pas la conversion or de leurs avoirs monétaires en dollars.

Le talon d'Achille du système n'allait pas tarder à se révéler dès que les contrôles de capitaux seraient levés. La politique monétaire des États-Unis n'était soumise à aucune contrainte de bouclage

global pour réguler la liquidité mondiale. *C'est le privilège exorbitant du dollar* (Eichengreen, 2011). Le change fixe sur le dollar, couplé au prix fixe de l'or en dollar et à la vacuité de la contrainte de convertibilité or, assujettissait l'expansion monétaire dans le reste du monde à l'expansion monétaire des États-Unis.

LA PÉRIODE DE PRÉCONVERTIBILITÉ (1947-1958)

Le système de Bretton Woods a connu deux périodes, 1947-1958 et 1958-1971, séparées par le rétablissement de la convertibilité en Europe. La première sous-période a été dominée par le plan Marshall et la guerre de Corée. Le plan Marshall fut une réponse exceptionnelle au délabrement des économies européennes après la guerre et surtout un endiguement du communisme selon la doctrine Truman adoptée à la mi-1947. La priorité absolue était d'ancrer l'Europe occidentale dans la sphère d'influence politique américaine. Pour cela, il fallait très vite renforcer les capacités industrielles de l'Europe occidentale.

Le *European Recovery Program*, connu sous le nom de plan Marshall, fut rendu public en mai 1947. Il fut administré par une agence américaine spécialisée, l'Economic Cooperation Administration (ECA)⁶. L'aide Marshall atteignit vingt fois les ressources du FMI. Néanmoins, la convertibilité des devises européennes demeurant impraticable en dépit de l'aide Marshall, il fallait un mécanisme multilatéral de paiements pour pouvoir développer les échanges intraeuropéens qui demeureraient entravés par le bilatéralisme et la réciprocité. Ce mécanisme devait promouvoir des crédits multilatéraux pour économiser l'usage du dollar dans les paiements des transactions commerciales entre pays européens. Ce fut l'Union européenne des paiements (UEP) créée en juin 1950⁷.

6. Le plan Marshall et le relèvement économique de l'Europe ont fait l'objet d'un colloque tenu à Bercy, dont on trouvera les contributions dans R. Girault et M. Lévy-Leboyer (1993).

7. Sur le fonctionnement et l'apport de l'Union européenne des paiements pour surmonter la rareté du dollar, voir l'analyse ancienne de O. Schloesing et M. Jaoul (1954).

L'UEP fut dotée d'un capital initial prélevé sur les crédits Marshall. Elle put fournir aux pays européens membres de l'Organisation européenne de coopération économique (OECE) un mécanisme de compensation et de crédit inspiré des idées du plan Keynes. C'est sans doute pourquoi elle rencontra l'hostilité du Trésor américain. Il fallut toute la force de conviction du Département d'État pour faire accepter au Congrès l'abondement du capital de l'UEP par les crédits Marshall.

Il fallut aussi des dévaluations géantes, engagées par la livre sterling (30,5 % contre le dollar) et suivie par vingt-trois pays européens qui dévaluèrent dans des proportions semblables. Le traumatisme de ces dévaluations rendit les gouvernements hostiles aux changements de parités. Le système dériva vers des parités fixes, retardant au maximum les ajustements. Le salut vint de la guerre de Corée qui éclata en juin 1950. La reprise des dépenses militaires aux États-Unis sur une grande échelle relança la production industrielle en Europe.

À la fin des années 1950, le système de Bretton Woods était enfin en ordre de marche. Il devait affronter les deux problèmes que tout système monétaire international doit résoudre pour être efficace : fournir une offre globale de liquidités internationales conforme aux besoins des échanges internationaux ; assurer que les balances des paiements s'ajustent pour équilibrer les offres et les demandes des différentes devises. Le système de Bretton Woods a fonctionné conformément à ses statuts sur une période assez courte, de 1958 à 1971, car il a échoué à traiter ces deux problèmes en ne parvenant pas à s'adapter aux transformations de l'économie mondiale.

L'EXPANSION MONÉTAIRE MONDIALE ET LE DILEMME TRIFFIN

Le problème qui allait miner le système de Bretton Woods fut le déficit permanent de la balance des capitaux des États-Unis. Jusqu'à la fin des années 1960, les États-Unis conservèrent un

excédent courant annuel moyen de 2,4 milliards de dollars. Mais les exportations nettes de capitaux à long terme et les flux nets sortants de capitaux à court terme non monétaires l'emportèrent largement sur l'excédent courant. En conséquence, la balance des liquidités afficha un déficit permanent de plus de 3 milliards chaque année, allant croissant rapidement à la fin de la décennie.

Les sorties de capitaux étaient structurelles à l'initiative des entreprises américaines s'implantant en Europe. Les fonds liquides étaient déposés dans les banques européennes qui les recyclaient dans des flux de paiements internationaux soutenant des opérations commerciales et financières en dollars. Un marché du dollar déterritorialisé se constitua, le marché de l'euro dollar. Soumis à l'arbitrage des détenteurs d'actifs liquides, notamment des banques américaines, le taux de l'euro dollar était étroitement lié au taux du marché monétaire de New York. Le gouvernement des États-Unis chercha bien à contrecarrer ces arbitrages en limitant les sorties de capitaux bancaires à partir de 1965, mais sans succès. Si donc le taux monétaire baissait aux États-Unis, du fait d'une récession ou d'une politique monétaire expansive, en dessous des taux monétaires des pays européens, une avalanche de dollars inondait les banques centrales de ces pays. Ces dollars liquides étaient placés en réserves officielles de change dans des titres du marché monétaire américain. Il s'ensuivait une mutation du système monétaire qui, d'un système étalon dollar or, se transforma *de facto* en système étalon dollar pur. La sortie des dollars des États-Unis augmentait la masse monétaire du reste du monde à travers la hausse des réserves des banques centrales étrangères. Mais le placement des réserves dans le système financier américain remettait les dollars à disposition des résidents américains, de sorte que la masse monétaire des États-Unis était immunisée de la sortie des liquidités en dollars. Selon la logique de l'étalon dollar pur, la masse monétaire mondiale était entièrement déterminée par les États-Unis, dès lors que les changes restaient fixes.

Le tableau 7.8. montre la variation annuelle moyenne des réserves officielles de change en dollars de fin 1959 à fin 1972. Le

dérapiage s'accélère brutalement à partir de la dévaluation de la livre sterling en novembre 1967.

L'expansion des réserves internationales était alimentée en permanence par le déficit de la position monétaire extérieure des États-Unis. Comme la création monétaire américaine ne dépendait que des objectifs de politique intérieure, l'offre de liquidités internationales n'était pas ajustée à la demande. L'excès de réserves internationales s'accumulait et se transmettait dans l'expansion monétaire du reste du monde. Le système de Bretton Woods s'était donc transformé en une machine d'expansion inflationniste du monde entier (figure 7.2.).

Tableau 7.8. Variation annuelle moyenne
des réserves officielles de change

	<i>Fin 1959 à fin 1967</i>		<i>Fin 1967 à fin 1972</i>	
	<i>En mds de dollars</i>	<i>En %</i>	<i>En mds de dollars</i>	<i>En %</i>
Tous pays	1,5	7,3	14,9	29,0
Pays industrialisés	1,1	10,6	8,9	30,0

Sources : D'après Ronald Mac Kinnon (1982). Les données sont tirées des *International Financial Statistics* du FMI.

Le mécanisme de l'asymétrie monétaire induit par le fonctionnement du système de Bretton Woods sous hégémonie monétaire américaine est décrit sur le tableau 7.9.

Étudions les conséquences d'une intervention d'une banque centrale étrangère selon les règles de Bretton Woods. Elle se traduit par une acquisition de dollars en excédent sur le marché des changes au taux de change en vigueur. L'intervention décrite sur le tableau 7.9. comprend deux opérations : 1) la transaction sur le marché des changes ; 2) le placement en actifs rémunérateurs des dollars acquis par la banque centrale étrangère.

Figure 7.2. Croissance inflationniste mondiale impulsée par la création monétaire américaine (1958-1971)

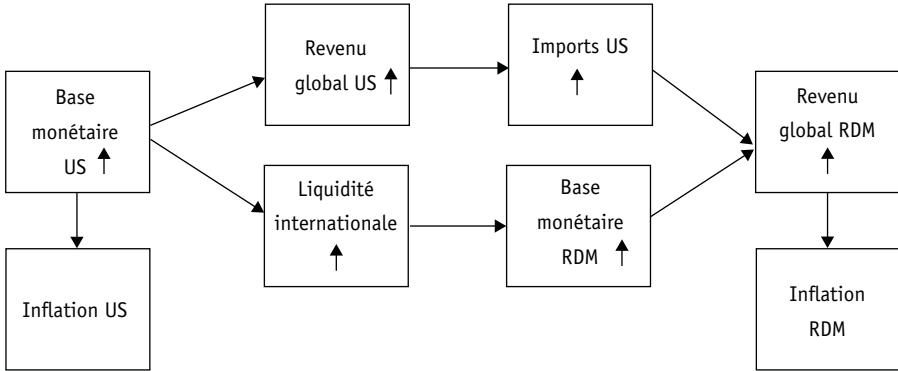


Tableau 7.9. Effet asymétrique d'une intervention des banques centrales étrangères sur les marchés de change

Opération	États-Unis				Reste du monde			
	Fed	Banque commerciale		Banque centrale	Banque commerciale			
(1)		- R\$	- R\$	- D\$	+ D\$	+ R _w	+ R _w	- D\$
(2)		- D\$	+ R\$	+ D\$	- D\$			
Total	-	-	-	-	+ T\$	+ R _w	-	-

Dans l'opération (1), les banques commerciales étrangères tirent sur leurs dépôts auprès de leurs correspondantes américaines (D\$) pour acquérir de la monnaie centrale de leur propre pays (R_w). Aux-États-Unis, les banques commerciales financent le tirage fait sur elles par une baisse équivalente de leurs réserves libes (R\$). Après cette opération, la base monétaire augmente dans le reste du monde et baisse aux États-Unis d'un même montant. L'impact monétaire de l'intervention proprement dite sur le marché des changes est donc symétrique. C'est un transfert de monnaie sans incidence sur la masse monétaire mondiale.

Dans l'opération (2), les banques centrales étrangères convertissent les dépôts à vue (D\$) qu'elles ont acquis sur la Fed en actifs

rémunérateurs (T\$), par exemple des bons du Trésor fédéral. Les titres sont vendus par des résidents privés américains qui augmentent leurs dépôts bancaires de la contrepartie de leurs ventes. Les banques commerciales américaines peuvent ainsi reconstituer leurs réserves. Au total, la base monétaire de la Fed est restée intacte, tandis que la base monétaire agrégée des banques centrales du reste du monde exprimée en dollars s'est accrue. *L'effet monétaire complet des interventions de change est asymétrique et provoque un gonflement de la masse monétaire mondiale entièrement assujetti à la politique américaine.*

C'est le sens du dilemme repéré par Robert Triffin dès 1958 (Triffin, 1960). Soit les États-Unis luttèrent contre leurs déficits des paiements sous la contrainte d'une conversion en or des réserves de change détenues par les banques centrales étrangères. Ils induisaient alors une rareté du dollar qui créait des pressions déflationnistes dans l'économie mondiale. Soit ils toléraient ce déficit en poursuivant leurs objectifs internes et le financement de leurs dépenses internationales pour promouvoir leur hégémonie politique et militaire grâce à la tolérance de leurs alliés. Mais ils minaient à terme la confiance dans la parité or du dollar. Le problème de la liquidité internationale était donc étroitement lié à celui de l'ajustement des balances de paiements permettant d'équilibrer la balance monétaire des États-Unis. Mais il n'existait aucun processus par lequel susciter un tel ajustement et le conformer aux besoins de dollars des non-résidents.

Dès 1960, l'augmentation de la liquidité mondiale en dollars se refléta dans la hausse des marchés privés de l'or qui montèrent à 40 dollars l'once. Le gouvernement américain n'avait pas de responsabilité à l'égard du cours privé de l'or. Cependant, la spéculation sur l'or était le symptôme de l'inquiétude vis-à-vis du rôle pivot du dollar dans les règles de Bretton Woods. Aussi le gouvernement américain réagit-il de deux manières : formation du réseau de swaps entre banques centrales à travers la Banque des règlements internationaux (BRI) en 1960 ; formation du consortium de l'or (Gold Pool) en 1961 pour maintenir le prix de marché de l'or au niveau de la parité officielle de 35 dollars l'once. Les ventes d'or pour tenir ce prix provoquèrent une érosion des réserves officielles en or qui affaiblirent encore plus la base or du système. Dans la seconde moitié des années 1960, les

réserves d'or devinrent inférieures non seulement aux engagements extérieurs des États-Unis, mais aux engagements extérieurs directs des autorités monétaires américaines. Le système de Bretton Woods n'avait plus d'avenir sans changement profond de ses règles.

L'IMPUISSANCE À RÉFORMER LE SYSTÈME DE BRETTON WOODS ET SON EFFONDREMENT DÉFINITIF

Le dilemme Triffin s'exacerba quand les États-Unis cessèrent de se conformer à la politique de stabilité des prix qu'aurait dû leur imposer le rôle international du dollar. La création monétaire se mit à financer les déficits budgétaires conjoints de la guerre du Vietnam et les programmes sociaux du projet de Grande Société du président Lyndon Johnson. À partir de 1965, la balance courante se dégrada, et l'inflation s'accéléra. La confiance dans le dollar devint plus fragile, entraînant des interventions accrues des banques centrales européennes et donc une explosion de leurs réserves en dollars. Le « privilège exorbitant » des États-Unis, expression due à Valéry Giscard d'Estaing, était contesté par le président de Gaulle, nourri de la pensée monétaire nostalgique de l'étalon-or de Jacques Rueff. Pour les Allemands, les États-Unis exportaient leur inflation vers les pays excédentaires. À la fin des années 1960, le gonflement des réserves en dollars devenait de plus en plus difficile à stériliser.

Le FMI a assisté impuissant à ces évolutions. Il n'a jamais pu trouver un accord entre les États-Unis et les pays excédentaires sur un ajustement de parités. Les États-Unis ne voulaient pas une dévaluation du dollar qui aurait fait monter le prix de l'or, et leurs partenaires ne voulaient pas réévaluer unilatéralement. Aussi la question de l'ajustement des balances de paiements resta-t-elle sans solution.

À cet égard, la livre sterling était le maillon faible de tout le système. Les pressions spéculatives se développèrent contre la livre dès la crise de Suez en 1956. Les autorités monétaires britanniques étaient pressées de rétablir la convertibilité pour que Londres retrouve son rôle de place financière mondiale. Mais les balances sterling accumulées pendant la guerre étaient un obstacle permanent. Sans cesse

menacée, la livre sterling suscita une succession de plans de sauvetage par les banques centrales, soit par le truchement de la BRI, soit par le réseau de swaps conclu par la Fed avec les banques centrales européennes formant le G10. Toutefois, ces expédients ne traitaient que les perturbations du compte de capital. Le déficit chronique de la balance courante condamnait le gouvernement à une politique de *stop-and-go*. Toute phase d'expansion conduisait inévitablement à la détérioration des paiements courants, à une diminution des réserves de change et à la reprise de la spéculation contre la livre.

Jusqu'à la dévaluation fatidique de novembre 1967, le Royaume-Uni faisait des tirages à répétition sur le Fonds pour financer ses déficits. Incapable de résoudre la question de l'ajustement, le Fonds s'est préoccupé de trouver les moyens d'augmenter ses ressources pour pouvoir financer les tirages. Comme il n'était pas question de toucher aux quotes-parts, les Accords généraux d'emprunt (AGE) furent créés en 1962, en même temps que le Groupe des Dix (G10) dans le giron du FMI. On décida également de constituer un Pool de l'or (Gold Pool). Les pays riches s'autonomisaient au sein du FMI pour accroître les moyens du Fonds uniquement pour financer des besoins de tirage de l'un d'entre eux ou pour stabiliser le prix de marché de l'or au voisinage de 35 dollars l'once. Une dernière initiative pourrait être une innovation monétaire radicale au plan international. C'est l'invention du Droit de tirages spéciaux (DTS) dont le rôle possible au cœur de la régulation du SMI sera évoqué dans la dernière section du chapitre consacrée à la transformation du SMI.

En créant une monnaie scripturale internationale, soit une innovation radicale puisqu'elle n'était la dette d'aucun pays, l'objectif était de replacer le Fonds au centre de la gestion globale de la liquidité internationale. C'est le rapport Ossola, émanant d'un groupe d'étude du G10 en 1965, qui en définit le concept. Mais il ne fut pas réservé au G10 parce que l'hostilité des pays en développement et les pressions du directeur général du Fonds convainquirent d'allouer cet actif de réserve à l'ensemble des membres. L'accord sur la création du DTS fut entériné par l'assemblée générale du Fonds à Rio de Janeiro en 1967. Le premier amendement aux

statuts du Fonds portant création du DTS devint effectif en 1969, et la première allocation s'étala de 1970 à 1972.

Dans un tel contexte, les spéculateurs pouvaient espérer qu'une attaque plus violente que les autres leur permette de compenser les pertes subies dans les attaques infructueuses précédentes. Elle se produisit en novembre 1967 après des événements internationaux (guerre des Six Jours au Moyen-Orient) et nationaux (grève des dockers) fortement perturbateurs. Les réserves officielles britanniques étant très faibles, la position de la livre était vulnérable à une spéculation passant par les délais de paiements entre exportations et importations. Finalement, une dévaluation concertée fut décidée de 14,3 % le 18 novembre 1967.

Le FMI y joua un rôle central en convainquant les Britanniques qu'ils ne pouvaient y échapper, en déterminant l'ampleur du changement de parité et en fournissant les crédits nécessaires à la politique de stabilisation. Mais cette concertation marquait un échec qui allait emporter tout le système.

De la dévaluation de la livre sterling à la disparition du système de Bretton Woods, il s'écoula moins de quatre ans. La spéculation sur l'or se déchaîna, et le Gold Pool ne put y résister. Il fut fermé en mars 1968, laissant la place à un double marché. Les banques centrales continuèrent à s'échanger de l'or au prix officiel. Mais l'écart entre ce prix et le prix flottant du marché libre devint le baromètre de la défiance vis-à-vis du dollar. La convertibilité or du dollar étant détruite *de facto*, il ne restait plus pour sauvegarder le pivot du dollar dans le système des changes que la bonne volonté des banques centrales d'absorber les flux de dollars et donc de gonfler indéfiniment leurs créances officielles sur les États-Unis⁸.

Car, du fait de la politique unilatérale des États-Unis, l'expansion des réserves s'emballait. Cette situation était devenue intolérable pour la Bundesbank, le parangon de vertu anti-inflationniste.

8. Beaucoup de choses ont été écrites sur cette période cruciale pour les relations monétaires internationales. Pour une synthèse venant d'un observateur des jeux stratégiques entre les puissances ayant participé aux multiples négociations, voir R. Solomon (1979). Pour une recension très détaillée de cette époque historique, se reporter à M. Bordo et B. Eichengreen (1993).

En mai 1971, elle franchit le Rubicon en refusant de continuer à absorber des dollars, donc en laissant unilatéralement le Deutsche Mark flotter vers le haut. La contre-attaque américaine fut rapide. Le président Nixon déclara unilatéralement la suspension pour un temps indéterminé de la convertibilité du dollar en or le 15 août 1971. Il y ajouta une surcharge temporaire de 10 % sur les importations américaines. Le coup de force américain imposa une conférence au Smithsonian Institute à Washington en décembre 1971 où fut agréé un réaménagement complet des taux de change permettant une dévaluation substantielle du dollar contre la plupart des monnaies européennes, tout en conservant les règles des changes fixes et ajustables. Tout lien à l'or était définitivement coupé.

Pour une courte période, le système monétaire international fut officiellement sous un étalon dollar pur. Ce système dédouanait les États-Unis de toute considération de cohérence internationale. Il ne fallut pas longtemps pour que l'administration Nixon en fasse le pire usage. L'élection de 1972 approchant, Richard Nixon ordonna au président de la Fed, Arthur Burns, de mener une politique monétaire inflationniste sous la menace de faire changer le statut de la Fed. Burns accrut l'offre de monnaie, l'inflation accéléra, et la spéculation contre le dollar se déchaîna. Après la sortie de la livre du mécanisme de change en mai 1972, d'autres monnaies suivirent. La spéculation contre le dollar devint irrésistible. Après une fermeture des marchés de change pendant une semaine début mars 1973, le monde se trouva avec des changes flottants généralisés à la réouverture des marchés.

L'ÉCHEC DE LA TENTATIVE DE RÉFORME (1972-1974) ET LES ACCORDS DE LA JAMAÏQUE EN 1976

Le DTS fut au cœur des négociations qui tentèrent de reconstruire le système monétaire international de 1972 à 1974 et se déroulèrent au sein du Comité des Vingt (C20) puis du Comité intérimaire du Fonds⁹. Le DTS se trouvait au carrefour de deux questions cru-

9. Sur la tentative de réforme du SMI suite à la disparition du système de Bretton Woods et à son échec complet, voir la très bonne analyse de J. Williamson (1977).

ciales : la démonétisation de l'or et l'avenir du dollar. D'abord, avec l'instauration des changes flottants, la valeur du DTS passa d'un rattachement à l'or à un panier de monnaies en juin 1974. Cela s'accordait à la volonté américaine d'entériner les changes flottants, plutôt que de revenir à un système de parités centrées sur le DTS.

Mais, dans ce cas, il était contradictoire de prétendre faire du DTS le principal actif de réserve. Car on ne peut séparer le choix des réserves de la nature de l'ajustement. Le désaccord fondamental sur les modalités de l'ajustement a inévitablement rejailli sur celui des réserves, faisant de la tentative de réforme un échec total.

L'objectif de la réforme fut de construire un système d'ajustements symétriques, s'inspirant de certaines idées du plan Keynes, pour remédier aux rigidités du système de Bretton Woods. Il fallait élaborer des règles pour traiter les déséquilibres avant qu'ils ne s'accumulent. Les Américains proposèrent de faire des réserves un indicateur pour décider des modifications de taux de change. Les pays déficitaires et excédentaires devraient modifier symétriquement leurs parités en deçà ou au-delà d'un niveau seuil de réserves. Encore fallait-il se mettre d'accord sur la nature des asymétries à corriger pour accepter le mécanisme. Les Américains voyaient dans les asymétries la responsabilité des pays excédentaires. Pour les Européens, surtout les Allemands, l'asymétrie du système tenait au statut de monnaie de réserve du dollar. Les États-Unis avaient licence de régler leurs déficits avec des engagements sur eux-mêmes ; ce qui repoussait toute contrainte d'ajustement. Pour les Allemands, la montée de l'inflation mondiale était la preuve que les déséquilibres ne devaient pas être traités symétriquement. Il n'y eut donc aucun terrain d'entente sur l'ajustement. Sur la question de la liquidité internationale, faire du DTS le principal actif de réserve impliquait la possibilité de le substituer aux avoirs en dollars. Or ceux-ci avaient explosé depuis le début des années 1970. De plus, la rémunération du DTS n'était pas alléchante, et les opportunités de diversifier les placements étaient faibles. Les pays en développement, notamment, voulaient établir un lien entre la création de nouvelles réserves et l'aide au développement. Enfin, Européens et Américains s'opposaient sur les restrictions aux mouvements de capitaux.

Les accords de la Jamaïque enterrèrent la première expérience de coopération monétaire de l'histoire moderne à l'échelle mondiale. En effet, ils entérinèrent la liberté de chaque pays de choisir indépendamment son régime de change pourvu qu'il le notifie au FMI. Pour sauver l'apparence de la concertation monétaire, les accords donnent au FMI une mission de « surveillance » des politiques des États membres. Concernant les pays riches, cela n'a été qu'un simulacre, mais cette disposition a permis au FMI de se doter d'un nouveau rôle, celui de mentor de l'endettement des pays en développement.

Les véritables vainqueurs de la destruction du système de Bretton Woods ont été les banques d'affaires internationales, qui ont pu arbitrer entre les monnaies et se lancer dans des politiques de distribution de crédit à l'échelle internationale, avec tous les risques de crises financières que cela comporte. À partir du second choc pétrolier de 1978, elles ont emporté le monde entier dans une orgie d'endettement qui a duré trente ans et qui a ouvert de nouveau l'ère des crises financières.

La seconde globalisation financière qui en a résulté est très différente de la première parce qu'elle a été couplée au retour à la jungle monétaire internationale, alors que la première s'inscrivait dans l'ordre monétaire de l'étalon-or. Néanmoins, le retour des crises financières a eu des conséquences amorties par les nouveaux outils des banques centrales en tant que prêteurs en dernier ressort, y compris la coopération épisodique des banques centrales en cas de crise internationale aiguë. Elles l'ont été également par l'adaptation du FMI aux rôles nouveaux découlant des accords de la Jamaïque. Le tableau 7.10 décrit l'évolution de ces rôles depuis Bretton Woods et de celui qu'il aurait pu jouer si le projet de réforme étudié par le C20 avait abouti¹⁰.

La question fondamentale est plus que jamais pertinente. Comment caractériser le système international post-Jamaïque ? En quel sens y a-t-il une monnaie internationale ? En l'absence de toute règle commune, que peut-on dire des mouvements de change et des effets d'ajustement qu'ils sont censés porter ?

10. Les études produites au sein du C20 sont rassemblées dans un ouvrage du FMI (1974).

Tableau 7.10. Évolution des rôles du FMI

	Fonds d'assistance mutuelle en cas de déficits courants temporaires (Bretton Woods)	Agence d'émission d'un actif monétaire international (C20)	Intermédiaire financier du développement (consensus de Washington)	Prêteur en dernier ressort international (nouvelle architecture)
Structure du système monétaire et financier.	Parités stables et ajustables, contrôle des mouvements de capitaux.	DTS comme unité de compte internationale pour la définition des parités.	Extension des changes flexibles, développement des dettes souveraines.	Généralisation de la globalisation financière aux pays émergents.
Nature des ajustements et rôle du Fonds.	Contrainte de balance courante. Distinction entre déséquilibre temporaire/fondamental. Surveillance et conditionnalité macro-économiques.	Ajustements symétriques pays déficitaires/excédentaires. Réserves en DTS comme indicateur des déséquilibres.	Solvabilité des dettes souveraines dans les pays en développement. Ajustement structurel. Conditionnalité renforcée.	Déséquilibres brutaux du compte de capital dû à l'instabilité des marchés financiers. Intervention visant à restaurer la confiance des marchés. Fragilité financière comme indicateur des déséquilibres.
Régulation de la liquidité et fonction financière du Fonds.	Aide financière strictement limitée par les quotes-parts.	DTS comme principal actif de réserve international.	Multiplication des facilités de crédit, relèvement des limites d'accès, allongement des échéances.	Liquidité d'urgence et déconnectée des quotes-parts.
Gouvernance du système.	Concertation intergouvernementale selon un principe d'assurance internationale.	Supranationalité renforcée : responsabilité de l'émission de l'actif de réserve.	Rôle de médiateur entre les États débiteurs et les différents créanciers (États du Club de Paris, banques internationales).	Constitution du PDRI à partir d'une diversité d'acteurs publics et privés.

*Après les accords de la Jamaïque :
le système décentralisé du semi-étalon dollar*

La seconde globalisation financière a commencé par deux événements quasi simultanés : l'échec de la tentative du C20 de réformer le SMI et le premier choc pétrolier de 1973. Ce choc modifiait radicalement l'ampleur et la direction des flux de capitaux internationaux. La polarisation devenait pays exportateurs/importateurs de pétrole. Pour préserver la croissance mondiale, elle exigeait une très forte expansion du crédit international. Les banques d'affaires américaines et les banques universelles européennes se sont enfoncées dans la brèche ouverte par l'incapacité des gouvernements de réorganiser le financement du développement et par l'extrême petitesse des ressources du FMI face à la taille des financements requis.

La finance privée s'est installée au poste de commande en formant un lobby international d'une puissance inouïe qui a altéré décisivement les souverainetés nationales. Il s'est ensuivi quatre décennies d'expansion des flux de capitaux internationaux s'inscrivant dans un cycle financier mondial mû par la dynamique du crédit. Au cours des décennies, les directions des flux de capitaux se sont modifiées au fur et à mesure que la globalisation s'étendait. Pour notre propos qui n'est pas de décrire l'histoire financière, mais d'étudier les interactions entre finance et monnaie dans une époque de dérégulation financière où la finance privée domine l'ensemble de l'économie, un tableau de synthèse de ces quatre décennies jusqu'à la crise financière globale est utile (tableau 7.11.).

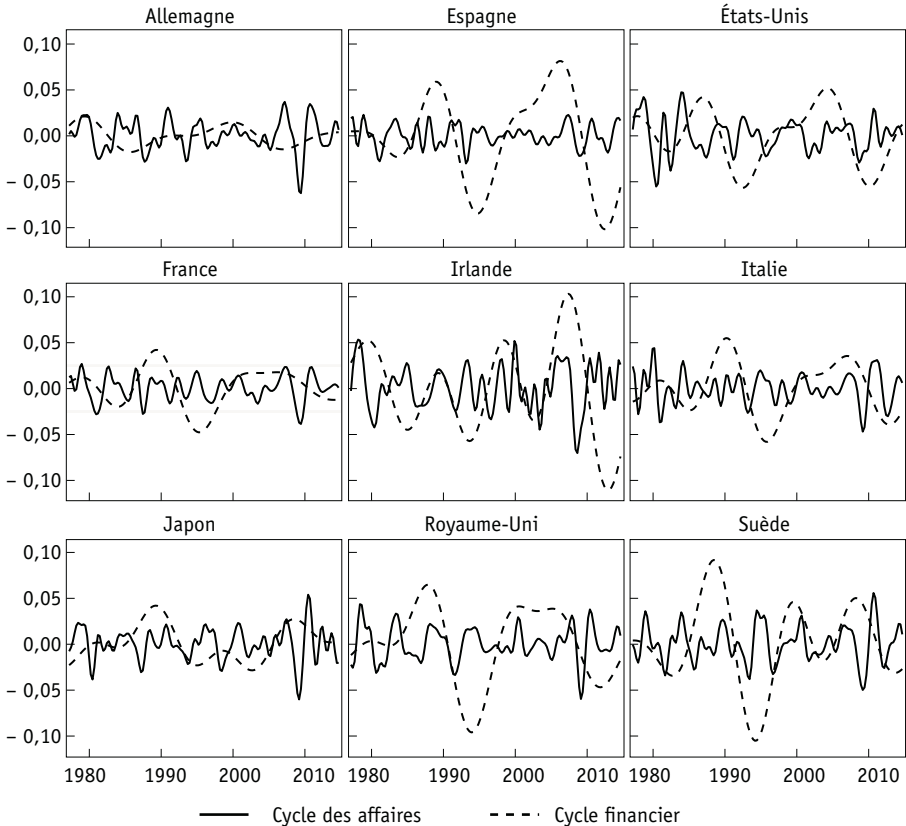
Ce que ces quatre décennies ont en commun est le cycle financier mis en évidence par la Banque des règlements internationaux (BRI). Le cycle financier, résultant de la nouvelle dynamique globale du crédit, a profondément transformé la macroéconomie par rapport à ce qu'elle était sous le système de Bretton Woods. Le cycle financier a une durée bien plus longue que l'horizon de décision des participants aux marchés et des responsables

Tableau 7.11. Seconde globalisation financière :
quatre décennies de flux de capitaux

Décennies	Direction principale des flux nets de capitaux	Sources des déséquilibres financiers	Mécanisme dominant de transmission du capital financier	Nature des crises financières
1970	Sud/Sud : de l'OPEP à l'Am. lat. et l'Afrique.	2 chocs pétroliers → dette souveraine insoutenable.	Recyclage des revenus pétroliers par banques internationales.	Crises dettes souveraines en Am. lat. (Mexique, Chili, Argentine).
1980	US/Allemagne et Japon. Divergences de politiques économiques.	Déficit US → distorsions des taux de change. Taux d'intérêt USA très hauts puis trop bas après accords du Louvre (1987).	Marché de dette publique US : obligations du Trésor achetées par investisseurs institutionnels.	Crises boursières : Wall Street 1987, Japon 1990. Crises bancaires dans les pays développés.
1990	Multidirectionnels : vers marchés émergents jusqu'à 1997 puis vers US (TIC).	Dettes \$ excessives/banques asiatiques, gouvernements russe et latinos/achats actions US.	Crédit interbancaire et investissements de portefeuille. Usage intensif des dérivés.	Crises multiples ; Asie, Russie, Amérique latine. Banques et change. Krach boursier (2001).
2000	Polarisation : US/Allemagne, Asie, pays pétroliers.	Effondrement de l'épargne US/épargne élevée en émergents. Déséquilibres globaux.	Tous types de marchés financiers : actions, obligations, crédits titrisés.	Crise bancaire globale à partir du crédit hypothécaire.

de la politique économique. Il est au-delà de leur capacité à s'ajuster à l'instabilité financière. C'est pourquoi la macroéconomie est devenue spontanément procyclique. En effet, le trait majeur des dynamiques financières dans ces cycles est le *momentum*. Quand la dynamique est entraînée par le *momentum*, les déséquilibres s'accumulent dans les stocks d'actifs et dans l'endettement. Ils agissent sur les flux de crédit dans les phases haussières et baissières du cycle financier (Borio, 2014). La figure 7.3. décrit les cycles financiers et les cycles conjoncturels des affaires dans les principaux pays occidentaux à finance entièrement libéralisée.

Figure 7.3. Cycles des affaires et cycles financiers
(1976 T1-2014 T3)



Sources : BIS et OCDE ; calculs de Thomas Brand pour M. Aglietta et T. Brand (2015).

Légende : ces estimations prolongent les travaux de Drehmann M., Borio C. et Tsatsaronis K. (2012).

Le cycle financier est mesuré à partir de trois variables financières : le crédit total au secteur privé non financier ; la part du crédit dans le PIB ; le prix de l'immobilier. Les séries sont en termes réels, déflatées par l'indice des prix à la consommation et en logarithme. Seule la part du crédit dans le PIB est exprimée en pourcentage. Le cycle financier correspond à la moyenne des trois séries normalisées et filtrées.

On en tire trois enseignements. En premier lieu, le cycle financier est devenu de plus en plus important au cours des quarante

dernières années, en conséquence de la libéralisation financière engagée dans les années 1980. Cette dernière a en effet permis aux forces financières de jouer à plein, d'abord au tournant des années 1990 puis dans les années 2000 aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Irlande et en Espagne. Les cycles financiers apparaissent aussi de plus en plus corrélés entre les pays. Seule l'Allemagne fait figure d'*outsider* avec un cycle financier très peu marqué sur toute la période.

En deuxième lieu, on lit sur la figure 7.3. que le cycle financier n'est pas corrélé positivement au cycle macroéconomique conjoncturel. Dans la plupart des pays, il a une périodicité et une amplitude plus grandes. Les autorités monétaires l'ont ignoré conformément au postulat de l'autorégulation de la finance. Comme la doctrine du ciblage de l'inflation était univoque, un instrument (le taux court) et un objectif (la cible d'inflation), il n'était pas possible d'interagir avec le cycle financier et donc d'amortir les déséquilibres qui s'y accumulaient.

En troisième lieu, toutes les récessions du cycle des affaires ne s'expliquent pas par un retournement du cycle financier. Seules les crises les plus graves en termes de production connaissent en même temps un retournement du cycle financier. Cela permet de comprendre par exemple que l'éclatement de la bulle technologique à la fin des années 1990 a eu moins d'impact que la crise actuelle où la bulle immobilière a été alimentée par le crédit. C'est dans ces phases de désendettement prolongé que les risques de stagnation séculaire sont les plus importants.

Le rôle du marché immobilier dans la dynamique de *momentum* qui entraîne le cycle financier ne saurait être sous-estimé. Le *momentum* veut dire que les trajectoires temporelles des prix sont les effets d'interactions autoreforçantes entre les anticipations des participants aux marchés et leurs attitudes face au risque. L'importance du secteur immobilier est d'autant plus grande qu'il est financé par l'endettement bancaire, lequel est ensuite largement transformé en titres obligataires dans des opérations financières dites de titrisation. L'endettement induit par le financement de l'immobilier concerne un très grand nombre d'agents économiques,

de ménages et d'entreprises. Cela crée un lien étroit avec l'endettement des intermédiaires financiers qui amplifient leurs capacités de prêts grâce à des leviers sur leurs fonds propres très élevés. Avant la crise, ces leviers étaient couramment au-dessus de 30 et ont pu monter jusqu'à 50 ou 60. On peut donc conclure que le cycle financier résulte d'une interaction forte entre l'évolution de l'endettement privé et celle du prix des actifs.

En étudiant la régulation monétaire, on a vu que les grandes banques centrales ne se sont dotées d'outils macroprudentiels pour incorporer la stabilité financière dans leurs politiques monétaires qu'après avoir perçu les désordres financiers prolongés provoqués par la grande crise de 2008. Toutefois, la globalisation financière donne une grande vitesse à la possibilité de changements brutaux de direction aux mouvements de capitaux internationaux. La mise en œuvre d'une politique d'endiguement du risque systémique lié aux chaînes internationales de relations de contreparties internes à un système financier global et bien plus large que le système bancaire *stricto sensu* ne saurait être efficace sans coopération monétaire organisée à l'échelle internationale. Or cette coopération a fait défaut dans les quarante années qui ont précédé la grande crise. Aussi les cycles financiers n'ont-ils pas été sans effets perturbateurs sur les relations monétaires internationales.

Ce constat met d'autant plus mal à l'aise que l'accroissement tendanciel des mouvements de capitaux internationaux n'a pas eu d'effet positif sur la croissance à long terme, contrairement au postulat de la théorie de l'efficience selon laquelle plus d'intégration financière veut dire automatiquement une meilleure efficacité d'allocation de l'épargne. À partir d'un large panel de pays développés et émergents, Dani Rodrik et Arvind Subramanian (2009) ont montré empiriquement que l'ouverture financière internationale n'avait eu aucun effet sur la croissance sur une période de vingt ans (1985-2005). Des travaux plus récents de la BRI menés par Cechetti et Kharroubi (2012) ont même conclu à un impact négatif de l'ouverture financière sur la productivité globale. Ce qui se passe semble être une courbe en cloche. Partant d'une économie

fermée, l'ouverture financière est bénéfique à la croissance jusqu'à un certain point. Passé ce seuil, elle devient néfaste.

Le divorce entre l'hypothèse des théoriciens de l'efficacité financière et la réalité empirique n'est pas difficile à comprendre. Dès le premier chapitre théorique, nous avons montré que la théorie de la cohérence intertemporelle des prix dont dépend l'efficacité financière est celle d'une économie pure sans monnaie. Nous avons montré qu'au contraire l'efficacité ou l'inefficacité des impacts de la finance sur l'économie passe par le système monétaire. Or, après la Jamaïque, on a eu à la fois une explosion de l'endettement international et une régression de la coordination monétaire internationale aboutissant à des confrontations de devises dépourvues de toute règle commune. L'incapacité de régler le double problème de l'offre de liquidité internationale et de l'ajustement des balances de paiements, qui s'était manifestée par l'inflation mondiale dans le système de Bretton Woods, a pris la forme du cycle du dollar, phénomène hautement perturbateur qui a propagé le cycle financier au niveau mondial.

LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL COMME SEMI-ÉTALON DOLLAR

Depuis la chute de Bretton Woods, les pays peuvent choisir librement leur régime de change, c'est-à-dire soit laisser flotter leur monnaie selon l'offre et la demande, soit en fixer le cours vis-à-vis d'une autre devise ou encore adopter un arrangement intermédiaire entre ces deux extrêmes. Ce choix n'est guère contraignant puisqu'il peut être modifié à tout moment par les gouvernements selon les circonstances.

Le système est donc devenu hybride. Un petit nombre de pays développés ont choisi des changes flexibles et des marchés de capitaux ouverts. Les taux de change varient principalement sous l'effet des stratégies de diversification d'actifs des investisseurs financiers et des fonds spéculatifs, et ne sont que partiellement modulés par les fondamentaux économiques. Un nombre majoritaire de devises concerne

des pays qui ont choisi un ancrage plus ou moins souple sur le dollar en conservant des contrôles de capitaux plus ou moins rigoureux.

Il en résulte que deux types de déséquilibres coexistent. D'un côté, il y a un *momentum* des mouvements de change entre les monnaies pleinement convertibles sous la forme d'un cycle du dollar contre l'ensemble des monnaies à changes flexibles. D'un autre côté, il y a une accumulation des déséquilibres financiers par polarisation des balances courantes. Ces déséquilibres sont amplifiés par les mouvements de capitaux. Ils conduisent donc à une accumulation des réserves de change dans la phase expansive du cycle financier et à de violentes contractions dans les crises financières.

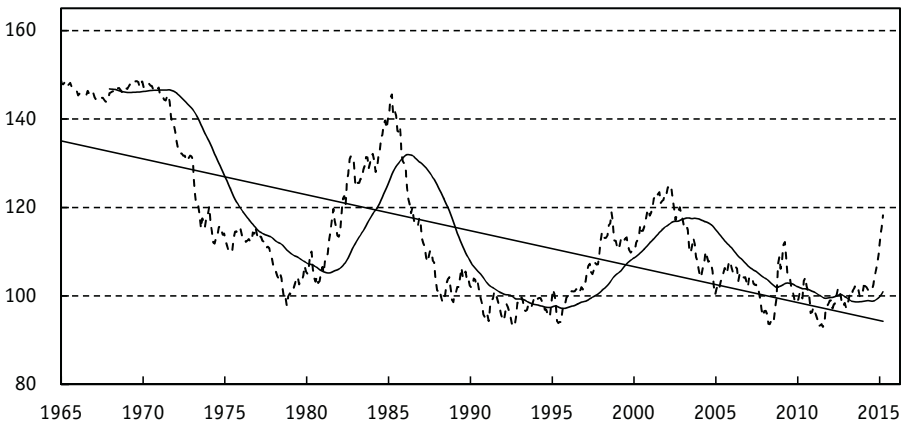
La figure 7.4. décrit le cycle global du dollar en termes de taux de change effectif réel par rapport à un large panier de monnaie calculé par le FMI. Bien loin de la conservation de la parité relative des pouvoirs d'achat, le dollar a perdu 40 % de sa valeur en quarante ans. Mais cette tendance est tout sauf régulière. Elle s'est accomplie à travers des cycles géants, de très grande amplitude et de longue durée, faits de phases d'appréciation cumulative du dollar et de phases de dépréciation profonde. Puisqu'il s'agit de taux de change réels effectifs, il y a distorsion des prix internationaux d'échange avec des surévaluations et des sous-évaluations du dollar dans le commerce international. Il est clair que de tels mésalignements de prix créent une inefficacité massive dans le commerce international. Ils se traduisent par des déséquilibres globaux persistants des balances de paiements.

La figure 7.5. illustre les déséquilibres massifs entre les balances courantes des États-Unis, de la zone euro et du Japon, les émetteurs des trois principales devises depuis la création de la zone euro. Cette polarisation enfle dans les phases d'appréciation réelle du dollar et s'atténue sans se résorber dans les phases de dépréciation.

La question qui se pose, compte tenu de l'incapacité de l'agencement hétéroclite des devises à produire le bien public qu'est la stabilité du système monétaire international, est la suivante : pourquoi le rôle dominant du dollar en tant que devise-clé, c'est-à-dire en tant que pourvoyeur de la liquidité internationale, perdure-t-il ? Pour y répondre, il faut se rappeler le résultat fondamental établi

plus haut. La liquidité ultime est un bien collectif, en ce sens qu'elle résulte d'une polarisation des demandes pour une protection contre l'incertitude dans les crises financières. Elle ne se partage pas. La réponse est donc essentiellement que la pérennité du dollar sur très longue période comme support de la liquidité internationale tient à ce qu'il n'y a pas de remplaçant.

Figure 7.4. Le cycle du dollar et son trend
(taux de change effectif réel)



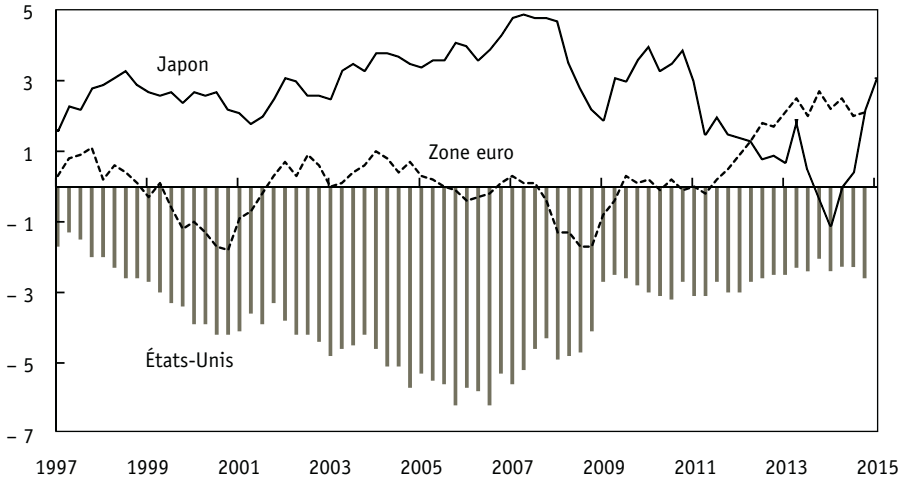
Source : FMI, International Financial Statistics. Calculs de Virginie Coudert, in M. Aglietta et V. Coudert (2015).

Le dollar est demeuré la monnaie dominante dans toutes les fonctions essentielles de la monnaie. Actuellement, il est totalement dominant dans les marchés de change (87 % des transactions), dans la proportion des pays qui choisissent une devise d'ancrage pour leur propre monnaie (72 %), dans la composition des réserves officielles de change (61 %) et même dans les prêts bancaires (57 %)¹¹.

Les fonctions de monnaies de facturation et de règlement des échanges commerciaux sont malheureusement moins étudiées. Les données ne sont pas toujours récentes. Pourtant, là encore, le dollar

11. Voir le détail des informations quantitatives sur l'importance du dollar et des autres devises convertibles dans les différentes fonctions de la monnaie internationale dans M. Aglietta et V. Coudert (2014).

Figure 7.5. Balances courantes des États-Unis, du Japon et de la zone euro (en % du PIB)



Source : OCDE, BEA, ECB, BOJ., in M. Aglietta et V. Coudert (2015).

règne en maître. La part du dollar est largement dominante à la fois dans la facturation des exportations et dans celle des importations. Elle a même remonté lors de la crise financière globale (Ito et Chinn, 2015). 80 % des exportations de l'Asie (hors Japon) se font en dollar, 94 % pour ce qui concerne le Brésil (Reiss, 2014). Encore aujourd'hui, le dollar est très largement surreprésenté si on rapporte son utilisation dans la facturation des échanges à la part des transactions mondiales impliquant les États-Unis.

Les économies de la zone euro contribuent à cette résilience du dollar. La part du dollar dans la facturation des exportations françaises est passée de 9 % en 1974 à 18,6 % en 1995, puis à 38,5 % en 2012. Seule l'Allemagne est en mesure d'imposer plus facilement l'euro (62 % de ses exportations libellées en euro). La littérature insiste sur les effets de réseaux et les coûts élevés d'un changement de monnaie de facturation pour expliquer l'inertie du dollar. Cela est particulièrement vrai sur les marchés des hydrocarbures, où

presque toutes les transactions sont réalisées en dollar, malgré quelques velléités, non dénuées de motivations politiques, de le remplacer par une autre devise (Irak de Saddam Hussein pendant l'embargo, projet iranien de bourse du pétrole euro, contrats pétroliers en euro sous le régime de Hugo Chavez, accord sino-chinois sur le gaz en 2013). Goldberg et Tille (2008) insistent sur « l'effet de coalition » involontaire des firmes exportatrices : celles-ci sont incitées à utiliser l'unité de compte dominante sur le marché afin de limiter les éventuelles fluctuations de leurs prix par rapport à ceux de leurs concurrents. Dit en d'autres termes, l'inertie du dollar dans la facturation du commerce international relève en partie d'une logique autoréférentielle des actions privées : elle s'explique par le caractère mimétique des comportements des exportateurs en situation de concurrence.

La part du dollar dans les réserves de change est demeurée très stable à travers le temps après la disparition du système de Bretton Woods, illustrant l'importance cruciale de liquidité ultime pour les gouvernements étrangers (tableau 7.12.). Les réserves étant exprimées en valeur, la part du dollar varie avec les taux de change d'autant plus que le dollar a tendance à varier contre toutes les autres devises convertibles à changes flottants. La part du dollar augmente donc lorsqu'il s'apprécie et diminue lorsqu'il se déprécie.

**Tableau 7.12. Part des devises
dans les réserves de change en fin d'année
(réserves identifiées, parts en % du total)**

Devises	1973	1995	2000	2005	2010	2013
Dollar EU	64,5	59,0	71,1	66,5	61,8	61,4
Yen	0	6,8	6,1	4,0	3,7	3,9
Livre sterling	4,2	2,1	2,8	3,7	3,9	3,9
Euro*	5,5	27,0	18,3	23,9	26,0	24,2
Autres	25,8	5,1	1,7	1,9	4,6	6,6

Source : FMI, rapports annuels. * Avant 1999, somme du DM, du FF et du florin.

On peut certes trouver des raisons économiques à cette persistance. D'abord, la pleine convertibilité ne suffit pas. Il faut un pays de grande taille du point de vue économique (PIB et part du commerce international) pour créer les liquidités permettant de financer les besoins du commerce de l'ensemble du monde. Car l'économie d'un pays de petite taille pourrait être déstabilisée par une demande trop massive de la part des non-résidents. À l'inverse, un grand pays bénéficie d'un degré d'ouverture plus faible qui le rend moins sensible aux chocs extérieurs et aux mouvements de changes. Dans ce cas, il sera moins susceptible d'être déstabilisé par un usage international de sa monnaie. Plus important encore est le développement des marchés financiers du pays émetteur. Il faut que les non-résidents puissent facilement emprunter cette devise et y placer leurs fonds avec un minimum de coûts de transaction. Cela implique des marchés financiers profonds et liquides, ainsi que des marchés dérivés sur lesquels les risques peuvent être couverts. Cette dernière condition désigne d'emblée le dollar comme la principale monnaie internationale, parce que l'euro demeure une monnaie incomplète et donc que les marchés des titres d'État ne sont pas homogènes et unifiés. Avec un montant dépassant 8 000 milliards de dollars et un *turnover* quotidien de plus de 500 milliards, les titres émis par le Trésor et les agences publiques des États-Unis offrent une garantie d'actifs liquides et sûrs sans concurrence. L'une des explications majeures de la résilience du dollar en tant que monnaie internationale dominante se trouve ainsi dans la capacité des États-Unis à fournir toute la liquidité et la sécurité demandées par les acteurs de la finance internationale, en particulier lors de la montée des incertitudes (perspectives de ralentissement de la croissance mondiale, crises financières, tensions géopolitiques, etc.)¹².

Mais l'essentiel est ailleurs. La recherche de la liquidité pour elle-même par les non-résidents dans les situations de stress extrême est celle d'un substitut à la souveraineté. On croit le trouver dans la puissance politique et militaire des États-Unis et dans ce qu'on

12. Voir B. J. Cohen (2015), et D. Fields et M. Vernengo (2013).

croit être la qualité de sa gouvernance macroéconomique en tant que « *risk management* » dont la Fed a fait la preuve.

La prépondérance du dollar depuis la crise a donc été renforcée par la préférence pour les actifs sûrs, d'autant que l'inflation est très basse. L'acquisition massive par la Fed d'obligations du Trésor d'une vaste gamme de maturités, qui a fait tripler la taille de son bilan, donne aux marchés américains de la dette publique une liquidité sans pareille. Le dollar est la valeur refuge dans les crises sévères.

LES PARADOXES DE LA CRISE FINANCIÈRE ET LA PERSISTANCE DU PROBLÈME FONDAMENTAL DU SMI

La crise financière a eu pour cause immédiate un excès généralisé d'endettement. La manière dont les banques centrales ont dû affronter une crise systémique d'une magnitude extrême a eu pour résultat de poursuivre la course à l'endettement. En inondant les économies de liquidité, alors que les conditions de rentabilité de l'économie réelle ne sont pas rétablies, les politiques monétaires qui gonflent les bilans des banques centrales entretiennent les vulnérabilités financières sous-jacentes qui font grossir les dettes au lieu de les réduire. La hausse des dettes totales (publiques + privées) est généralisée au monde entier (figures 7.6a et 6b). Car la croissance est beaucoup trop faible pour engager un processus robuste de désendettement.

En effet, les conditions de la rentabilité du capital permettant de remettre les économies sur la voie d'une accumulation robuste du capital productif ne sont pas réunies. Le taux d'intérêt naturel, encore appelé taux d'intérêt réel neutre, c'est-à-dire le taux marginal de l'investissement productif nouveau, est devenu négatif aux États-Unis dans l'estimation la plus récente (figure 6.6., p. 307). Or l'estimation tendancielle du taux d'intérêt réel mondial est étroitement corrélée au taux neutre américain (Hamilton *et al.*, 2015), en dépit des taux de change flottants. C'est une caractéristique de l'époque où l'obsession de la liquidité domine les comportements

économiques. Les ajustements internes aux contraintes de rentabilité plus dégradées qu'aux États-Unis se font par la réduction des volumes d'investissement.

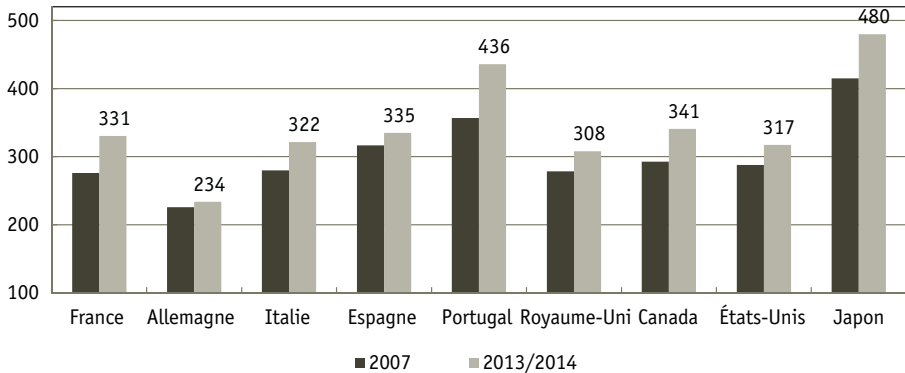
Dans le *World Economic Outlook* d'avril 2015, le FMI a fait une étude approfondie sur le déclin de l'investissement productif et la baisse de la croissance potentielle (FMI, 2015). L'investissement productif s'est contracté durablement dans tous les pays avancés. Il a baissé de 25 % en moyenne depuis la crise par rapport aux prévisions d'avant-crise. La faiblesse générale de l'activité économique est imputable pour 80 % à la baisse de l'investissement.

La prépondérance du dollar n'est donc en aucun cas un facteur de stabilité dans l'économie mondiale. Au contraire, elle plonge dans la récession les pays émergents qui avaient bien résisté à la phase initiale de la crise financière, en provoquant une avalanche de sorties de capitaux. Les émergents accumulent alors volontairement des montants excessifs de réserves internationales, par précaution et pour se prémunir des crises financières ou des attaques spéculatives. Cette stratégie d'accumulation est contre-productive : non seulement elle ne met pas à l'abri des crises et déséquilibres, mais elle est coûteuse socialement et pénalise la croissance économique, comme le montre l'étude empirique de Dani Rodrik (2006).

La suprématie du dollar perpétue un système monétaire international déséquilibré et générateur d'asymétries importantes dans les relations monétaires internationales, en particulier entre les États-Unis et les économies émergentes (Ponsot, 2016). La première des asymétries tient à la portée et à la structure de l'endettement international des économies nationales. Fondée sur une monnaie nationale, l'architecture actuelle attribue un « privilège exorbitant » (Eichengreen, 2011) au pays émetteur de la monnaie de réserve, car elle lui permet d'importer des produits et des actifs financiers sans rien donner en échange au reste du monde. Selon cette approche, les États-Unis peuvent s'endetter fortement, voire de manière quasi illimitée, dans leur propre monnaie¹³. À l'inverse, les pays émergents

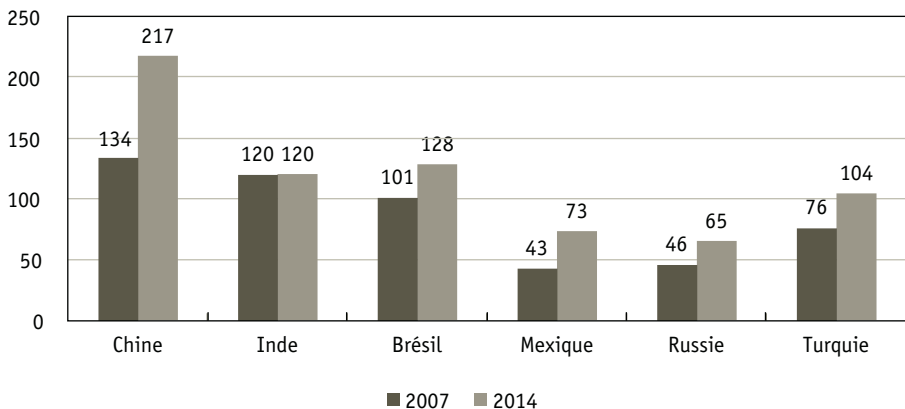
13. Quasi illimitée seulement, car la mécanique ne fonctionne que si le dollar inspire confiance et demeure la monnaie universelle en restant acceptée par le reste du monde. Sur le plan macroéconomique, dans l'opération de sortie de

Figure 7.6. Dette totale brute en % du PIB
7.6a. Pays avancés



Source : M. Aglietta et V. Coudert (2015a).

7.6b. Pays émergents



et ceux en développement ne peuvent pas s'endetter internationalement dans leur propre monnaie. Leur endettement international se fait donc en devises. C'est le syndrome du péché originel (*original sin*) mis en évidence par Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003). L'histoire monétaire récente montre que les tentatives d'émission internationale en monnaie domestique par des pays émergents sont rares et peu efficaces. Par exemple, l'expérience du Brésil,

dollars des États-Unis, il n'y a pas paiement, au sens de libération d'une dette ; les dollars émis pour le reste du monde ne sont qu'une simple reconnaissance de dette universellement acceptée... pour l'instant.

à partir de 2005, a été de faible ampleur et n'a pas été couronnée de succès (Ponsot, 2015b). Ces pays sont alors soumis à une forte contrainte de financement, à des déséquilibres en devises et au risque de change. Une solution, envisagée par le G20 et le FMI¹⁴, vise à soutenir, de manière multilatérale, le développement de marchés domestiques plus efficaces, ce qui permettrait de dépasser la contrainte de financement des pays émergents. Cette solution, en réalité, n'est pas optimale car elle n'élimine pas l'endettement en devises.

L'architecture actuelle est également asymétrique car elle ne répartit pas de manière équilibrée la charge de l'ajustement en cas de déséquilibres de balances des paiements persistants. L'émetteur de la monnaie internationale n'a pas à s'en préoccuper aussi attentivement que les pays périphériques. Il délègue sur ces derniers la charge de l'ajustement, en particulier s'ils sont déficitaires. Cette situation privilégiée le place en position de *business-cycle maker* et de générateur de chocs globaux (sur l'activité, les prix des matières premières, les taux de change, etc.). À l'inverse, les économies périphériques doivent assumer la charge de l'ajustement asymétrique, leur position de *business-cycle taker* les rend vulnérables aux chocs exogènes qu'ils doivent absorber. Là encore, elles sont incitées à accumuler des réserves excédentaires en devises, par précaution, et à activer des politiques néomercantilistes de type *export-led growth* contraignantes (Palley, 2014).

Il existe, enfin, une profonde symétrie en ce qui concerne l'autonomie de la politique économique. D'un côté, les États-Unis peuvent mener des politiques monétaires contracycliques autonomes sans se préoccuper de leurs conséquences sur le reste du monde, conformément au célèbre adage : « Le dollar, c'est notre monnaie et votre problème. » La contrainte de politique budgétaire, quant à elle, est limitée car les bons du Trésor américain constituent l'instrument de liquidité ultime du régime monétaire

14. Voir l'étude conjointe des organisations suivantes : Fonds monétaire international, Banque mondiale, Banque européenne pour la reconstruction et le développement et Organisation de coopération et de développement économiques (2013).

international, comme on l'a vu. De l'autre côté, les économies émergentes ne disposent pas de véritables marges de manœuvre : leurs politiques monétaires et de change doivent s'ajuster aux décisions de la Réserve fédérale américaine, qui donne le ton ; leurs politiques budgétaires doivent être « soutenables » aux yeux des marchés financiers.

Les événements depuis la crise confirment ainsi le diagnostic de Dani Rodrik (2011). La globalisation financière profonde est incompatible avec la diversité des préférences nationales dans un cadre multipolaire sans cadre institutionnel de coopération qui a été abandonné depuis l'échec du C20 en 1974. Les forces contradictoires de la licence donnée au capital financier de se déplacer sans limites et des besoins de développement durable des pays ne peuvent que s'exacerber, finissant par provoquer une dégénérescence du semi-étalon dollar.

Est-il possible de concevoir une voie pour conduire à des compromis constituant des régimes monétaires internationaux viables ? C'est la quête apparemment sans fin de la monnaie internationale dont on essaiera de poser les termes dans le dernier chapitre.

CHAPITRE 8

Quelle transition pour un nouveau système monétaire international ?

Nous sommes revenus au point de départ de la question posée au début de cette dernière partie. Qu'est-ce que la monnaie internationale ? L'observation de l'histoire ne nous a pas apporté de réponse. De la ligue de Délos à l'étalon-or international et au système de Bretton Woods, les tentatives pour fournir une légitimité supérieure à des arrangements entre plusieurs monnaies, chacune légitimée par la souveraineté dont elle procède, n'ont pas duré plus de quelques décennies. Ce n'est que l'espace d'un instant à l'échelle plurimillénaire des trajectoires de la monnaie. On connaît la nature théorique du problème. La monnaie est une en tant que système dans l'espace où elle représente et réalise la valeur. La permanence dans le temps de cette unité est conférée par la souveraineté. Comme l'idée même de souveraineté universelle n'a pas de sens à l'ère actuelle de développement des sociétés humaines, la monnaie internationale ne peut être qu'incomplète. Elle ne peut être réalisée que sous la forme de l'hégémonie acceptée d'une seule devise, ou sous celle d'arrangements volontaires entre États que l'on appelle des régimes monétaires internationaux.

L'hégémonie est acceptable si elle est bienveillante, c'est-à-dire si l'hégémon réalise au niveau mondial par sa régulation monétaire une compatibilité avec les intérêts extérieurs des États dominés, de sorte que l'autorité de ces États ne soit pas menacée. Or toute hégémonie s'use au fur et à mesure qu'elle se déploie parce qu'elle

engendre des coûts sociaux croissants. Pour les contraindre ou les financer, l'État hégémonique finit toujours par exploiter les avantages de sa position. Dans le cas du dollar, le gouvernement des États-Unis ne tient aucun compte des répercussions de ses politiques sur les autres pays, parce que sa position monétaire asymétrique l'immunise des effets en retour des perturbations qu'il provoque à l'étranger. Cette asymétrie provoque nécessairement des rivalités lorsque d'autres puissances politiques accroissent leur influence dans les échanges internationaux sans pour autant susciter d'alternative. L'instabilité s'installe dans les échanges internationaux, comme on l'a vu au chapitre 7 pour le dollar.

Les régimes monétaires internationaux sont créés par des associations volontaires d'États. Bretton Woods était un régime particulier qui visait à créer des éléments de droit international et des institutions internationales distinctes des pays associés (le FMI, la Banque mondiale) pour légitimer l'hégémonie du dollar. Mais Keynes a montré que l'on pouvait penser autrement pour construire une structure monétaire qui incorpore une coopération symétrique. Un autre exemple au niveau régional est l'association d'États qui a créé l'euro. Elle n'a pas abouti à une souveraineté commune capable de donner une légitimité démocratique directe à l'euro. C'est une monnaie incomplète qui a exacerbé l'asymétrie des pays membres, bien qu'elle ait créé des institutions communes uniques au monde, avant tout la Banque centrale européenne.

L'association volontaire d'États paraît être la seule voie praticable pour sortir d'une hégémonie dégénérée tout en préservant la globalisation par la coopération symétrique allant au-delà de la coordination de politiques ; ce qui n'est qu'une configuration de circonstances comme le fut le G20 en 2009. Pour établir un régime international durable, il faut que les États puissent s'accorder sur des valeurs communes d'égalité, donnant à chaque nation membre, ou regroupement de membres en groupes d'influence, une capacité de participer à la création et à la direction politique des institutions internationales médiatrices auxquelles sont déléguées les responsabilités de faire fonctionner le système selon les principes qui préservent l'association volontaire des États (Christiano, 2010).

Dans une première section, il s'agit de relier ces principes de philosophie politique aux problèmes théoriques appréhendés par les économistes dans les termes du théorème d'impossibilité de Robert Mundell : à quelles conditions un régime monétaire de coopération internationale peut-il dépasser cet obstacle ? Dans une deuxième section, on appliquera ces outils d'analyse à l'euro pour donner un éclairage sur des voies possibles, capables de surmonter l'impasse de la gouvernance intergouvernementale pratiquée jusqu'ici. Enfin, dans une troisième section, on suggérera des pistes pour faire évoluer les institutions monétaires internationales existantes vers un système monétaire international faisant la promotion du DTS comme actif de réserve ultime.

Le SMI : de l'hégémonie d'une devise-clé à la coopération institutionnalisée

Nous savons déjà qu'un système de concurrence généralisée des devises n'est pas viable si la globalisation financière est profonde. Il se heurte, en effet, à l'indétermination des changes qui découle de l'unicité de la liquidité ultime impliquée par l'intégration complète des marchés de capitaux, problème que nous avons rencontré dans l'encadré 7.1. du chapitre 7¹ (p. 321).

L'INDÉTERMINATION DES CHANGES DANS UN SYSTÈME DE DEVICES CONCURRENTES

La globalisation financière intégrale sous l'hypothèse des marchés efficients, c'est-à-dire d'une économie sans monnaie, traite les échanges internationaux comme si les nations n'existaient pas. Or les pays ont des frontières économiques qui sont enregistrées dans les balances des paiements. Il en va ainsi parce que toute

1. La démonstration rigoureuse du théorème se trouve chez J. Kareken et N. Wallace (1981).

production de valeur, et donc toute émission de monnaie qui la reconnaît et en est le véhicule, est nationale. Il en résulte au niveau mondial l'identité suivante : Σ (productions nettes) \equiv Σ (demandes intérieures).

Comme les échanges internationaux ne créent aucune valeur nette, les paiements de ces échanges ne doivent susciter aucune création monétaire nette. Comme Keynes y a insisté dans sa proposition de 1942, la monnaie internationale doit être purement véhiculaire. Elle doit transférer du revenu des pays importateurs vers les pays exportateurs. Or cette règle de la circulation monétaire internationale est violée par l'usage international des monnaies nationales. Comme on l'a vu dans le système de Bretton Woods, il est possible que le total des moyens de paiements internationaux ne soit pas en accord avec les besoins de la circulation internationale des biens et services.

En effet, les pays déficitaires qui utilisent leurs propres monnaies dans les paiements internationaux ne font que transférer dans le temps leur propre dette qui n'a jamais d'obligation à être réglée. C'est le sens du privilège exorbitant de la devise-clé dans un monde de monnaies nationales purement fiduciaires. S'il n'y a pas d'obligation de régler les déficits de paiements dans une monnaie ultime qui n'est la dette d'aucun pays, *tout se passe comme si la finalité des paiements était indéfiniment suspendue*. Si la structure des excédents et des déficits se cristallise aux mains des mêmes catégories d'agents, ceux-ci vont subir une accumulation forcée d'actifs liquides au-delà des besoins de trésorerie. Tenter de les convertir en actifs financiers va engendrer des échanges directs de monnaie contre monnaie. Il s'ensuit que les marchés de change sont gonflés par des conversions de monnaies qui sont extérieures à l'équilibre des balances de paiements, mais qui résultent de purs arbitrages sur les meilleures formes de détention de la liquidité. Si deux devises sont en concurrence dans ces arbitrages, le taux de change qui se forme n'est pas le résultat des forces induites par le transfert de revenus d'un débiteur à un créancier dans l'équilibre des balances de paiements. Il ne contribue pas à l'ajustement, mais a toutes les chances de le perturber si les

devises sont fortement substituables, puisque le taux de change tend vers l'indétermination. C'est ainsi que la valeur monétaire agrégée des transactions purement financières a pu se gonfler démesurément par rapport au total du commerce international et par rapport au PIB mondial.

Ce résultat fondamental est partiellement reconnu dans la littérature macroéconomique internationale sous le nom de théorème d'impossibilité de Mundell (1966).

ORGANISATIONS POSSIBLES DU SMI : LE THÉORÈME D'IMPOSSIBILITÉ DE MUNDELL

Ce théorème capte en partie les conséquences du caractère de bien public de la monnaie. Il prétend déterminer les formes d'organisation du SMI qui résolvent le problème de l'indétermination. Le théorème énonce qu'il est impossible de parvenir au *first best* consistant à combiner les avantages de la fixité des taux de change, de la parfaite mobilité des capitaux et de l'autonomie des politiques nationales. En effet, la parfaite liberté des capitaux contraint entièrement les politiques des nations à respecter les changes fixes ; si l'on veut l'autonomie, il faut accepter les changes flottants, mais alors la liquidité internationale n'est pas définie si l'on veut l'intégration financière complète. Si l'on veut à la fois des changes fixes et des politiques autonomes, il faut des contrôles de capitaux d'autant plus stricts que l'on veut plus d'autonomie. Il faut donc accepter une globalisation financière limitée. On se tourne nécessairement vers les configurations de *second best*. Pour les identifier, il faut au préalable bien comprendre la signification des trois éléments identifiés par Mundell.

La fixité des changes supprime les risques liés à la difficulté d'anticiper le taux de change. Fixer les taux de change par des règles multilatérales est un énorme gain de certitude pour le commerce international. C'est une assurance collective. À défaut, la plupart des pays ont des gouvernements qui se donnent unilatéralement des règles de change, accumulent des réserves de change par besoin

d'autoassurance et interviennent sur les marchés des changes par peur de laisser flotter leurs monnaies.

La parfaite mobilité des mouvements de capitaux, qui est associée à l'hypothèse de marchés financiers efficaces, est une situation qui conduirait à une intégration financière complète au niveau mondial. Si ces hypothèses étaient remplies, les notions mêmes d'équilibre ou de déséquilibre de la balance de paiements d'un pays perdraient leur sens. L'équilibre serait mondial et intertemporel. Dans ce cas, les déficits et les excédents viendraient uniquement de différences structurelles dans l'épargne et l'investissement de chaque pays résultant des comportements individuels d'optimisation des utilités des agents ; les investisseurs arbitreraient entre toutes les opportunités d'investissement dans le monde selon leur rendement anticipé rationnellement et leur risque ; les ajustements macroéconomiques et financiers empêcheraient les effets cumulatifs des répercussions des chocs.

L'hypothèse d'efficience nie l'incertitude qui engendre la nécessité de la liquidité comme protection face aux événements futurs inconnus et non probabilisables. La demande de protection face aux événements extrêmes inconnus est collective, puisqu'on ne peut être protégé qu'en demandant ce que les autres demandent.

Le troisième constituant est le degré d'autonomie des politiques économiques nationales. L'objectif de tout gouvernement est la croissance optimale qui permet la meilleure utilisation possible des ressources dont le pays dispose. Il cherchera donc à disposer de moyens de régulation pour que l'économie soit au plein-emploi de ses ressources. Si l'on admet que le gouvernement sait comment combiner ses moyens pour parvenir à ses fins, tout pays a intérêt à ce que les relations internationales contraignent le moins possible l'usage de ces moyens.

On aboutit ainsi au triangle de Mundell qui rassemble les types possibles de SMI (figure 8.1.)². Le triangle de Mundell est équilatéral. Chaque côté représente l'un des trois critères. Chaque

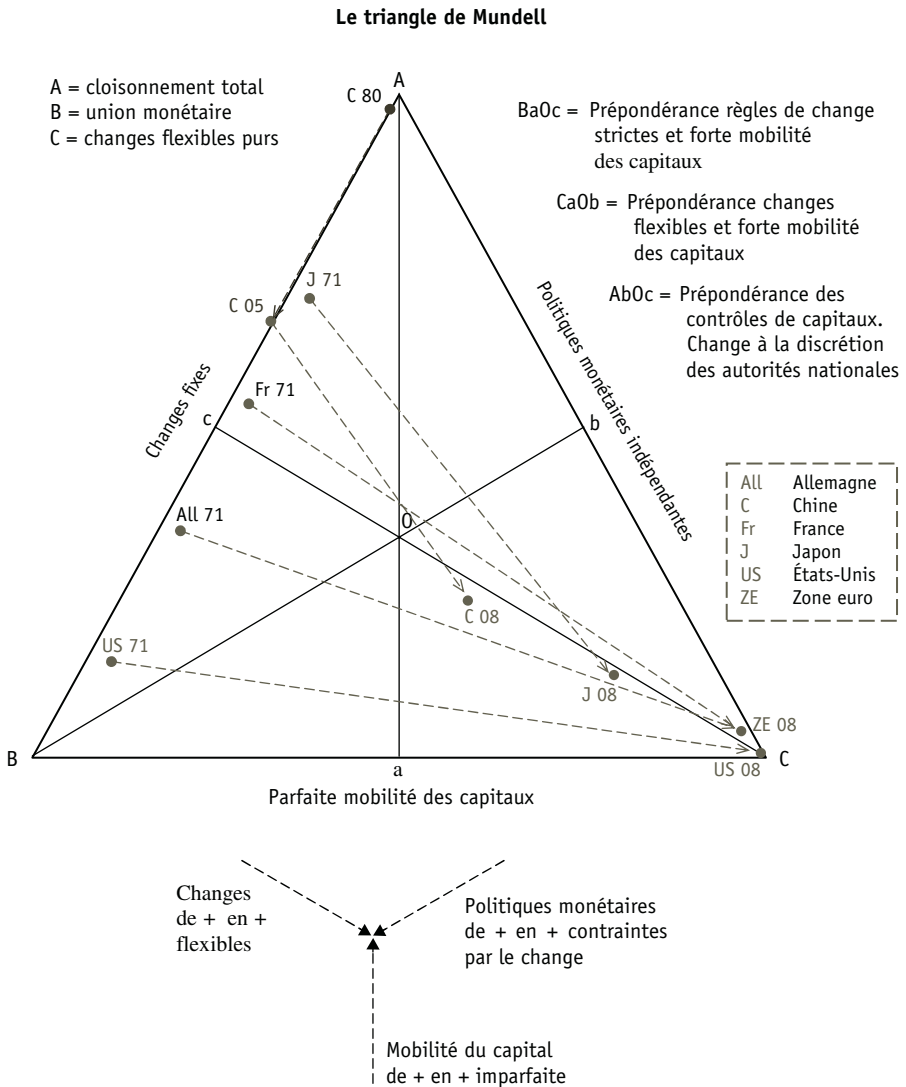
2. Le célèbre triangle de Robert Mundell est exposé dans son livre de synthèse (Mundell, 1968).

point du triangle peut représenter le choix possible d'un pays. Au fur et à mesure qu'on se déplace depuis un côté vers le sommet opposé, on s'éloigne de la réalisation pleine et entière du critère représenté par ce côté. Les trois médianes et les côtés opposés déterminent trois losanges qui définissent trois types de SMI : l'un est dominé par les contrôles de capitaux (sommet A), le deuxième par les changes fixes (sommet B), le troisième par l'indépendance des politiques monétaires (sommet C). On peut dire que le SMI a une cohérence si les pays à monnaies convertibles choisissent de se situer dans le même losange. Le système de Bretton Woods est proche de la droite AB (changes fixes) avec des contrôles de capitaux s'étageant de faibles pour les États-Unis à élevés pour la France et très élevés pour le Japon. Depuis la disparition du système de Bretton Woods dans les années 1970 pour les grands pays occidentaux, depuis les années 1980 pour le Japon et depuis 2005 pour la Chine, les grandes puissances économiques, alors proches du système de changes fixes (segment AB), ont migré vers le segment BC en acceptant plus de mobilité des capitaux, et donc des changes flottants. Les pays européens suivent ce mouvement, mais uniquement en tant que groupe (ZE 08) intégré par le SME puis l'euro.

Mais le triangle de Mundell ne prend pas en compte l'incertitude, donc la fonction de liquidité internationale pour la conjurer. Cela veut dire que toutes les positions dans le triangle de Mundell ne sont pas accessibles pour tous les pays en même temps. Une cohérence dans les choix des principaux pays est nécessaire pour que les échanges internationaux puissent prospérer grâce à des ajustements de balances des paiements qui soient praticables. C'est pourquoi on fait apparaître les trois losanges décrits plus haut qui dessinent des types de SMI. Le losange BaOc est un système à changes administrés et à mobilité des capitaux d'autant plus restreinte que l'on se rapproche du centre du triangle. Le losange CaOb est un SMI dominé par la flexibilité des changes. Il n'est viable que si la volatilité des changes est tolérable par les gouvernements, donc si la mobilité des capitaux est limitée et si la flexibilité est réduite par des régulations permettant aux pays dont la monnaie

est insuffisamment convertible de s'autoassurer en détenant des réserves de change abondantes. Le losange $AbOc$ est le domaine où les contrôles de capitaux sont généralisés (convertibilité limitée aux échanges courants partout), voire où certains pays ont des barrières protectionnistes.

Figure 8.1. Modes d'organisation monétaire internationale et effets de la globalisation : un déplacement vers les changes flexibles



Cette géographie ne dit pas comment les choix peuvent se faire, comment les principaux pays parviennent à une cohérence dans une même région du triangle de Mundell, s'ils y parviennent. Il faut tenir compte du paradoxe de la concurrence des devises qui pousse à la polarisation lorsque les devises deviennent plus substituables. Il s'ensuit qu'un régime de changes flexibles purs avec devises symétriques n'est possible que si la globalisation est limitée pour que le système des paiements internationaux fonctionne sans accumulation de réserves liquides comme but d'un comportement stratégique. L'évolution se trouve alors dans un retrait de la globalisation financière, comme le pense Rodrik et comme cela s'est passé dans l'histoire des précédentes globalisations, celle des grandes découvertes du *xvi^e* siècle et celle de l'âge classique du capitalisme. Si la globalisation financière profonde doit persister, elle implique la formation des régimes monétaires internationaux qui apparaît polarisée : régime hégémonique à devise-clé ou régime de coopération institutionnalisée ?

LES RÉGIMES MONÉTAIRES INTERNATIONAUX : LA STABILITÉ HÉGÉMONIQUE.

Une conception de la stabilité des régimes monétaires internationaux qui a exercé une grande influence est celle de la stabilité hégémonique introduite par l'historien Charles Kindleberger dès les années 1960³. Conçu comme unique type possible de régime stable, ce postulat est critiquable. Car il n'est ni nécessaire ni suffisant. Il s'appuie seulement sur le constat de l'hégémonie des États-Unis pendant une époque historique. Après les accords de la Jamaïque, il a été critiqué par le courant dit libéral institutionnel très actif dans les sciences politiques américaines. L'un des protagonistes les plus éminents est Robert Keohane dont on s'inspirera ici pour définir ce qu'est un régime monétaire international (Keohane, 1994)⁴.

3. Pour un exposé des tenants et des avatars de cette théorie, voir C. Kindleberger (1981).

4. Une vue d'ensemble des recherches inspirées par ce courant intellectuel, très actif à la fin des années 1970 et au début des années 1980, est le livre collectif édité par S. Krasner (1983).

La stabilité hégémonique est soutenue par le courant dit « réaliste ». Ce courant de pensée considère qu'un ordre économique international stable ne peut provenir que de l'hégémonie d'une puissance dominante. Car seul l'État est une force en politique, parce qu'il est capable de maîtriser l'interaction autorenforçante entre le pouvoir et la richesse. Le pouvoir est la capacité asymétrique d'un acteur d'influencer les décisions d'autres acteurs. Inégalement exercé, il entraîne la formation de droits de propriété selon lesquels la richesse est produite, répartie et accumulée. En sens contraire, la richesse rassemble les moyens d'accumulation qui transforment les relations de pouvoir à long terme.

Les relations entre États sont des rapports de force parce qu'il n'existe pas de règles internationales complètes et cohérentes pour répartir le revenu mondial et allouer les facteurs de production. Toute coordination éventuelle passe par la négociation. Celle-ci est permanente parce que les désaccords ne peuvent jamais être complètement éliminés, chaque acteur du jeu politique international cherchant à rejeter les coûts d'ajustement sur les autres. Il y a régime international lorsque la négociation est mise en forme selon des institutions et des règles internationales spécifiques qui influencent les pratiques des États en modifiant leurs fonctions de préférence. Selon la théorie de la stabilité hégémonique, plus une nation est dominante, plus cette configuration est robuste, plus elle induit des relations coopératives.

Une version moins « matérialiste » a été élaborée par Antonio Gramsci⁵. Elle est plus subtile parce qu'elle rejette le lien mécanique entre la puissance matérielle (*hard power*) et le leadership. Certes, la puissance hégémonique doit avoir une force militaire suffisante pour protéger les relations internationales qu'elle domine. Mais cela ne veut pas dire qu'une domination militaire mondiale est

5. Antonio Gramsci élabore une théorie de l'hégémonie en distinguant la société politique qui regroupe l'ensemble des institutions publiques légales et qui développe la coercition légitime (*hard power*) et la société civile qui rassemble les institutions culturelles, lesquelles diffusent une idéologie dont le but est d'obtenir l'adhésion sur des valeurs admises par la majorité (*soft power*). Cette théorie de l'hégémonie est développée à l'intérieur de ses *Cahiers de prison* (Gramsci, 1978).

requis. Il s'agit plutôt d'une capacité de dissuasion contre toute nation hostile qui chercherait à modifier à son avantage par la force militaire certains attributs cruciaux de l'exercice du leadership dans son propre domaine d'influence.

La stabilité hégémonique fait une place au *soft power*. Celui-ci met l'accent sur les liens entre les forces économiques et matérielles d'un côté, les valeurs éthiques et les représentations politiques de l'autre. Il y a leadership lorsque la direction politique du groupe dominant parvient à rendre légitime la structure objective de sa position dominante, en faisant reconnaître comme principes universels les règles qui définissent le régime international dont cette puissance est le centre.

Il n'y a donc un ordre économique international sous hégémonie que si la reconnaissance des critères constitutifs de cet ordre par ceux qui y sont subordonnés est volontairement acquise, parce que les subordonnés trouvent un avantage plus grand à s'y conformer qu'à entrer en conflit avec ces principes. Contrairement à l'impérialisme, l'hégémonie est un contrôle souple des relations internationales par des institutions internationales intermédiaires et par le financement des marchés, s'assurant l'allégeance d'élites dans les États subordonnés. Pour obtenir cette adhésion, le groupe dirigeant de la nation hégémonique doit avoir une vision de long terme et une cohésion suffisante pour sacrifier des gains économiques immédiats à la stabilité de l'ordre international.

S'il est vrai que seul un système hégémonique est capable de réguler une économie mondiale à forte liberté des mouvements de capitaux, le système monétaire international est en crise lorsque la devise-clé ne parvient plus à assumer son hégémonie au bénéfice de tous les pays qui acceptent un système d'échanges multilatéraux. La transition est le rétablissement des prérogatives de la devise-clé ou l'émergence d'une autre devise-clé ; ce qu'a été l'entre-deux-guerres avec la substitution du dollar à la livre sterling. Si donc le dollar est dégradé dans les fonctions monétaires internationales et qu'aucune autre devise ne s'impose pour le supplanter, la liberté des mouvements de capitaux ne peut que reculer.

Toutefois, cette lecture de l'histoire n'est pas la seule possible. Certes, les changements structurels de long terme depuis les accords de la Jamaïque affaiblissent la prépondérance du dollar sur le plan politique. Des grandes puissances continentales ont émergé qui ne sont pas dans l'orbite du *soft power* américain, mais dont la prospérité dépend d'un système d'échanges multilatéraux. En outre, la rareté et la dégradation des ressources naturelles sous la menace du changement climatique va faire de ce siècle celui où la production de biens publics globaux va devenir une condition essentielle de survie de nombreuses populations. Les rapports entre les nations ne peuvent donc pas être pensés qu'en termes de conflits d'intérêts. Il faut distinguer les conflits d'intérêts irréductibles qui provoquent les guerres et les défauts de coordination entre nations dont les intérêts sont compatibles. Dans ce livre, nous faisons l'hypothèse que les problèmes monétaires internationaux se situent dans la seconde perspective. S'il n'en est pas ainsi et que les intérêts des grandes puissances sont vraiment conflictuels, il faut se préparer à une nouvelle guerre froide avec le danger d'un dérapage dans un monde de rareté des ressources naturelles.

Le défaut de coordination est la tare congénitale d'un système international qui se veut global et promoteur de la liberté généralisée des échanges, et qui remet la production du bien public international dans les mains d'un seul pays. C'est l'essence même du dilemme Triffin. Il n'existe aucune règle mutuellement acceptée qui conduise le pays monétairement dominant à assumer un intérêt collectif, dès lors que sa position monétaire dominante immunise son système financier des influences extérieures⁶. Le défaut de coordination atteint le leadership lorsque les perturbations provoquées par l'insuffisance de coordination font retour sur le pays émetteur de la devise-clé.

Si les prochaines décennies poursuivent ces tendances que l'OCDE détecte dans le processus de « basculement de richesse »,

6. Barry Eichengreen met en évidence ce qui distingue radicalement l'émetteur de la devise-clé des autres pays et décrit des scénarios qui pourraient détruire la domination du dollar dans le chapitre 7 de son ouvrage (Eichengreen, 2011, p. 153-177).

un système pluridevises coopératif pourrait émerger. Le dollar ne serait pas supplanté par une autre devise-clé, il serait englobé comme la monnaie principale d'un système pluridevises gouverné par des règles formant un régime monétaire international. Il faut donc analyser comment des régimes monétaires internationaux fondés sur la coopération peuvent se former.

COOPÉRATION ET RÉGIMES INTERNATIONAUX

Un courant de pensée, dit libéral institutionnel, s'est développé aux États-Unis à partir des années 1980⁷. Dans le domaine monétaire international, les difficultés de la coopération tiennent à la nécessité de surmonter les obstacles que la théorie a formulés. Pour établir un régime viable et sans hégémonie, il faut faire apparaître une forme de liquidité ultime unanimement acceptée qui ne soit la dette d'aucun pays. Il faut aussi construire les règles d'un système international de paiements qui conduise à des ajustements symétriques des balances de paiements. Est-il possible d'organiser politiquement un régime international comportant ces caractéristiques ?

Les théoriciens des régimes internationaux distinguent trois postures de relations entre les États : l'harmonie, la coopération et la discorde.

L'harmonie est le postulat de la doctrine de l'économie pure. C'est une configuration dans laquelle les nations n'ont pas de pertinence. En effet, les agents individuels, recherchant leurs propres intérêts, aboutissent automatiquement à la réalisation de leurs objectifs mutuels. C'est le marché de la concurrence pure et parfaite étendue au monde entier. En ce cas, le politique est complètement détaché de l'économique. La coopération n'est ni requise ni souhaitable. La monnaie n'existe pas ou bien est neutre. On retrouve l'idéologie de l'économie pure critiquée au chapitre 1.

7. Les principaux fondateurs sont Joseph Nye, Robert Keohane et Stephen Krasner. Ce courant de pensée a été introduit en France par Gérard Kébadjian (1999).

La coopération est un processus de coordination des politiques entre les États-nations. Il entraîne des ajustements mutuels entre les ensembles de décisions des États, en sorte que les conséquences néfastes des décisions d'un d'entre eux sur celles des autres soient dans une certaine mesure amorties ou contrecarrées.

La discorde est une situation où les États considèrent les autres comme des obstacles à la réalisation de leurs objectifs. Chacun cherche, dans la mesure des moyens qu'il peut mobiliser, à infléchir unilatéralement les politiques des autres dans le sens de ses propres intérêts. Lorsque des nations plongées dans cette configuration ont des forces semblables, les tentatives d'influence unilatérale rencontrent des résistances. Les conflits en découlent.

Les ajustements nécessaires pour surmonter la discorde et établir la coopération peuvent être indirects et se limiter à l'esquive pour éviter que les conséquences adverses chez l'autre ne fassent retour sur soi. Cette attitude provient d'une reconnaissance des interdépendances lorsque l'intégration financière s'intensifie. Les ajustements peuvent aussi être explicites par négociation, pressions, dissuasion, tous moyens par lesquels un État en incite d'autres à prendre des actions conformes à l'efficacité de sa propre politique. Il s'agit d'une négociation permanente qui échange des objectifs dans le cadre de compromis. *La coopération apparaît alors comme un conflit maîtrisé.*

Pour parvenir à un régime international, il faut plus que cela. Il faut un principe éthique supérieur de légitimité fondant une doctrine des relations internationales qui pose l'égalité des nations quelles que soient leurs tailles et leurs ressources. Ce principe ou « valeur » est une croyance commune sur le devoir-être dans les relations internationales. Ce principe supérieur doit guider les stratégies des États en déterminant des normes de comportement en termes de droits et d'obligations. De ces normes qui influencent les stratégies dérivent des règles qui sont des prescriptions ou proscriptions pour les actions. On passe du niveau de la stratégie à celui de l'art opérationnel. Enfin, les procédures de décisions concernent la tactique des politiques au jour le jour selon des

pratiques reconnues et acceptées pour mettre en œuvre les choix collectifs.

Pour qu'il y ait régime international, il faut qu'il y ait des institutions internationales autonomes par rapport aux États, créant des liaisons de structure entre ces quatre niveaux logiques. Ce sont ces institutions qui donnent à un régime international sa consistance. Toutefois, les régimes internationaux sont des structures institutionnelles faibles, parce qu'ils ont rarement une assise législative dans un concert d'États souverains. Ils affectent les relations économiques par la médiation des accords interétatiques et par les inflexions qu'ils entraînent dans l'élaboration et la conduite des politiques économiques nationales. Les régimes internationaux ne sont pas l'amorce d'un ordre international au-dessus des États-nations. Ils ne fondent pas un nouveau principe de souveraineté universel. C'est pourquoi il faut parler d'association volontaire d'États plutôt que de l'ordre d'une loi internationale.

Néanmoins, grâce à la structuration en niveaux, un régime international est une coopération institutionnalisée. Car les gouvernements qui s'y associent ont engagé des investissements de forme permettant d'obtenir des accords politiques donnant des avantages mutuels supérieurs à ceux qui peuvent être atteints par une coopération *ad hoc* selon les circonstances. Il en est ainsi lorsque les institutions internationales, bien qu'elles n'aient pas d'autorité sur les États, fournissent des références communes auxquelles les États se conforment. Cela réduit l'incertitude sur le comportement des autres et permet une adaptation mutuelle des pratiques.

Les institutions internationales réduisent l'incertitude qualitative sur les comportements des États à l'égard de leurs relations mutuelles. Les négociations sont mieux codifiées, et leurs conclusions sont utilisables ultérieurement, permettant un apprentissage collectif. Grâce à ce cadre formel, les règles constitutives du régime n'ont pas à être renégociées en même temps que de nouveaux problèmes spécifiques sont examinés. Les régimes internationaux peuvent donc aider les États à réduire la gamme des comportements anticipés par l'adhésion à un principe supérieur commun (la croyance commune sur le devoir-être) et par le respect des

normes et des règles qui en résultent. Enfin, les liens serrés entre gouvernements et fonctionnaires des pays partenaires pour gérer les procédures facilitent les réputations de bonne foi. L'importance perturbatrice de l'aléa moral est réduite. En outre, la référence à des principes communs crée des liens entre des questions appartenant à des domaines distincts. L'élargissement du champ des négociations peut susciter des accords profitables qui n'apparaîtraient pas dans le cas où n'existeraient que des négociations morcelées et *ad hoc* sur des terrains étroits.

La robustesse d'un régime international dépend donc de la densité des communications qu'il établit entre les acteurs. La coopération à venir est nourrie par l'expérience de la coopération passée, préservant un équilibre stratégique. Cela protège un modèle d'actions conformes, même si les conditions ne sont plus celles qui ont motivé la création de ces institutions. C'est ainsi que les institutions créées à Bretton Woods ont survécu au système de Bretton Woods et se sont adaptées en faisant évoluer leurs fonctions.

Il reste à faire acte de prospective en utilisant ces outils d'analyse pour s'interroger sur les avenir possibles du SMI. Auparavant, il faut se mesurer à un monstre. En créant l'euro, les dirigeants européens ont établi le régime monétaire international le plus exigeant et le plus ambitieux jamais inventé. Contrairement aux unions monétaires du passé, l'euro a aboli les monnaies nationales. Pourtant, il n'a été possible ni d'édifier une souveraineté supranationale, ni de bâtir un régime international à ajustements symétriques, ni de bénéficier de l'hégémonie d'un leadership assumé. L'échec du développement des potentialités de l'euro jusqu'ici est un avertissement majeur pour l'avenir des relations monétaires internationales, tant pour la possibilité de partager des attributs de souveraineté que pour le rôle que l'euro pourrait jouer dans un futur SMI.

Espoirs et désillusions de l'euro

L'euro est une monnaie légale créée par le traité de Maastricht en décembre 1991 et approuvée par les parlements des pays qui l'ont adopté au cours de l'année 1992. Notre objectif n'est pas d'étudier ici la zone euro et ses problèmes. Des montagnes d'études ont été écrites sur le sujet auxquelles nous avons participé par plusieurs livres. C'est à dessein que nous plaçons cette réflexion sur l'euro dans cet ultime chapitre sur l'avenir de la monnaie internationale. Plutôt que de postuler l'euro comme équivalent à une monnaie nationale et d'analyser en quoi il ne l'est pas, on va faire l'hypothèse que la zone euro est un espace économique pourvu d'un régime monétaire international et voir en quoi ce régime diffère de tous ceux qui l'ont précédé.

EN QUOI L'EURO EST-IL UNE MONNAIE INCOMPLÈTE ?

Le traité de Maastricht a créé une institution internationale à nulle autre pareille dans le champ des institutions internationales : une banque centrale. La Banque centrale européenne (BCE) est une institution qui n'est pas placée sous l'autorité d'une source de souveraineté. Nous savons, en effet, que dans les sociétés démocratiques la souveraineté est conférée par un ordre constitutionnel qui formalise les fondements du vivre-ensemble de ces sociétés. Dans les nations modernes, cet ordre constitutionnel fonde de manière indissoluble le pouvoir de l'État et la confiance dans la monnaie émise par la banque centrale. Dans la zone euro, un tel ordre constitutionnel n'existe pas. L'euro n'est donc pas une monnaie de plein exercice qui unit les citoyens sous l'égide d'un parlement souverain conférant à la banque centrale la légitimité de la Loi dans ses rapports organiques avec l'État. En ce sens fondamental, l'euro est vraiment une monnaie internationale.

La non-existence du lien organique entre la monnaie unique et le souverain politique a des conséquences très lourdes. Nous vivons

dans un espace monétaire commun sans espace public, donc sans institutions qui pourraient animer une vie démocratique, source de coordination et de choix collectifs. La BCE ne peut en principe n'être le prêteur en dernier ressort de la dette publique d'aucun État membre. Cela dégrade les dettes publiques des pays membres au rang de dettes privées vis-à-vis de la contrainte de règlement. Puisque tout État membre peut faire défaut sur sa dette, comme on l'a vu pour la Grèce depuis 2010, tout se passe comme si l'euro était une monnaie étrangère pour les États membres. Il en découle une fragmentation de l'espace monétaire : un euro déposé dans une banque grecque n'a pas la même valeur qu'un euro déposé dans une banque allemande ou française.

Cette fragmentation est rendue dramatique lorsqu'une partie importante des dettes publiques nationales est détenue par des non-résidents au pays, mais des agents économiques appartenant à d'autres pays de la zone euro. Lorsque la crise a révélé l'insolvabilité de la Grèce, la panique des créanciers privés a attaqué les dettes publiques d'États solvables, parce que l'autorité monétaire a été empêchée de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort selon les oukases du traité de Maastricht. Ce faisant, le traité ne pouvait qu'exacerber les rivalités nationales dans les conditions de la crise financière entre les pays créanciers et les pays débiteurs. À leur tour, ces rivalités ont irrémédiablement conduit à la fragmentation de l'espace financier européen que la création de l'euro avait voulu unifier. C'est pourquoi le Conseil des chefs d'État d'un côté, la BCE de l'autre, se sont trouvés au pied du mur. Il fallait d'urgence, par une politique des petits pas, scandée par les événements de crise, apporter des réponses institutionnelles *ad hoc* de substitution à l'absence du lien organique entre monnaie et États⁸.

En revanche, la zone euro est plus qu'une union monétaire telle qu'on en rencontre dans l'histoire, comme l'union latine fondée en décembre 1865 et l'union scandinave créée en mai 1873. Car dans la zone euro les monnaies nationales ont disparu. Il s'ensuit que

8. Ces mesures, dites « non conventionnelles », sont décrites dans les chapitres 1 et 2 de M. Aglietta (2014).

le système de paiements est complètement unifié. La finalité des paiements est réalisée dans toute la zone par un étage supérieur de compensation-règlement entre les banques centrales nationales sur les livres de la BCE, le système TARGET2. Il s'ensuit que la confiance des ménages et des entreprises dans l'euro ne s'est pas démentie, même si l'espace financier s'est, de fait, fragmenté par repli des banques sur leurs territoires nationaux en conséquence des crises de finances publiques. C'est le système TARGET qui a préservé l'unité du système de paiements en dépit du dysfonctionnement du marché interbancaire⁹.

Mais il s'agit du niveau opérationnel du système des paiements. L'incomplétude de l'euro au niveau politique affecte gravement la macroéconomie de la zone euro. L'euro n'étant pas placé sous une souveraineté politique dans son espace de circulation, les politiques économiques des États membres ne font pas une unité, empêchant la zone euro comme un tout d'avoir une macroéconomie cohérente. Les limitations du traité de Maastricht empêchent les instances de médiation européennes, que sont la Commission européenne, l'Eurogroupe et le Parlement européen, d'exercer la gouvernance adéquate sur les politiques économiques au niveau agrégé. Non souveraine, la zone euro n'a pas de politique budgétaire et n'a pas de politique monétaire extérieure. Il s'ensuit un triple non contradictoire qui affecte la crédibilité du Conseil des gouvernements de la zone euro : pas de budget fédéral sous l'autorité du Parlement, pas de transferts budgétaires entre États, pas de défaut d'un État. Ces trois impératifs ne sont pas tenables en situation de crise financière sévère. De là résulte la menace politique des divisions à l'intérieur des États membres avec la montée des forces dites « souverainistes » ; mais aussi, et peut-être plus grave, les défaillances de performances économiques suscitent une lente érosion de l'adhésion des citoyens dans tous les pays.

9. Le rôle crucial de TARGET dans la crise financière de la zone euro est décrit en détail par P. Cour-Thimann (2013).

POURQUOI L'EURO EST-IL UNE MONNAIE INCOMPLÈTE ?

Les économistes français qui sont sincèrement pour un renforcement de la zone euro pensent à juste titre qu'il faut renforcer les institutions européennes. On a vu ci-dessus que cela est compatible avec un régime international solide sans aller jusqu'à une souveraineté fédérale pleine et entière. Nous l'avons caractérisé comme une association volontaire d'États établissant une coopération institutionnalisée. Ce qui manque le plus à la zone euro n'est pas un saut politique radical, mais la volonté ou la capacité de coopérer. Tous ceux qui sont arrivés à ce point du raisonnement trébuchent sur le même constat : l'Allemagne et la France ne se font pas confiance ! Mais il y a peut-être des raisons structurelles pour qu'il en soit ainsi. Il faut les comprendre pour savoir si et comment il est possible de contourner cet obstacle.

L'euro n'est pas né sous de bons auspices. Le bouleversement provoqué par la chute du mur de Berlin a forcé un compromis précipité. Le chancelier Kohl voulait faire avaliser par la communauté internationale une unification de l'Allemagne à marche forcée. Le président Mitterrand était effrayé par la future puissance allemande et voulait arrimer l'Allemagne à l'Europe par la monnaie. Le compromis fut que l'Allemagne avait les coudées franches pour l'unification allemande, mais qu'elle abandonnait le Deutsche Mark en acceptant l'unification monétaire. Elle abandonnait nominalement le Deutsche Mark, mais non la doctrine monétaire qui lui avait donné son prestige. On a montré au chapitre 4 que cette aura tenait à l'adéquation intime qui faisait de l'ordre monétaire le pivot de l'économie sociale de marché. La tradition républicaine française est aux antipodes de cette conception du monde. La transférer à la BCE et l'appliquer à des sociétés fort disparates ne pouvait que provoquer des malentendus et des incompréhensions mutuelles sur la manière dont chaque pays allait recevoir la doctrine monétaire.

L'ambiguïté a perduré par les blocages politiques qui sont survenus au fur et à mesure du temps. C'est pourquoi la zone euro ne disposait ni des moyens d'action communs ni surtout de la

clairvoyance des dirigeants politiques et encore moins de la légitimité démocratique pour faire prévaloir les intérêts à long terme de la construction européenne confrontée au choc dévastateur de la crise financière. Une suggestion qui ressort des débats politiques est qu'il faut un contrat social pour l'Europe. C'est la reconnaissance d'un bien commun à conserver et à faire fructifier. Ce n'est possible que si sont créées les bases politiques d'un vivre-ensemble, donc d'une conscience d'appartenance à une même communauté de destin. Mais une conscience d'appartenance ne se décrète pas. Ce sont les citoyens qui prennent conscience ou non d'un destin commun. Or les institutions communes, trop bureaucratiques, et les politiques européennes des États elles-mêmes se dérobent à tout contrôle démocratique de niveau européen. Les lobbies interfèrent avec leur action. La responsabilité politique des exécutifs est inexistante tant que le Parlement européen n'est investi d'aucune autorité souveraine.

Tant qu'il en sera ainsi, la zone euro ne sera qu'un système monétaire international défini par un traité intergouvernemental. Encore faut-il qu'il puisse évoluer d'une gouvernance intergouvernementale qui se contente de surveiller un carcan de règles produisant des ajustements asymétriques vers une coopération institutionnalisée délivrant des ajustements symétriques.

Le compromis initial qui a fondé l'euro a laissé soigneusement de côté les transformations politiques impliquées par une monnaie commune. C'est là que les héritages politiques opposés de l'Allemagne et de la France ont entraîné un dialogue de sourds.

Comme on l'a montré au chapitre 4 en étudiant les différentes formes de la souveraineté démocratique, en Allemagne la conception de la souveraineté procède de l'ordolibéralisme formalisé dans la loi fondamentale de 1948. Celle-ci condense les valeurs morales qui font l'unité du peuple allemand. C'est un ordre juridique qui fait obstacle à tout pouvoir arbitraire, qu'il vienne de l'État par une majorité politique ou de coalitions d'agents privés (oligopoles, cartels, lobbies). L'État n'est nullement minimal vis-à-vis de l'économie, mais il doit inscrire son action dans le cadre institutionnel du marché. Le cadre institutionnel se distingue des mécanismes du

marché ; sa clef de voûte est la monnaie. La stabilité de la monnaie est constitutive d'un ordre social qui transcende le politique.

En France, au contraire, la souveraineté procède du principe républicain issu de la Révolution. La souveraineté du peuple est représentée par l'Assemblée nationale. Alors qu'en Allemagne le suffrage universel découle du droit, en France il institue le droit. C'est pourquoi la nationalisation de la Banque de France en 1936 en a fait une organisation de l'État. Ce n'est qu'en 1994 que la Banque de France a changé de statut pour en faire un clone de la Bundesbank en prévision de l'institution de l'euro. Mais ces deux conceptions de la souveraineté restent séparées par un gouffre.

Or les principes de souveraineté ne se négocient pas comme des marchandises. Ils donnent forme juridique à ce qui fait société. Les citoyens acceptent individuellement de respecter cette loi constitutionnelle qu'ils ont collectivement établie. C'est pourquoi les gouvernements n'ont pas le pouvoir d'instituer un ordre commun par compromis politique. Seule une assemblée européenne constituante pourrait le faire. C'est pourquoi un État fédéral européen est hautement improbable.

Il va donc falloir procéder autrement pour compléter l'euro. Faute d'un principe de souveraineté commun, on ne peut faire fonctionner la zone euro que sur la base de partages partiels de souveraineté, capables de faire accepter des institutions européennes de médiation. L'idée est d'évoluer d'un carcan surabondant de règles qui paralyse la politique économique à une action collective dans les domaines macroéconomique et budgétaire. S'il est possible à la gouvernance politique de donner un sens à une politique budgétaire agrégée, cela lèverait une incertitude majeure pour la BCE qui ne connaît qu'*ex post* ce qu'a été le budget agrégé de la zone euro ! Elle pourrait conduire une politique de discrétion contrainte dans le cadre d'un *policy mix*, donc sans être forcée d'arguer de circonstances exceptionnelles telles que la menace de déflation.

DÉPASSER LA PARALYSIE DE LA GOUVERNANCE INTERÉTATIQUE DU CONSEIL EUROPÉEN

L'intergouvernementalité ne permet pas de poursuivre un intérêt européen. Un forum intergouvernemental ne peut être qu'un jeu de stratégies entre États poursuivant leurs intérêts nationaux. Car, dans leurs rapports réciproques, les États ne peuvent exprimer que leurs intérêts particuliers. Les négociations tendent à être sans fin pour aboutir à des compromis conclus « au bord de l'abîme ». Ces compromis sont sources d'interprétations divergentes qui relancent les controverses, la méfiance réciproque et la recherche de compromis ultérieurs. En effet, les compromis trouvés sont ceux d'équilibres non coopératifs entre les parties prenantes.

C'est le domaine de la négociation *ad hoc* qui est très inefficace par rapport à la coopération institutionnalisée qui insère les négociations dans un cadre institutionnel commun, suffisant pour dégager un intérêt collectif. La difficulté est évidemment que les gouvernements négocient une réforme institutionnelle minimale qui introduise une médiation européenne dans la gouvernance interétatique. Comme l'a déclaré Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, « il est urgent d'abandonner ce processus intergouvernemental pour un processus de décision partagée, fondé sur des votes et démocratiquement légitime » (Cœuré, 2015). Pour réussir, ce processus de décision partagée ne doit pas être confondu avec un abandon de souveraineté nationale. Des États souverains peuvent décider de coopérer entre eux plutôt que de poursuivre un jeu non coopératif ! La coopération entraîne une responsabilité partagée, et celle-ci renforce la confiance mutuelle. L'institution européenne médiatrice, permettant cette coopération, est un « Trésor » de la zone euro placé sous la supervision du Parlement européen en formation zone euro.

Il est donc nécessaire de trouver des procédures de transfert des droits souverains au niveau supranational qui laissent intactes les procédures démocratiques nationales. Plus précisément, il faut établir dans la zone euro une manière de formaliser

en droit européen des institutions capables de coordonner les politiques économiques pertinentes. L'Union européenne est un curieux hybride. Contrairement à une confédération de nations, il y a, dans le domaine de la concurrence, une loi européenne qui prévaut sur les législations nationales. Mais, contrairement à un État fédéral, il n'y a pas d'autorité constitutionnelle. C'est pourquoi la priorité de la loi européenne dans les domaines où elle existe n'est pas hiérarchique. Elle se conçoit comme une alliance constitutionnelle déléguant des pouvoirs limités à l'Union. Dès lors qu'il a été reconnu une personnalité juridique à l'Union, la citoyenneté européenne existe, mais c'est une forme faible en termes d'organisation politique. Est-il néanmoins possible de s'appuyer dessus pour étendre le domaine de la souveraineté partagée au niveau macroéconomique ?

L'obstacle majeur est la Cour constitutionnelle allemande. La loi fondamentale allemande pose un problème concernant la subordination des lois nationales à la loi européenne. Toute loi européenne doit être conforme aux principes constitutionnels de la loi fondamentale allemande. Cette position doctrinale s'oppose clairement au principe de suprématie de la loi européenne sur les lois nationales. Car la loi fondamentale allemande n'est à nulle autre pareille. Elle incorpore une « clause d'éternité » affirmant que deux articles de la loi fondamentale sont inviolables par toute disposition législative : l'article 1^{er} qui stipule que la dignité humaine est inviolable et l'article 20 qui affirme le principe de la règle démocratique.

On pourrait penser que de tels principes ne posent pas de problèmes à l'élaboration d'une constitution européenne. Mais l'interprétation que la Cour donne à la clause d'éternité est extraordinairement large. Elle lui confère un immense pouvoir. Sa manière de concevoir la dignité humaine l'engage dans des questions économiques et politiques ! La Cour a l'obligation de soutenir la loi fondamentale, et cela l'engage à affirmer que le Bundestag doit conserver ses pouvoirs législatifs dans toute décision concernant les recettes et les dépenses budgétaires.

On comprend l'imbroglie juridique que l'avancée vers l'union politique peut susciter. Si la Cour soutient qu'une loi européenne n'est pas applicable en Allemagne, alors qu'elle est valide en droit européen et donc applicable dans les autres États membres, la nécessaire uniformité de la loi européenne pour établir sa légitimité démocratique serait anéantie, et le progrès de l'intégration, stoppé. Ces contradictions juridiques ont scandé les petits pas, les reculs et les hésitations du gouvernement allemand depuis le début de la crise de l'euro.

Si le partage de souveraineté par la voie juridique est bloqué, il est possible d'explorer une souveraineté partagée comme puissance publique. Le budget européen pèse 1 % du PIB de l'Union européenne. Il est donc incapable de toute action de stabilisation macroéconomique. L'investissement public est délaissé, et aucune impulsion n'est donnée au secteur privé pour sortir du marasme de l'investissement productif. Telles sont pourtant les responsabilités d'une puissance publique commune qui dispose d'un espace monétaire.

L'Union doit procurer un emprunteur et un investisseur en dernier ressort. L'économie européenne, menacée de stagnation séculaire, appelle d'urgence une grande politique d'emprunt et d'investissement que les États membres ne sont pas en mesure d'assumer, pris dans leurs obligations européennes d'assainir leurs budgets. La conjonction de l'urgence climatique et de la menace de stagnation offre aux pays de l'UE l'occasion de déployer une politique commune susceptible de nourrir l'innovation dans un vaste domaine de l'énergie aux transports, de la rénovation des bâtiments à la régénération des territoires par l'économie circulaire.

Par la voie de l'établissement d'un trésor européen ou par celle du développement du budget européen, l'essentiel est de parvenir à une union budgétaire en sus de l'union bancaire qui est en voie de réalisation.

L'INCOMPLÉTUDE DE L'EURO

L'union bancaire, complétée par une éventuelle union des marchés de capitaux, permettrait d'unifier l'espace financier européen. L'euro a potentiellement un marché de titres publics unifiés d'une taille, d'une profondeur et d'une liquidité qui seraient équivalentes à celles du dollar. L'union budgétaire permettrait d'émettre les euros-obligations concurrentes des *Treasury Bonds* américains, donc de constituer le marché liquide indispensable à une monnaie internationale de premier plan.

Si l'euro devenait concurrent du dollar pour la liquidité ultime, on sait que cette concurrence ne ferait pas système puisque le taux de change tendrait vers l'indétermination. L'interdépendance des taux d'intérêt serait biunivoque et influencée par la volatilité du change, alors qu'elle est univoque dans le système dominé par le dollar. L'attribut essentiel de l'unilatéralisme américain dans le domaine monétaire, qui est l'absence des effets de *feedback* des perturbations que sa politique inflige aux autres pays, disparaîtrait. L'establishment américain pourrait commencer à concevoir que la globalisation financière entraîne des interdépendances perturbatrices qui ne peuvent être maîtrisées que par le multilatéralisme politique.

Une Europe accédant à une autonomie politique et cherchant à préserver le multilatéralisme pourrait jouer un rôle médiateur très utile pour bâtir une gouvernance monétaire internationale pour un système pluridevises. Cela implique que la zone euro se dote d'une politique monétaire extérieure. Elle en est jusqu'ici dépourvue puisqu'une telle politique concerne la souveraineté au premier chef. Ses objectifs ne peuvent être décidés par une banque centrale.

Encore faut-il que l'Europe puisse jouer un rôle majeur pour faire du FMI l'instance de coordination monétaire internationale qu'il a dû abandonner depuis la disparition du système de Bretton Woods. Puisque le système pluridevises se structure par régions monétaires, la représentation individuelle des pays de la zone euro doit s'effacer devant celle de la zone euro en tant qu'entité unique.

Cette réforme mettra un terme à une anomalie grotesque. Actuellement, un ensemble de pays qui n'ont plus de monnaie nationale siègent séparément à l'assemblée générale du FMI, alors que la seconde monnaie internationale n'a pas de représentant pour parler en son nom. Il s'ensuit que les Européens n'ont pas de capacité d'initiative officielle dans le débat sur l'évolution souhaitable du SMI. Il doit donc y avoir une fusion des quotes-parts et des droits de vote associés, ce qui aura un double avantage. En premier lieu, la fusion donnera un poids agrégé considérable à la zone euro. En second lieu, fusion ne voulant pas dire sommation, elle libérera une proportion substantielle de quotes-parts qui pourront être réattribuées dans le reste du monde et faciliteront ainsi le redéploiement des quotes-parts vers les pays émergents.

La longue marche de la monnaie chinoise dans le SMI

Le processus d'ouverture économique de la Chine est étroitement lié aux changements graduels introduits dans l'économie du pays. Les transformations intérieures et extérieures ont de multiples interactions et relèvent de la stratégie de développement. L'ouverture extérieure a été conçue pour favoriser une croissance forte que le marché intérieur ne pouvait fournir à lui seul. L'ouverture à l'extérieur a des avantages et des inconvénients pour le développement. Les Chinois ont la mémoire du siècle de déclin subi à partir de 1840 par l'ouverture forcée imposée par les puissances occidentales.

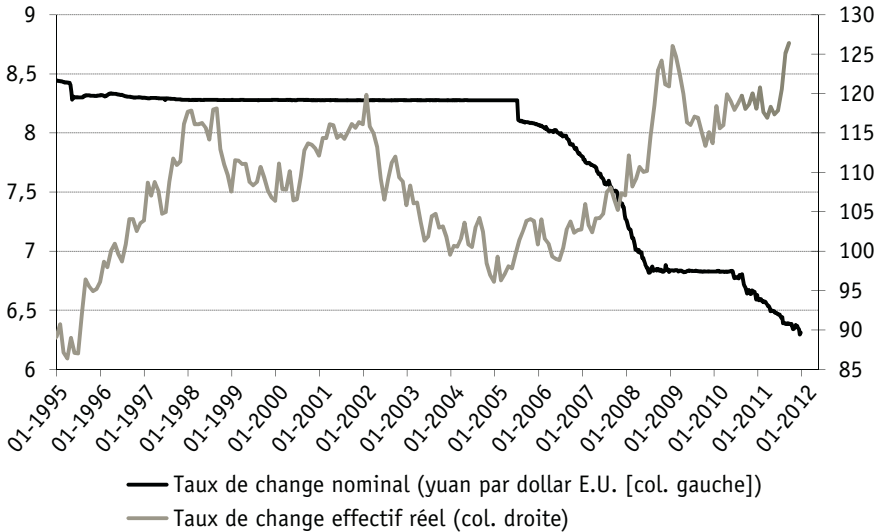
La révolution socialiste a coupé les liens politiques avec l'Occident et réduit les relations économiques au minimum. Puis la Révolution culturelle a renforcé l'isolement du pays jusqu'à la détente diplomatique qui s'est produite à la fin de la guerre du Vietnam. C'est pourquoi la décision d'ouvrir le pays ne pouvait être prise à la légère. Pourtant, la réforme chinoise a réussi à transformer le pays en le faisant passer, en moins de trente ans, d'une

économie fermée à une grande puissance commerciale mondiale. En 1970-1971, le commerce extérieur total de la Chine (exportations + importations) atteignait le très bas étiage de 5 % du PIB. Il s'élevait à 65 % en 2005, un chiffre étonnant pour un pays de cette taille, bien supérieur à ce que l'on observe dans les autres pays continentaux.

Le volet « ouverture à l'extérieur » de la réforme a emprunté une double voie, fondée sur deux régimes parallèles : un régime de commerce intrasectoriel vertical (*export-processing trade regime*)¹⁰, encouragé par des règles libérales et par le recours massif à l'investissement direct étranger (IDE), d'un côté, et un régime de commerce ordinaire et relativement protégé, de l'autre. La double voie, qui a permis de transformer le système de production chinois, était conçue pour se fondre progressivement dans une économie de marché, réduisant l'importance du système de planification, avant de le faire disparaître dans une économie de marché ouverte. La transition de l'économie planifiée à l'économie de marché s'est prolongée jusqu'au lancement de la deuxième phase de la réforme, au milieu des années 1990. C'est à partir de cette époque que la monnaie a commencé à prendre de l'importance dans les relations extérieures de la Chine. Jusque-là, un système de double taux de change avait été introduit en 1986 pour donner de l'élan au *process trade*. C'est en 1992, sous l'impulsion de Deng Xiaoping, que la politique extérieure changea. En octobre 1992, le XIV^e Congrès du Parti communiste chinois adopta le principe d'une économie socialiste de marché. Les marchés devaient être étendus dans tous les secteurs, et la « double voie », abandonnée. Parallèlement, la décision de présenter la candidature de la Chine à l'OMC a propulsé le pays vers une économie de marché ouverte.

10. Le *process trade* désigne un type d'insertion du pays dans la division du travail. Profitant d'une main-d'œuvre jeune, nombreuse et disciplinée, la Chine a créé des zones économiques spéciales où elle a attiré des investissements directs étrangers en grande quantité. Elle a importé tous les ingrédients de la production de biens de consommation industriels, notamment les produits de l'électronique, du textile et de la chimie. Le travail chinois faisait l'assemblage, et les marchandises étaient vendues sur les marchés des pays occidentaux.

Figure 8.2. Taux de change nominal du renminbi contre le dollar et taux de change effectif réel



Source : CEIC.

LA CONTRIBUTION DU TAUX DE CHANGE À L'OUVERTURE EXTÉRIÈRE DE LA CHINE (1995-2012)

La première décision importante fut l'unification du système de taux de change, le 1^{er} janvier 1994. Le taux de change fut déprécié au taux le plus bas sur les marchés secondaires, entraînant une forte dévaluation du taux officiel par rapport au dollar. À la mi-1995, il fut fixé pour dix ans à 8,3 yuans pour 1 dollar (figure 8.2.).

Puis le gouvernement chinois décida de réviser le régime de change, recourant à une appréciation régulière qui ne fut interrompue que temporairement, au plus haut de la crise financière globale. Avec l'accès libre aux devises étrangères sur présentation de documents attestant de transactions commerciales, la convertibilité de la monnaie sur le compte courant était, *de facto*, réalisée. Cette phase d'appréciation automatique, hormis la période de crise financière aiguë, fut remplacée par une variation dans une plage étroite par rapport au dollar entre 6,3 et 6,1 yuans.

La stabilité puis la prévisibilité du régime de taux de change nominal dans un contexte économique mouvant ont eu un impact considérable sur le taux de change effectif réel, donc sur la compétitivité-prix de la Chine. Au début de l'unification du taux de change, les prix chinois absorbaient encore les vestiges de l'énorme inflation de la fin des années 1980 et du début des années 1990. La compétitivité de la Chine s'est d'abord profondément détériorée, de 20 % en deux ans. Puis il y eut la crise asiatique, qui provoqua une forte dépréciation du taux de change dans les monnaies des pays d'Asie de l'Est directement touchés. En décidant de ne pas dévaluer le yuan, le gouvernement chinois consentit, au nom de la stabilité monétaire, une hausse du taux de change effectif réel, qui s'apprécia de 10 % de plus en une seule année.

De la fin 1998 à l'entrée de la Chine dans l'OMC en 2001, la compétitivité fut le résultat indirect des fluctuations des taux de change nominaux des pays concurrents, surtout asiatiques, par rapport au dollar. Suivent deux périodes fortement contrastées qui sont étroitement liées au régime de change adopté par le gouvernement chinois. De la fin 2001 jusqu'au changement de régime de juillet 2005, la Chine a largement bénéficié de l'accroissement de sa part de marché dans le commerce international. Avec la progression du commerce intrasectoriel vertical (*process trade*), la Chine est devenue l'« atelier du monde ». Or l'industrie manufacturière est un secteur à rendements croissants. L'expansion du marché mondial pour les produits chinois a donc entraîné une hausse rapide de la productivité. Les entreprises manufacturières bénéficiant d'une élasticité infinie de la courbe d'offre de travail, les salaires n'ont pas augmenté autant que la productivité. Les profits élevés ont contribué largement à financer l'accumulation du capital, tandis que les prix restaient stables. Un processus circulaire a renforcé la compétitivité, ce qui s'est traduit par de très importants excédents commerciaux. Cette évolution fut à l'origine, côté chinois, des prétendus déséquilibres globaux, utilisés pour forcer le gouvernement chinois à apprécier sa monnaie. En juillet 2005, celui-ci a finalement cédé à la pression internationale et adopté une réévaluation rampante et informelle du yuan par rapport au dollar.

L'impact sur la compétitivité-prix a été spectaculaire. De la mi-2005 à la fin 2011, le taux de change effectif réel s'est apprécié de 25 %. Si la balance commerciale a continué de s'élargir jusqu'au sommet de la crise financière, à l'été 2008, c'était en raison de l'emballlement insoutenable de la demande induite par le crédit aux États-Unis. Dès que l'emballlement du crédit a été renversé, provoquant une violente contraction puis un ralentissement du commerce mondial par rapport aux tendances d'avant-crise, les excédents commerciaux de la Chine ont baissé, et le taux de change effectif réel a repris sa tendance à l'appréciation¹¹.

LE DÉBAT SUR LES DÉSÉQUILIBRES GLOBAUX ET SES CONSÉQUENCES SUR LA POLITIQUE DE CHANGE DE LA CHINE APRÈS LA CRISE

Le tableau 8.1. décrit la structure de l'équilibre épargne investissement dans le monde pendant la période d'appréciation tendancielle du yuan jusqu'au changement de régime de change fin 2010. Il montre que l'épargne nette aux États-Unis est restée négative sur toute la période et que celle de l'Asie industrialisée ainsi que celle de l'Asie émergente dont la Chine sont restées positives. Pour l'Asie émergente hors la Chine, c'est la conséquence de la crise asiatique de 1997. Celle-ci a décidé les gouvernements des pays affectés par la crise à changer radicalement de politique de croissance pour se débarrasser de leur dette extérieure et accumuler des réserves de devises étrangères.

L'excédent des comptes courants de la Chine a moins augmenté que celui du Japon et que d'autres pays émergents ou même industrialisés jusqu'à 2004. Puis l'excédent chinois a fortement augmenté lorsque la bulle immobilière s'est emballée aux États-Unis. Entre 2005 et 2008, la Chine a enregistré un excédent d'épargne, et les États-Unis, un déficit de plus en plus important, tandis que le dollar se dépréciait et que le yuan s'appréciait en termes réels.

11. Sur le ralentissement du commerce mondial, voir S. Jean et F. Lemoine (2015).

**Tableau 8.1. Sources et emplois de l'épargne mondiale.
Épargne financière nette en % du PIB national ou régional**

Pays ou régions	1988-1995 average	1996-2003	2005	2007	2008	2009	2010
Écon. avancées	- 0,7	- 0,3	- 1,0	- 0,8	- 1,3	- 0,7	- 0,3
États-Unis	- 2,5	- 2,7	- 5,2	- 5,2	- 5,6	- 4,0	- 3,4
Zone euro (Allemagne)	n. d. (- 0,7)	+ 0,5 (- 0,1)	+ 0,8 (+ 6,4)	+ 0,8 (+ 10,4)	+ 0,1 (+ 9,9)	+ 0,1 (+ 6,8)	+ 0,7 (+ 7,9)
Japon	+ 2,3	+ 2,5	+ 3,6	+ 4,8	+ 3,2	+ 2,7	+ 3,1
Asie industrielle	+ 3,4	+ 4,1	+ 5,5	+ 6,4	+ 5,0	+ 8,6	+ 7,1
Pays VD et émergents	- 2,0	0,0	+ 4,1	+ 4,0	+ 3,5	+ 2,0	+ 1,6
Afrique subsaharienne	- 0,9	- 2,3	- 0,3	+ 1,2	0,0	- 1,4	- 0,9
Amérique latine	- 1,2	- 2,5	+ 1,4	+ 0,1	- 1,2	- 0,6	- 1,3
Asie émergente (Chine)	- 2,4 (n. d.)	+ 1,4 (+ 2,6)	+ 4,1 (+ 7,1)	+ 6,9 (+ 10,6)	+ 5,8 (+ 9,6)	+ 4,1 (+ 6,0)	+ 3,0 (+ 4,7)
PECOs	- 1,4	- 3,2	- 5,1	- 8,1	- 7,8	- 2,4	- 3,7
Moyen-Orient	- 4,1	+ 3,8	+ 17,4	+ 15,3	+ 15,4	+ 3,5	+ 5,0
Russie et CEI	- 10,3	+ 4,7	+ 8,8	+ 4,0	+ 4,8	+ 2,8	+ 3,9

Source : IMF, World Economic Outlook, October 2010 and earlier issues, Appendices. Table A16.

D'ailleurs, les États-Unis se sont complu dans le déficit non seulement par rapport à la Chine, mais aussi par rapport à presque toutes les régions du monde, à l'exception des pays d'Europe centrale et orientale (PECOs). Après la crise, le déficit des États-Unis a quelque peu diminué, et les excédents chinois ont été plus que divisés par deux en pourcentage du PIB. En 2010 et au-delà, le pays ayant l'excédent le plus important a été, de très loin, l'Allemagne.

L'explication à la mode au milieu des années 2000 était la surabondance de l'épargne mondiale. Elle s'est diffusée dans le monde entier après le célèbre discours de Ben Bernanke en mars 2005. C'est un raisonnement intelligent pour écarter la responsabilité des États-Unis et justifier l'unilatéralisme de leur politique. Le patron de la Réserve fédérale a mis en évidence plusieurs

facteurs indépendants qui ont encouragé l'épargne dans le reste du monde. Ainsi, en Asie de l'Est, à l'exception du Japon, la structure démographique a évolué vers des strates d'épargnants nombreux (40-65 ans). En Chine, le phénomène est accentué par la faiblesse des plans de retraite, qui a suscité une forte épargne de précaution. Les hausses des prix du pétrole et du gaz ont stimulé l'épargne dans les pays exportateurs d'énergies primaires (Moyen-Orient et Russie). Et les pays à marchés émergents ont profondément changé leurs politiques pour privilégier un régime de croissance tirée par les exportations.

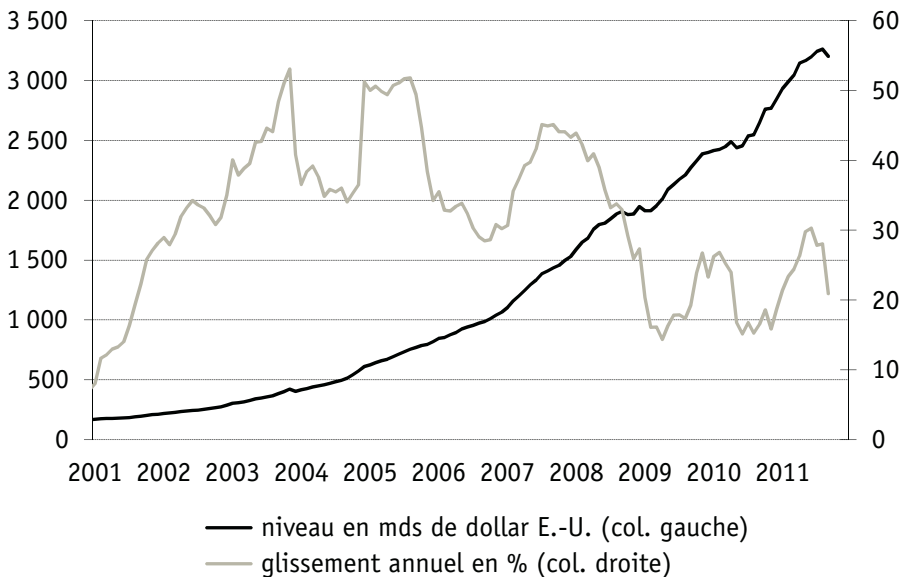
De cet excès d'épargne, on peut déduire que les investisseurs étrangers n'ont eu de cesse de chercher des investissements financiers attractifs que le système financier américain, présumé efficient – c'est ce qu'on croyait à l'époque –, a été heureux de fournir. Cet afflux d'épargne étrangère a fait baisser les taux d'intérêt à long terme, entraîné un bond des prix de l'immobilier et encouragé les ménages américains à dépenser. Les déficits des États-Unis signifieraient ainsi que les ménages de ce pays auraient agi en consommateurs de dernier ressort au nom de la croissance mondiale. Il n'est toutefois nullement avéré qu'il y ait une surabondance d'épargne dans le monde. Les statistiques du FMI montrent que l'épargne mondiale n'a quasiment pas augmenté durant les quinze années qui ont précédé la crise.

Toutefois, l'épargne a chuté dans les années 2000 bien plus aux États-Unis que dans les autres pays développés à l'exception de quelques-uns (Royaume-Uni, Irlande, Islande et Espagne) qui ont aussi connu une longue bulle immobilière. Le taux d'épargne nette des ménages aux États-Unis est tombé à 1,5 % du revenu disponible au deuxième trimestre 2006. En résumé, la principale cause des déséquilibres globaux vient des États-Unis et de leur économie. Le statut de monnaie pivot, attaché au dollar, a été une condition permissive de la persistance de la polarisation financière. Elle n'en constitue pas moins une menace pour l'économie mondiale.

LA GESTION DU YUAN
ET L'ACCUMULATION DES RÉSERVES DE CHANGE
(2001-2012)

Dans les années 2000, le système conflictuel du semi-étalon dollar, étudié au chapitre 7, était à sens unique. Il laissait les banques centrales étrangères absorber la surabondance de dollars déversée à l'étranger par la dépense des résidents américains très au-dessus des capacités de production de leurs pays. C'est ce que la Banque populaire de Chine a fait avec une ampleur considérable (figure 8.3.).

Figure 8.3. Chine : réserves de change



Source : Datastream. Calcul Groupama-AM.

L'appréciation régulière du yuan (d'environ 25 % entre juillet 2005 et décembre 2011) n'a pas, pendant cette période, freiné l'accumulation de réserves de devises. Au contraire, elle a incité les étrangers à acheter des actifs chinois dans la mesure où le contrôle des mouvements de capitaux le permettait. En outre, les afflux de capitaux que la banque centrale a dû absorber ont été amplifiés

par le déclin rapide du taux des *Fed funds*, passé de 5,25 % en août 2007 à 2 % à la mi-2008 et à environ 0 % après septembre de la même année. Aux États-Unis, la Réserve fédérale s’est abandonnée à une politique de *quantitative easing*, inondant la planète de liquidités en dollar. L’accumulation de réserves en Chine s’est donc poursuivie au rythme annuel moyen de 40 %, jusqu’à la reprise entraînée par le plan de stimulation, à partir de mai 2009. Le rythme de l’accumulation de réserves a significativement ralenti et n’a jamais retrouvé son rythme antérieur parce que l’excédent des comptes courants a considérablement diminué.

Après la crise, les contrôles de capitaux sont devenus plus poreux, jusqu’à devenir prépondérants dans l’accumulation des réserves de change. L’aggravation de la crise dans la seconde moitié de 2008 et la baisse consécutive de la croissance chinoise ont entraîné des sorties substantielles de capitaux volatils (*hot money*). Après le lancement du plan de stimulation et la reprise rapide qu’il a permise, les afflux de capitaux ont recommencé et ont dû être absorbés par une accumulation supplémentaire de réserves. L’accumulation de réserves de devises s’est donc trouvée en partie déconnectée de la balance commerciale et même de celle des comptes courants (tableau 8.2.).

Tableau 8.2. Balance des paiements de la Chine de 2008 à 2010 (mds de dollars)

Rubriques	2008		2009		2010	
	S1	S2	S1	S2	S1	S2
Balance courante	191,7	244,4	134,5	162,6	124,2	179,7
Dont :						
Balance commerciale	129,2	219,7	102,3	117,8	76,4	158,0
Revenus des capitaux	38,3	3,1	16,9	26,4	28,3	- 1,4
Transferts courants	24,2	21,6	15,2	18,5	19,4	23,1
Balance du compte capital	70,3	- 54,4	59,6	81,2	87,5	60,7
Dont :						
IDE nets	40,8	53,6	15,6	18,7	37,0	63,5
Portefeuille net	19,8	22,8	20,2	18,5	- 7,3	31,3
Autres	9,7	- 130,8	23,9	44,0	57,8	35,9

Rubriques	2008		2009		2010	
	S1	S2	S1	S2	S1	S2
Balance totale	262,0	190,0	194,1	243,9	211,7	310,4
Erreurs et omissions	- 18,8	- 8,8	8,2	31,4	33,7	- 16,8
Réserves de change	- 280,8	- 198,8	- 185,9	- 212,5	- 178,0	- 293,6

Source : CEIC.

Les flux de capitaux volatils (« autres » et non enregistrés) ont un impact sur la balance des paiements, qui a été très sensible au découplage de l'économie chinoise en 2009, lequel a inversé les sorties au moment de l'effondrement du dernier trimestre 2008. Ces flux sont entrés en Chine pour tirer profit du gonflement des marchés d'actifs induit par le plan de stimulation. Ils ont financé le marché boursier et le marché de l'immobilier de luxe. Quand on compare la seconde moitié de 2008 à celle de 2009, on voit que la diminution de 120 milliards de dollars de la balance commerciale a été plus que compensée par une augmentation de 130 milliards de dollars des entrées de capitaux volatils (*hot money*), venus principalement des « autres » flux de capitaux, c'est-à-dire essentiellement de prêts et de dépôts à court terme des institutions financières de Hong Kong.

Parce que la Chine est en train de devenir non seulement une puissance économique mais aussi une puissance financière, le changement du régime de gestion du taux de change se justifie. À court terme, le gouvernement chinois a pris la sage décision de suspendre l'ancrage nominal sur le dollar. Le 19 juin 2010, la Banque populaire de Chine a annoncé sa suppression et l'utilisation d'un panier de monnaies pour servir de référence dans un système de taux de change plus souple. Cette décision annonçait le passage progressif du cadre de la politique monétaire à des cibles nationales, ainsi qu'une première étape vers la convertibilité du yuan.

Le gouvernement a décidé à plusieurs reprises les marges de fluctuation intrajournalières autour du taux de référence de $\pm 0,5\%$ à $\pm 1,0\%$ en mai 2012 et $\pm 2\%$ en mars 2014. En outre, le taux central quotidien et la bande associée n'engagent pas la banque

centrale le jour d'après. La banque centrale a tout pouvoir pour déterminer le taux central comme elle le veut chaque jour. C'est ce qui s'est produit le 11 août 2014 et qui a créé beaucoup d'émotion dans la communauté financière internationale. La Banque populaire de Chine a publié un communiqué annonçant que dorénavant le taux de change de référence du lendemain allait dépendre du taux de clôture du marché de la veille en lien avec les conditions de l'offre et de la demande sur le marché interbancaire, ainsi que de l'évolution des taux de change qui comptaient le plus dans le panier des devises déterminant le taux de change effectif du yuan. Cela a provoqué une dépréciation instantanée de 1,9 %. Ce changement de procédure a été justifié par le souci de promouvoir une parité centrale davantage guidée par le marché. Il s'agit de créer une plus grande volatilité du change pour casser la spéculation à sens unique et pour contrecarrer l'effet de la dépréciation des monnaies des pays émergents. Ces mesures techniques s'inscrivent dans la perspective plus large de l'évolution progressive du yuan vers la convertibilité.

LES PREMIERS PAS DE L'INTERNATIONALISATION DU YUAN

La crise financière globale qui a frappé le monde en 2008 a accéléré les changements à l'œuvre dans l'économie mondiale. Les relations économiques et financières de la Chine avec le reste du monde en sont redéfinies. On observe un changement structurel de long terme : l'augmentation de la part du commerce avec les pays à marchés émergents de l'Asie en développement et du reste du monde, et, inversement, une baisse de la part du commerce avec le Japon et avec l'Occident. Dans les années 2000, la part du monde émergent dans le commerce extérieur chinois a doublé, passant de 15 à 30 %. Pour ce type d'échanges, le dollar est une devise tierce. Il n'est le véhicule choisi pour la facturation et le règlement des échanges que si les coûts de transaction liés à l'utilisation du dollar (ce qui implique deux conversions entre

les partenaires commerciaux) sont inférieurs à ce qu'ils seraient si était utilisée la monnaie d'un des deux partenaires. Les coûts de transaction peuvent être moindres quand on utilise une devise véhiculaire : cela dépend essentiellement de la liquidité du marché de la monnaie auquel les partenaires ont accès.

Or, à l'automne 2008, la liquidité en dollar s'est effondrée dans le monde entier, tandis que le crédit interbancaire s'est soudainement asséché. La pénurie des moyens internationaux de paiement a provoqué un effondrement subit du commerce mondial. Cela a entraîné une forte contraction de l'activité économique des pays qui, comme la Chine, n'étaient pas pris dans la tempête financière de Wall Street. Un choc de cette ampleur était à même de bouleverser le système des paiements internationaux. Un importateur chinois et un exportateur brésilien, par exemple, pouvaient trouver avantageux de facturer et de régler un échange en yuan, à condition que les dépôts en yuan résultant du paiement des importations chinoises offrent un rendement compétitif avant d'être recyclés en paiement des importations brésiliennes de produits chinois. Mais le marché monétaire chinois était fermé aux non-résidents, à l'exception d'une poignée d'investisseurs étrangers qualifiés. Il fallait donc que les actifs financiers en yuan, y compris les comptes de dépôts, deviennent disponibles aux non-résidents en dehors de l'espace monétaire de la Chine continentale. Hong Kong était la place financière idéale pour gérer les services financiers induits par cet embryon de yuan offshore.

Le système pilote de facturation et de règlement du commerce extérieur en yuan fut lancé dès 2009 sur la place financière de Hong Kong. Il s'appuie sur un protocole d'accord entre la Banque populaire de Chine et l'Autorité monétaire de Hong Kong pour garantir et réguler la liquidité. Entreprises non financières et institutions financières non résidentes ont été autorisées, même si elles ne sont pas directement impliquées dans les échanges avec le continent, à ouvrir des comptes en yuan auprès des institutions de dépôt accréditées de Hong Kong. C'est l'ouverture du marché CNH (Chinese Yuan Hong Kong), c'est-à-dire du marché des actifs financiers en yuan offshore.

Durant l'année 2011, les contrôles de capitaux entravaient l'arbitrage entre le yuan offshore et le yuan *onshore* ; il y avait un double taux de change. Le marché offshore ayant une liquidité limitée, le taux de change offshore avait une prime de liquidité, créant une appréciation d'environ 2 % sur le taux de change onshore. Mais la crise européenne fin 2011 a entraîné une volatilité de cette prime qui s'est effondrée lorsque les inquiétudes sur l'avenir de l'euro ont provoqué un repli des capitaux investis dans le monde entier vers le marché obligataire américain, entraînant une vive hausse du dollar. Le même phénomène s'est reproduit en mai 2013 avec l'annonce par la Fed d'un arrêt prochain de sa politique d'achat d'actifs et à l'été 2014 avec l'inquiétude provoquée par une hausse du taux d'intérêt directeur de la Réserve fédérale. Ces événements ont conduit le nouveau leadership chinois sous la direction de Xi Jinping à accélérer le mouvement vers la convertibilité en 2015.

LIBÉRALISATION FINANCIÈRE ET INTERNATIONALISATION DU YUAN

L'internationalisation du yuan s'inscrit dans le cadre d'une politique globale d'ouverture internationale et de libéralisation du système économique et financier. Cette stratégie de long terme a été formulée dans les directives du Comité central du PCC en novembre 2013 et a été approuvée par l'Assemblée nationale populaire à sa session de mars 2014.

Dans la nouvelle phase de la réforme économique chinoise, la libéralisation financière est devenue une priorité immédiate qui relie les transformations recherchées dans l'économie interne et dans les relations internationales de la Chine. Il importe de réduire les résistances aux changements structurels en éliminant les distorsions dans l'allocation du capital provoquées par la collusion entre les grandes banques et les grandes entreprises d'État grâce à des conditions de financement discriminatoires en leur faveur. Cela passe par la libéralisation des taux d'intérêt pour forcer les institutions financières à évaluer correctement leurs risques, par l'entrée

du capital privé dans la propriété des entreprises d'État et par le développement d'une multiplicité de formes de financement pour encourager l'essor du secteur privé innovateur. Tout cela implique de développer les marchés des actifs financiers.

La seconde priorité est de promouvoir le yuan au rang de monnaie internationale de réserve, donc pleinement convertible d'ici à 2020. Elle s'inscrit dans un changement de stratégie géopolitique. Pendant la phase de haute croissance, où la Chine était la manufacture du monde, l'expansion du commerce était le moyen essentiel de son affirmation internationale. Avec le redéploiement de l'économie vers l'enrichissement des classes moyennes, le développement du mode de consommations diversifiées et la promotion de l'innovation pour parvenir à imposer les standards mondiaux, les relations internationales de la Chine vont se transformer. Le gouvernement incite les entreprises à se projeter à l'étranger pour assimiler les technologies et les moyens de gestion les plus avancés de manière à devenir des acteurs globaux. Cela passe par l'exportation de capital et par l'introduction en Bourse sur toutes les places financières du monde. De plus, le gouvernement chinois a montré sa volonté d'exercer une influence financière internationale en tant qu'instrument pour intégrer commercialement et financièrement l'Asie orientale autour de l'économie chinoise, de garantir la sécurité des approvisionnements en produits de base et de structurer le commerce avec l'Europe par les routes de la soie. La création des différentes banques de financement d'infrastructure, dont les banques dédiées aux routes de la soie, auxquelles s'ajoute la banque des BRICs, montre la volonté chinoise d'une stratégie financière à influence globale dans l'économie mondiale.

C'est pourquoi cette phase de la réforme, destinée à rétablir la place historique de la Chine dans le monde, celle de l'empire du Milieu, implique un découplage du yuan vis-à-vis du dollar. Le 13^e plan quinquennal va tracer la feuille de route qui doit conduire le yuan vers la pleine convertibilité en 2020. Plus immédiatement, l'impulsion vers la convertibilité est vivement soutenue par la banque centrale. En effet, le progrès de la libéralisation des marchés intérieurs modifie le rôle de l'État vis-à-vis de la finance. L'influence directe de

l'État par la fixation des taux d'intérêt et par l'injonction aux banques de bien dicerner à qui et combien prêter va laisser la place à une influence indirecte, tant prudentielle que monétaire. Sur ce dernier point, la structure des taux d'intérêt a besoin d'un ancrage nominal dès lors que leur détermination directe aura disparu. Cela implique que la banque centrale acquière une autonomie pour conduire la politique monétaire en fonction des objectifs macroéconomiques intérieurs. Il faut donc nécessairement que le yuan se découple du dollar et devienne une monnaie internationale de plein exercice.

Le yuan est donc en marche pour devenir une devise mondiale. L'étape la plus récente a été son entrée dans le panier constitutif du DTS fin novembre 2015. Avec un taux de change plus flexible et un compte courant ouvert, la Chine n'aura plus à accumuler des réserves en dollars. Au-delà des perturbations de l'été 2015, dues à l'ajustement inévitablement heurté de l'ouverture financière comme cela a été le cas dans tous les pays qui ont libéralisé leur système financier avant elle, le yuan deviendra une monnaie de réserve au fur et à mesure que la réforme économique progressera. Le FMI sera amené à donner une validation officielle au yuan dans l'évolution de ses statuts, conduisant à donner plus de poids aux pays émergents dans ses instances de décision. Après l'échec de la tentative de réforme en 2010, c'est la condition *sine qua non* pour le FMI de trouver une légitimité qu'il a perdue. C'est dans cette perspective qu'il faut essayer de percevoir les lignes de force d'une évolution du SMI.

Quelle transformation du système monétaire international ?

Puisque les deux problèmes jumeaux de la liquidité internationale et de l'ajustement des balances des paiements ne sont pas solubles lorsque l'hégémonie n'est pas capable de susciter un intérêt collectif, cette forme d'organisation des relations internationales doit s'éloigner dans l'histoire. C'est le destin qu'avait eu

au XVII^e siècle le système dualiste, intermédié par les marchands banquiers italiens, qui fut remplacé par le système hégémonique et fondé sur le principe bancaire avec la création de la Banque d'Angleterre.

En ce début de XXI^e siècle, la stabilité de l'économie mondiale est menacée par la dégénérescence de l'hégémonie du dollar. Une hégémonie incapable de délivrer le bien collectif qu'est l'ajustement international, parce que la prolifération de la liquidité est devenue anarchique et tolère l'accroissement indéfini des dettes, devient dangereuse. On peut interpréter ce phénomène dans les termes de la théorie de l'ambivalence de la monnaie en la généralisant au niveau mondial. Le système monétaire hiérarchisé qui conforte la confiance dans la monnaie se dégrade en système homogène lorsque le poids des dettes s'accroît sans cesse parce que l'émission continue de liquidité permet qu'elles ne soient jamais réglées. Dans un monde de liberté des mouvements de capitaux, la tension entre les règles collectives des paiements et les désirs privés d'appropriation de la liquidité s'exerce au niveau mondial. En effet, la hiérarchie monétaire doit avoir un étage supérieur au niveau international. Nous avons vu qu'historiquement cet étage a été celui de la devise-clé sous la forme de l'étalon sterling puis de l'étalon dollar. Ce dernier dysfonctionne et se transforme en système homogène. Logiquement, le système homogène produit une inflation généralisée. On est induit en erreur parce que les prix des biens et services ordinaires sont particulièrement bas. C'est oublier que les caractéristiques de la globalisation financière ont transféré l'inflation sur les marchés d'actifs. On devrait se préoccuper de l'anomalie selon laquelle, après une crise financière majeure, les prix des actifs financiers, que ce soient des titres de dettes ou des actions, n'ont cessé de progresser après une baisse initiale suivant la crise financière et vite inversée par l'inondation de liquidité. Pire encore, cette logique du système homogène s'est généralisée aux pays émergents.

Au niveau mondial, ce dysfonctionnement est amplifié par le divorce grandissant entre la suprématie monétaire et financière des États-Unis et leur déclin économique relatif. Dans le semi-étalon

dollar, la zone dollar implicite couvre environ 60 % du PIB et de la population mondiale, alors que les États-Unis ne représentent plus que 23 % du PIB mondial et 12 % du commerce international. Pire encore, la part des États-Unis dans l'encours des investissements internationaux est tombée à 24 %, alors que les fonds d'investissement américains gèrent 55 % des actifs internationaux sous gestion institutionnelle (*The Economist*, 2015). Cela signifie que la base de la création de valeur qui est monétisée au niveau mondial est de plus en plus déconnectée de la monnaie qui opère la circulation de cette valeur. En conséquence, les coûts de la domination du dollar pour les pays qui l'acceptent commencent à l'emporter sur les avantages de la coordination par défaut exercée par la devise-clé.

Conséquence de ce divorce, les prix des actifs et les mouvements de capitaux subissent des fluctuations géantes dans les pays qui se sont liés au dollar dans l'espoir d'en obtenir une stabilité pour aider leur politique de développement. On en est arrivé au point où l'anticipation d'une hausse infime du taux directeur de la Fed affecte 9 trillions de dollars de dettes et de dépôts, parce que le réseau des banques internationales et le *shadow banking* ne se contentent pas de redistribuer les injections de liquidité de la Fed : ils les amplifient démesurément dans le marché de gros de la liquidité. Le marché du dollar offshore a doublé de taille depuis 2007.

Les vulnérabilités créées par ce marché de gros provoquent le risque systémique qui est exacerbé par l'imbrication du *shadow banking* et du système bancaire. Il se produit par exacerbation d'un levier purement financier qui est incorporé dans des formes de création de liquidité extérieures à la création de monnaie bancaire¹². Les banques utilisent le *shadow banking* pour augmenter le levier et pour contourner les réglementations sur le capital et sur la liquidité. Les banques créent des structures *ad hoc* pour attirer les fonds des *money market funds*. Ces structures hors bilan reprêtent les liquidités aux banques qui les sponsorisent ou à des fonds d'investissement qui recherchent des arbitrages spéculatifs

12. Les dérivés sous la forme de repos et prêts sur titres, de swaps tripartites, de titrisation de produits dérivés et des ETFs (*Exchange Traded Funds*) à levier.

sur les marchés financiers du monde entier. Cette circulation de liquidités aux fins spéculatives entraîne des mouvements violents d'afflux et de reflux de capitaux dans les pays émergents que l'on constate de plus en plus fréquemment et qui déstabilisent des économies entières.

La question qui se pose est alors la suivante : combien de temps les pays souverains vont-ils lier leurs finances à l'émetteur d'une monnaie dont le système politique est miné par un fractionnement partisan et qui utilise de plus en plus son pouvoir financier comme un instrument politique ? Si l'on pense que l'évolution du monde va vers le polycentrisme et non vers un système à devise-clé, la quête d'un remplacement du dollar est vaine. L'alternative est plutôt un retrait de la globalisation financière comme l'histoire l'a vécu à plusieurs reprises ou un dépassement de la devise-clé. Dans ce dernier cas, la question est la suivante : comment penser l'étage supérieur de la monnaie au niveau mondial sans souveraineté universelle qui le légitime ?

Cela conduit à revenir sur le terrain défriché par Keynes pour énoncer les propositions capables de faire avancer la coopération multilatérale. On a montré plus haut que les démarches des négociations de compromis politiques *ad hoc* pèchent par défaut d'institutionnalisation. Pour dépasser ces apories, la coopération institutionnalisée doit parvenir à établir des institutions régulatrices pour préserver les comportements décentralisés dans une économie mondiale où les interdépendances se diversifient avec la convergence de régions précédemment aux marges du jeu international. Bretton Woods a perduré un quart de siècle parce que la négociation a porté sur le cadre institutionnel qui a été légitimé par traité. Mais le système a périclité parce que les règles se sont rigidifiées ; ce qui n'a pas permis de préserver la souplesse de la démarche coopérative face à la diversité des conjonctures. De nos jours, le lieu de l'institutionnalisation n'a pas à être créé puisqu'il existe. Il faut que le FMI retrouve le rôle monétaire qu'il a perdu depuis les accords de la Jamaïque pour devenir un organisme d'aide à la résolution des crises des dettes souveraines. *Le FMI doit redevenir l'instance de gouvernance d'un régime monétaire international.*

Rappelons les propriétés essentielles d'un régime international. Il articule des principes, des règles et des procédures pour faire une coordination permanente¹³. Les principes sont ceux de l'échange multilatéral issu du cadre de Bretton Woods. C'est aussi en ce XXI^e siècle la reconnaissance de la nécessité de produire des biens publics globaux. Ils légitiment la finalité de la coopération et le besoin de sa continuité. Les règles sont les repères et les contraintes qui guident les engagements mutuels auxquels les gouvernements souscrivent, en sorte que les influences réciproques des pays à travers les interdépendances soient intériorisées dans les politiques suivies. Les procédures sont les modalités d'action, d'information, de surveillance par lesquelles l'institution médiatrice de la gouvernance multilatérale facilite l'application des règles et désamorce les conflits potentiels.

COMPROMIS D'UNE COOPÉRATION INSTITUTIONNALISÉE POUR UN RÉGIME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

La globalisation profonde par intégration complète des marchés de capitaux est incompatible avec la diversité des préférences sociales nationales propres à un monde multipolaire. Les taux de change flexibles ne peuvent établir des prix d'équilibre de marché pour ajuster ces préférences dans un ensemble pluridevises, parce que la concurrence des devises bute sur le problème du caractère de bien public de la liquidité internationale. Dans ces conditions, le système quasi homogène qu'est devenu le SMI inondé par la surabondance de dollars peut se retourner en son contraire, un système fractionné de monnaies nationales ou de groupes de monnaies nationales, dont la concurrence pour la liquidité internationale devra être restreinte pour éviter l'indétermination des taux de change.

Les dynamiques financières déstabilisantes, exprimées par les déséquilibres financiers globaux, ont été un facteur essentiel de

13. La théorie des régimes monétaires internationaux est présentée par B. J. Cohen dans l'ouvrage collectif édité par S. Krasner (1983).

l'accumulation des vulnérabilités qui ont mené à la crise systémique. Il s'ensuit que la régulation financière internationale est un pilier majeur de toute réforme. Cette régulation doit incorporer les contrôles de capitaux comme moyen d'éviter les effets les plus délétères des excès financiers qui réapparaissent inévitablement en dépit de règles prudentielles plus exigeantes. Cela implique des compromis portant sur le cadre institutionnel du système.

Le premier compromis consiste à s'appuyer sur les tendances d'intégration régionale du commerce international pour institutionnaliser des zones de coopération monétaire sur la base d'une devise régionale prépondérante. Ces zones peuvent avoir une large sphère d'influence. Deux devises ont l'envergure d'être des monnaies régionales dominantes en sus du dollar dont la zone de prédilection s'étend à une grande partie du continent américain. Ce sont l'euro, dont l'influence peut atteindre le Bassin méditerranéen et le Proche-Orient, et le yuan comme monnaie pivot de l'Asie orientale. Cette coopération doit inclure une solidarité pour un financement d'urgence face à des chocs financiers externes. Cela permettra de réduire le besoin d'autoassurance par accumulation de réserves en dollars.

Ces espaces de coopération monétaire introduiraient un principe de subsidiarité pour un SMI à deux niveaux. Nombre de chocs financiers pourraient être absorbés dans le cadre des arrangements monétaires régionaux. Au niveau supérieur, la négociation de règles monétaires internationales concernerait un nombre réduit de partenaires, eux-mêmes représentatifs de groupes de pays. Cette structure de négociation accroît les chances de compromis acceptables, parce que la reconnaissance des influences réciproques entre grandes zones réduit l'incitation au *free riding*.

Le deuxième compromis est le renforcement des régulations financières et de leur mise en compatibilité. Cette tâche immense et toujours remise en question par les lobbies financiers est engagée dans le cadre de la négociation Bâle III sous l'égide du comité des banquiers centraux des pays du G20. Cette régulation prudentielle renforcée regroupe plusieurs éléments. Le premier est la mise au pas du *shadow banking* sans laquelle aucune stabilité financière

n'est possible. Le deuxième élément est l'instauration d'une régulation macroprudentielle qui doit être compatible entre les grandes banques centrales. Elle comporte une régulation contracyclique des ratios de capital et de liquidité des institutions financières, aussi bien banques que non-banques, à influence systémique. Des conseils de risque systémique doivent être installés dans tous les centres financiers internationaux et doivent être déterminés à bloquer les dérives spéculatives du crédit et des prix d'actifs. Le syndrome du « *too big to fail* » doit être éradiqué par des procédures prédéfinies de restructuration obligatoire des entités financières fragiles, impliquant l'absorption des pertes éventuelles par leurs créanciers. Le troisième élément est une transformation de la doctrine monétaire des banques centrales pour mettre effectivement la stabilité financière sur le même pied que la stabilité des prix dans la conduite de la politique monétaire. Pour l'heure, cette condition n'est pas réalisée. En témoigne le retour à une volatilité globale excessive des marchés financiers mondiaux que les banques centrales ne paraissent pas capables de maîtriser, qu'elles alimentent au contraire par leur politique d'achats d'actifs.

Enfin, le troisième compromis est de bâtir une gouvernance monétaire internationale pour un système pluridevises. En ce domaine, le G20 peut être un forum prometteur s'il contribue à renforcer les instances monétaires internationales légitimes. Il a commencé à jouer un rôle positif en décidant d'augmenter substantiellement les ressources du FMI et d'élargir ses missions. En transformant le forum de stabilité financière de Bâle en Conseil de stabilité financière et en élargissant la participation, il ouvre la voie à une coopération plus étroite des banques centrales pour promouvoir la régulation macroprudentielle selon des principes communs. Mais il faut aller au-delà. Pour contrôler le crédit agrégé dans l'économie mondiale, détecter les germes du risque systémique dans les interdépendances financières internationales, analyser et superviser les canaux de transmission de la fragilité financière, le Fonds monétaire international est l'institution qui dispose de la légitimité et de l'expertise requises. Il doit retrouver le rôle central

dans la gouvernance monétaire internationale qui était l'esprit de Bretton Woods.

POUR UN SMI À AJUSTEMENTS PLUS SYMÉTRIQUES

Faire évoluer les relations monétaires internationales vers un cadre de coopération institutionnalisée fait partie des réponses à l'instabilité financière endémique de la finance globalisée. Ces évolutions changeraient les attitudes politiques à l'égard des interdépendances et feraient l'apprentissage de la coopération internationale dans les domaines macroéconomique et financier. En outre, les devises potentiellement concurrentes du dollar, comme l'euro et le yuan, pourraient élargir leur champ d'attraction si les problèmes structurels rencontrés par la Chine et la zone euro étaient correctement surmontés. Aux environs de 2020, la domination politique et monétaire des États-Unis, qui a empêché de construire un système capable de traiter les problèmes d'ajustement des balances de paiements et de doter le monde d'une liquidité pleinement internationale à Bretton Woods, aura encore accentué l'écart avec son poids économique déclinant. Les États-Unis ne seront plus immunisés des chocs financiers et des fluctuations économiques dans le reste du monde. Il deviendra alors possible d'envisager une réforme substantielle de la gouvernance monétaire internationale. Du côté de l'ajustement des balances de paiements, il s'agit d'éviter les répercussions par propagation de chocs, issues de politiques économiques unilatérales, comme la politique monétaire de la Fed. Après les accords de la Jamaïque, les cycles de longue durée des taux de change ont amplifié les répercussions au lieu de les amortir, parce qu'ils ont facilité la poursuite des politiques de crédit déséquilibrantes des États-Unis qui ont été amplifiées au niveau mondial par le lobby des banques internationales.

Deux règles sont envisageables pour rétablir un ajustement symétrique dans un cadre de concertation multilatérale sans lequel rien n'est possible. L'une est un ajustement par les prix, c'est-à-dire par la variation ordonnée des taux de change. L'autre est un

ajustement par les flux pour préserver la soutenabilité des balances des paiements dans le temps, donc éviter la divergence des déséquilibres financiers globaux que l'on a connue dans les années 2000.

L'une est la cogestion des taux de change flottants à partir de taux de change de référence, selon la méthode proposée par John Williamson dès les années 1980 (Williamson et Miller 1987). C'est une méthode souple et propre à détecter l'existence de distorsions de longue durée des taux de change réels. Elle est compatible avec la mission de surveillance multilatérale que le G20 a assignée au FMI. Ce ne sont pas des taux de change cibles avec des marges de fluctuation qui seraient des corridors contraignants de change. Ce sont des repères pour la surveillance multilatérale du FMI et pour des forums périodiques de concertation dans le cadre du Fonds qui seraient tenus par les pays membres à des niveaux élevés de responsabilité politique.

Ces taux de change de référence et les mécanismes de stabilisation associés doivent avant tout faciliter la croissance des pays en développement que l'OCDE appelle convergents et permettre l'entrée dans ce groupe de nouveaux pays précédemment précaires. La parité des pouvoirs d'achat (PPA) est un très mauvais repère pour estimer les taux de change réels. Les pays convergents, dont la croissance est tirée par l'augmentation rapide de la productivité dans l'industrie manufacturière, doivent avoir des taux de change sous-évalués par rapport à la PPA. Le taux de change réel de référence est une fonction croissante du ratio entre le PIB par tête du pays et celui du pays leader. Il s'apprécie régulièrement au fur et à mesure que l'écart de PIB par tête se ferme. C'est la trajectoire suivie par la Chine de 2005 à 2014 et par le Japon et la Corée auparavant.

L'autre méthode pour guider les ajustements est de recourir à des balances courantes de référence. Elle consisterait à reprendre et à adapter les travaux du C20 pour la tentative de réforme avortée du système de Bretton Woods¹⁴. La méthode consiste à estimer les besoins d'investissement nécessaires pour soutenir la croissance du

14. Les travaux du C20 sont exposés dans l'ouvrage de J. Williamson (1977).

capital compatible avec la trajectoire de long terme de la croissance potentielle des pays. Elle doit aussi analyser les différences structurelles de taux d'épargne entre les pays selon une méthode homogène. Seul le FMI peut se livrer à cette investigation ; ce qu'il fait sur une base bisannuelle, mais sans que cela embrasse sur une concertation des pays membres. Les balances courantes découlant de l'équilibre épargne investissement structurel seraient ensuite ajustées des variations conjoncturelles dans les taux d'utilisation des capacités de production et des déviations de l'inflation par rapport aux cibles suivies dans les pays pour parvenir à des balances courantes de référence insérées dans les indicateurs de la surveillance multilatérale.

PROMOTION DU DTS COMME LIQUIDITÉ INTERNATIONALE ULTIME

Le rétablissement d'ajustements symétriques n'est possible qu'avec la création d'une liquidité ultime dans laquelle toutes les devises importantes seraient convertibles et qui soit en même temps une monnaie fiduciaire à offre flexible. Cette monnaie existe déjà en puissance, même si elle a été délibérément neutralisée. Ce sont les droits de tirages spéciaux (DTS). Le DTS est une allocation au sein d'un département spécifique du FMI. Ce n'est l'engagement d'aucune institution financière, pas plus que ne l'était l'or monnayé. Ce n'est donc pas une dette, c'est un actif purement fiduciaire. Le DTS ouvre un droit de créance sur n'importe quelle devise pleinement utilisable d'un membre du Fonds. La vente de DTS par un membre du Fonds pour acquérir une devise crée une créance en DTS de la contrepartie acheteuse de la transaction. Cette créance est compensée par une dette miroir inscrite au département DTS du Fonds. À la suite de leurs transactions réciproques, les pays membres du Fonds ont des créances ou des dettes nettes sur le département DTS, suivant que leurs détentions de DTS est supérieure ou inférieure à leur allocation. Ces créances et ces dettes nettes rapportent des taux d'intérêt de marché.

Il y a trois raisons de développer le DTS. La première est de corriger les inconvénients du semi-étalon dollar en réduisant les incitations des banques centrales dont les monnaies sont faiblement convertibles à acquérir des dollars pour autoassurance. La deuxième est d'allouer les montants de DTS suffisants selon une règle d'émission agréée collectivement pour éviter les fluctuations entre le trop et le trop peu de dollars qui se répercutent sur les taux de change, donc pour résoudre le dilemme Triffin. Si la règle d'émission est contracyclique, elle ferait du FMI l'embryon d'un prêteur en dernier ressort international. La troisième est de créer un compte de substitution au sein du FMI pour permettre aux pays surchargés de réserves en dollars de les diversifier de manière ordonnée sans passer par les marchés de change, donc sans risquer de provoquer des fluctuations de change propices aux crises monétaires¹⁵.

Actuellement, le rôle du DTS est resté très modeste parce qu'il a été artificiellement contraint par ses conditions d'usage, le gouvernement américain et surtout le Congrès voulant éviter qu'il puisse porter ombrage au dollar. En outre, les allocations se font selon des quotas datant de 1944 ! En conséquence, les pays qui en ont le plus besoin sont ceux qui en reçoivent le moins ; 3 % seulement du total alloué est affecté aux pays à bas revenus. Il y a eu seulement trois allocations depuis que le DTS a été créé en 1968. La première en 1971-1972 de 9 milliards, la deuxième en 1979-1981 de 12 milliards, enfin la troisième en plein cœur de la crise financière en 2009 de 182 milliards. C'est un tout autre mécanisme qui est nécessaire pour faire du DTS l'actif ultime de réserve mondiale. Il faudrait des allocations de 150 à 250 milliards par an, soit constantes, soit de préférence contracycliques. Le transfert de DTS devrait devenir le seul mécanisme de financement du Fonds. Les quotas devraient être significativement modifiés pour représenter les pays en développement équitablement. Progressivement, une règle d'allocation continue du DTS comme liquidité internationale ultime pourra se transformer en règle d'émission d'une monnaie endogène. Le

15. Lorsque le compte de substitution a été sérieusement envisagé en 1979, Jacques Polak, conseiller du directeur du FMI, avait mené un plaidoyer argumenté pour que le DTS soit mis au centre du SMI (Polak, 1979).

DTS perdrait son statut de monnaie panier pour devenir l'unité de compte dans laquelle les monnaies nationales se définissent.

Que font actuellement les banques centrales des DTS alloués à leurs pays ? Pour certaines, c'est une réserve passive pouvant devenir un moyen de financement en période de crise. D'autres les utilisent pour rembourser la dette du pays à l'égard du FMI. D'autres encore sont des intermédiaires, des sortes de *market makers* qui achètent et vendent les DTS pour accommoder les besoins de leurs consœurs, d'autres enfin en font un actif de diversification.

Il n'y a pas d'obstacle technique à faire du DTS l'actif de réserve d'un SMI pluridevises symétrique, dans lequel le DTS en tant que liquidité ultime universelle remplace la devise-clé. Il faut et il suffit que les gouvernements prennent conscience de leur responsabilité politique s'ils veulent poursuivre l'aventure de la mondialisation économique. Mais il y a une autre fonction à assumer. C'est le financement d'urgence des balances de paiements lorsque les répercussions de déséquilibres non endigués activent le risque systémique. C'est donc une fonction de prêteur en dernier ressort international. Après la succession de crises des pays « émergents » entre 1994 et 2001, le FMI a créé un certain nombre de lignes de crédit d'urgence mais sans aucun succès. Aucun pays ne s'est proposé pour en bénéficier. C'est la Fed qui a joué ce rôle avec des swaps bilatéraux utilisés pendant les crises par le Mexique, la Corée, Singapour et le Brésil.

Le FMI a refait sans succès deux tentatives pour assouplir ses modes de financement : en mars 2009 en introduisant la *Flexible Credit Line* et en août 2010 avec la *Precautionary Credit Line*. Il n'est pas difficile de voir pourquoi cela ne marche pas. Ces facilités de crédit sont assorties de conditionnalité structurelle (fondamentaux solides, intrusion dans les politiques intérieures des pays). C'est la négation même du prêt en dernier ressort qui est une injection de liquidité acceptée par tous pour éviter qu'une crise systémique ne fasse implorer le système financier des pays attaqués, voire, comme on l'a vu à l'automne 2008, menace tout le système financier international d'effondrement. En outre, le financement des lignes de crédit demande du temps parce qu'il passe par des

prêts des banques centrales en devises convertibles qui doivent être acceptés par les gouvernements, alors que la couverture du besoin de liquidité en dernier ressort doit être instantanée. Cela n'a rien d'inflationniste puisque la création de monnaie en dernier ressort est là pour contrer la déflation causée par la pénurie de liquidités et parce que les nouveaux DTS qui seraient créés seraient annulés lorsque les prêts sont remboursés.

Seul un mécanisme de financement en dernier ressort multilatéral et autofinancé par le FMI grâce à une création *ex nihilo* de DTS peut être efficace. Il mettrait le FMI en tant que prêteur en dernier ressort international dans la même logique que les banques centrales en tant que prêteurs en dernier ressort nationaux. C'est la seule manière d'éviter la généralisation de l'autoassurance, comportement qui nourrit les déséquilibres persistants des balances de paiements. De plus, les DTS issus des allocations par quotas et non utilisés par les pays pourraient utilement l'être pour prêter aux pays qui ont des besoins de liquidités non satisfaits, en tant qu'instrument de financement contracyclique.

LA GOUVERNANCE DU FMI

Ainsi, le système pluridevises deviendrait cohérent grâce à un actif de réserve et de règlement pleinement international. Tous les pays membres pourraient utiliser inconditionnellement une facilité de tirage jusqu'à une limite. Le FMI deviendrait source d'une assurance collective ; ce qui résoudrait le dilemme Triffin et ferait un grand pas vers l'élimination des iniquités qui entravent délibérément la convergence de nombreux pays pour préserver les privilèges des pays occidentaux.

Si la réforme du SMI parvient à ce stade, la séparation historique entre le département des ressources générales et le département des droits de tirage spéciaux au sein du Fonds n'aurait plus de raison d'être. Cette séparation n'existe que pour empêcher le DTS de devenir une vraie monnaie internationale. Pour que le FMI redevienne un acteur monétaire, la fusion des deux départements est indispensable.

Quant aux quotas, ils ne doivent plus être des critères rigides de distribution, mais devenir de simples indicateurs de limites d'endettement.

Cette transformation du SMI se fera dans la longue durée comme le mode de régulation monétaire compatible avec la transformation de l'économie mondiale sous l'effet des forces qui redéploient les richesses et les pouvoirs entre les pays. Le Fonds ne peut devenir l'institution centrale de la gouvernance monétaire internationale s'il n'est pas mis un terme à la confiscation des pouvoirs en son sein par les pays occidentaux¹⁶. Pour assumer la double mission d'empêcher les discordances dans les politiques macroéconomiques et de surveiller les facteurs communs d'instabilité financière, le FMI doit élargir sa base politique. Cela entraîne un changement profond dans la distribution des pouvoirs et des responsabilités des pays membres. Il faut accroître sensiblement le poids politique des pays non occidentaux et renforcer le soutien politique au directeur exécutif.

Pour que le Fonds devienne l'institution assurant la régulation monétaire du système financier international, des révisions substantielles de quotes-parts sont indispensables, bien au-delà des changements homéopathiques consentis jusqu'ici. Les critères adoptés pour définir les quotas et les droits de vote associés doivent abandonner définitivement et totalement l'héritage des pouvoirs de négociation et des alliances de 1944. Ils doivent être remplacés par une formule objective qui s'appuie exclusivement sur des facteurs économiques et financiers.

Puisque le système pluridevises se structure par régions, la représentation individuelle des pays de la zone euro doit s'effacer

16. Une conséquence récente et spectaculaire de cette anomalie est le refus du Congrès américain de ratifier l'augmentation de capital du Fonds décidée par son assemblée générale il y a quatre ans, dont l'enjeu était de doubler les quotas pour donner une plus grande place aux pays émergents dans la gouvernance internationale. C'est un camouflet d'une extrême gravité pour le G20 et pour le gouvernement des États-Unis lui-même. Il est difficile de voir meilleur exemple d'avancée de la coopération internationale bafouée par le pays supposé leader dans les relations internationales. La même attitude agressive et discriminatoire s'est reproduite, le Congrès ayant montré son hostilité à l'introduction du yuan dans le panier de monnaie constituant le DTS. Néanmoins, le FMI a fini par inclure le yuan dans le panier en novembre 2015.

devant celle de la zone euro en tant qu'entité unique, comme on l'a vu plus haut. Un autre changement important est d'amender le seuil de minorité de blocage définissant la majorité qualifiée nécessaire pour adopter des décisions qui modifient les statuts du Fonds. Cette majorité qualifiée est actuellement de 87,5 %. Elle a été calculée à Bretton Woods pour permettre aux États-Unis de s'arroger seuls une minorité de blocage. Cette disposition est politiquement intolérable et économiquement anachronique.

Enfin, pour pouvoir jouer le rôle monétaire central défini ci-dessus, le Fonds devra prendre des décisions d'urgence. Son directeur exécutif doit donc disposer d'un soutien politique efficace de la part d'une instance rapide à convoquer et d'un niveau politique suffisamment élevé pour engager les pays membres. Cela implique de rehausser le comité exécutif au rang de conseil politique, rassemblant des officiels de haut niveau et mandatés par leurs gouvernements respectifs. Ce conseil devrait se réunir mensuellement et à n'importe quel moment dans les situations d'urgence. Le directeur exécutif lui-même doit cesser d'être la chasse gardée des Européens. Il est plus que temps de définir une procédure ouverte de sélection fondée exclusivement sur des critères de compétence.

Tels sont les changements de gouvernance souhaitables. Pour assumer le rôle monétaire que ses fondateurs lui confièrent et qu'il n'a jamais véritablement rempli, le Fonds monétaire international doit être doté d'une direction politique pourvue de capacités d'action et reflétant l'intérêt commun de ses membres à dominer les crises globales et à poursuivre l'aventure de la mondialisation.

Conclusion

Au terme de ce long périple dans les arcanes de la monnaie internationale, les raisons des déficiences du SMI sont apparues. Il est incapable d'accomplir sa raison d'être : l'ajustement des balances de paiements entre les pays souverains participant aux échanges internationaux. Les dysfonctionnements se sont aggravés depuis la

crise de 2008. La prolifération de liquidités dans le monde à partir de la source illimitée qu'est la Réserve fédérale américaine n'a cessé de s'étendre à un plus grand nombre de pays. Ces liquidités s'échangent entre elles dans un but de plus-value spéculative sur des supports financiers qui constituent le marché de gros de la liquidité. Les nouvelles régulations prudentielles imposées aux banques ont fait le lit du *shadow banking* pour intermédiaire ce marché¹⁷.

La conclusion de ces investigations est que les méthodes habituelles de réglementation des acteurs par les provisions en capital et par la liquidité sont contournées en permanence par les nouveaux montages financiers faisant apparaître de nouveaux acteurs non régulés. Ce sont les transactions qui doivent être régulées, pas seulement les acteurs qui s'y engagent, pour contenir la prolifération des activités de fourniture de la liquidité en gros. Cela veut dire prohiber les chaînes de transactions de gré à gré en imposant que les transactions sur le marché de gros de la liquidité soient acheminées par des systèmes centralisés de compensation et de règlement. Les chambres de compensation centrales doivent contrôler la couverture quotidienne des positions à risque sous la supervision de régulateurs qui n'admettraient que des produits dont les risques sont interprétables et calculables.

Plus fondamentalement, le désordre des marchés de gros de la liquidité est alimenté par l'incapacité à réguler la liquidité internationale. C'est pourquoi, dans la perspective ouverte par les intuitions théoriques du plan Keynes, il faut comprendre que toute valeur est produite dans un espace monétaire souverain et a pour contrepartie une création de liquidités qui en permet la réalisation par la finalité des paiements. Il s'ensuit que les échanges économiques internationaux sont des transferts de valeur entre entités localisées dans des espaces monétaires différents. *Aucune création de liquidité supplémentaire n'est requise pour réaliser ces paiements.*

C'est pourquoi une souveraineté universelle n'est pas requise pour fonder une monnaie internationale. Cette monnaie doit être

17. Les agissements du *shadow banking* sont décortiqués aux fins d'une éventuelle régulation par le Financial Stability Board (FSB) situé à Bâle. Un document de synthèse a été publié en mars 2015 (Financial Stability Board, 2015).

émise pour (et à cause de) l'ajustement des balances de paiements, réalisant ce lien fonctionnel qui n'existe pas dans un monde de monnaies nationales se confrontant sur les marchés de gros de la liquidité. Notamment, cette monnaie n'a pas à être détenue par des acteurs privés. Elle serait émise par une institution monétaire supranationale comme monnaie commune des banques centrales. Elle bouclerait la logique de la monnaie comme bien public par une intégration mondiale des systèmes de paiements. L'important est la coopération institutionnalisée des États pour définir les conditions de gestion de cette entité en conformité avec le principe de transfert de valeur entre nations. Appelons cette monnaie le DTS, émis par le Fonds monétaire international. Celui-ci deviendrait enfin ce pourquoi il a été créé : l'institution monétaire commune dans le système monétaire hiérarchisé qui couvrirait la totalité des paiements dans le monde. Dans ces conditions, le DTS changerait de nature. Il ne serait plus un panier de devises, mais bien la monnaie fiduciaire de plus haut rang. Ce seraient les monnaies nationales qui définiraient leurs parités en DTS. La très longue évolution historique de la monnaie aurait trouvé l'organisation conforme à son essence : la forme universelle de représentation de la valeur.

Cette proposition ouvre une voie vers une solution au questionnement qui a été au cœur de ce livre. La monnaie est le rapport social à partir duquel se structurent les relations de dettes qui sont déterminantes dans les mouvements de sociétés. Le *xxi*^e siècle est celui où la globalisation va bien au-delà de la finance pour concerner les biens publics globaux que sont le climat, l'intégration de l'économie et de l'écologie, la mondialisation du progrès technique, l'investissement dans les capacités humaines sur l'ensemble de la planète. Bref, le développement inclusif et soutenable est la finalité hors de laquelle notre civilisation pourrait périr.

Les formes de la souveraineté héritées des bouleversements idéologiques de la Renaissance aux Lumières sont les États-nations démocratiques. Elles sont contestées par en dessous avec l'importance que prennent les territoires en tant que lieux de débats publics, lesquels sont menacés par le retour du communautarisme. Elles

sont mises en cause par en dessus par des interdépendances que les marchés sont loin de pouvoir assumer seuls et par l'émergence des biens publics globaux qui impliquent des formes de coopération inusitées.

La monnaie étant consubstantielle de la souveraineté, ces transformations l'affectent au premier chef. Les nouvelles technologies qui vont transformer les systèmes de paiements, l'affirmation de souverainetés territoriales qui vont développer divers types de monnaies locales et l'émergence d'une forme universelle de la liquidité vont faire partie de la mutation vers une société mondiale et différenciée. Cette société mondiale se reflétera dans la permanence du principe monétaire : expression de la valeur, la monnaie est une dans la pluralité de ses formes.

BIBLIOGRAPHIE GÉNÉRALE

- Adrian, T., Covitz, D. et Liang, N. (2013), « Financial stability monitoring », in *NY Fed Staff report*, n° 601, février.
- Aglietta, M. (1976), *Régulation et crises du capitalisme*, Calmann-Lévy.
- Aglietta, M. (1986), *La Fin des devises-clés*, La Découverte.
- Aglietta, M. (1992), « Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie », *Annales, Économies, Sociétés, Civilisations*, n° 3, mai-juin, Librairie Armand Colin, p. 675-698.
- Aglietta, M. (2006), « Intégration financière et régime monétaire sous l'étalon-or », *Revue d'économie financière*, n° 14, automne, p. 25-51.
- Aglietta, M. (2014), *Europe : sortir de la crise et inventer l'avenir*, Michalon.
- Aglietta, M. et Brand, T. (2013), *Un New Deal pour l'Europe*, Odile Jacob.
- Aglietta, M. et Brand, T. (2015), « La stagnation séculaire dans les cycles financiers de longue période », in CEPII, *Économie mondiale 2015*, La Découverte, « Repères », chap. 3, p. 24-39.
- Aglietta, M. et Cartelier, J. (1998), « Ordre monétaire des économies de marché », in M. Aglietta et A. Orléan (éd.), *La Monnaie souveraine*, Odile Jacob, p. 131.
- Aglietta, M. et Coudert, V. (2014), *Le Dollar et le système monétaire international*, La Découverte, « Repères ».
- Aglietta, M. et Coudert, V. (2015a), « Currency turmoil in an unbalanced world economy », *CEPII Policy Brief*, n° 8, juillet.
- M. Aglietta et V. Coudert (2015b), « Les cycles de l'endettement, le dollar et l'économie mondiale », *La Lettre du CEPII*, n° 359, décembre.
- Aglietta, M. et Moatti, S. (2000), *Le FMI. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Economica.
- Aglietta, M. et Orléan, A. (1982), *La Violence de la monnaie*, PUF, « Économie en Liberté ».

- Aglietta, M. et Orléan, A. (éd.) (1998), *La Monnaie souveraine*, Odile Jacob.
- Aglietta, M. et Orléan, A. (2002), *La Monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob.
- Aglietta, M., Espagne, E. et Perrissin Fabert, B. (2015), « Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe », *France stratégie. Note d'analyse* n° 24, février.
- Aglietta, M., Ould Ahmed, P. et Ponsot, J.-F. (1998), « La monnaie, la valeur et la règle », *Revue de la régulation*, 16, 2^e semestre, automne 2014 (<http://regulation.revues.org/>).
- Ament, W. S. (1888), « The ancient coinage of China », *The American Journal of Archeology and the History of the Fine Arts*, vol. 4, n° 3, septembre, p. 284-290.
- Andreau, J. (1998), « Cens, évaluation et monnaie dans l'Antiquité romaine », in Aglietta, M. et Orléan, A. (éd.), *La Monnaie souveraine*, p. 213-250.
- Andreau, J. (2000), *Crises financières et monétaires dans l'Antiquité romaine entre le III^e siècle avant J.-C. et le III^e siècle après J.-C.*, Éditions de l'EHESS.
- Andreau, J. (2007), « Crises financières et monétaires dans l'Antiquité romaine entre le III^e siècle avant J.-C. et le III^e siècle après J.-C. », in B. Théret (éd.), *La Monnaie dévoilée par ses crises*, vol. I : *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, chap. 2, p. 103-129.
- Aristote (1965), *Éthique à Nicomaque*, Livre IV : *Les Différentes Vertus*, chapitre 3 : « Les richesses et l'argent », Garnier-Flammarion.
- Bagehot, W. (1962), *Lombard Street*, Homewood III, Richard D. Irwin.
- Beaujard, P., Berger, L. et Norel, P. (éds.) (2009), *Histoire globale, mondialisations et capitalisme*, La Découverte, « Recherches ».
- Bejin, A. (1976), « Crises des valeurs, crises des mesures », *Communications*, n° 25.
- Bernanke, B. et Mishkin, F. (1997), « Inflation targeting : A new framework for monetary policy », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n° 2, p. 97-116.
- Bank of International Settlements (BIS) (2012), *Innovations in Retail Payments*, Report of the Working Group on Innovations in Retail Payments, mai (<http://www.bis.org/cpmi/publ/d102.htm>).
- Bloch, M. (1953), « Mutations monétaires dans l'ancienne France », *Annales ESC*, vol. VIII, p. 145-158.
- Bordo, M. (1990), « The lender of last resort : Alternative views and historical experience », *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, janvier-février.
- Bordo, M. et Eichengreen, B. (éds) (1993), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, NBER, University of Chicago Press.
- Borio, C. (2014), « The financial cycle and macroeconomics : What have we learnt ? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 45, p. 182-198, août.

- Borio, C., Furfine, C. et Lowe, P. (2001), « Procyclicality of the financial system and financial stability : Issues and policy options », *BIS Papers*, n° 1, mars, p. 1-57.
- Borio, C., Kennedy, N. et Prowse, S. (1994), « Exploring aggregate Asset price fluctuations across countries », *BIS Economic papers*, n° 4, avril.
- Boyer-Xambeu, M.-T., Deleplace, G. et Gillard, L. (1986), *Monnaie privée et pouvoir des princes*, Éditions du CNRS-Presses de la Fondation nationale des sciences politiques.
- Braudel, F. (1979), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme xv-xviii^e siècle*, 3 vol., Armand Colin, « Le temps du monde ».
- Braudel, F. (1985), *La Dynamique du capitalisme*, Arthaud.
- Brender, A. et Pisani, F. (1997), *Les Taux d'intérêt. Approche empirique*, Economica.
- Bresciani-Turroni, C. (1937), *The Economics of Inflation*, Allen and Unwin.
- Breton, S. (2002), « Monnaie et économies des personnes », introduction générale au n° spécial de *L'Homme*, n° 162 : *Question de monnaie*, avril-juin.
- Burbank, J. et Cooper, F. (2010), *Empires in World History. Power and the Politics of Difference*, Princeton University Press.
- Caillé, A. (2002), « Quelle dette de vie ? », in *L'Homme*, n° 162 : *Question de monnaie*, avril-juin, p. 242-254.
- Cailleux, P. (1980), *Revue de Synthèse*, n° 99-100, juillet-décembre.
- Callu, P. (1969), *La Politique monétaire des empereurs romains de 238 à 311*, De Boccard.
- Carrié, J.-M. (2000), « Les crises monétaires de l'Empire romain tardif », Éditions de l'EHESS, septembre, repris in B. Théret (éd.), *La Monnaie dévoilée par ses crises*, vol. I : *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, chap. 3, p. 131-169.
- Cecchetti, S. et Kharroubi, E. (2012), « Reassessing the impact of finance on growth », *BIS Working Papers*, n° 381, juillet.
- Christiano, T. (2010), « Democratic legitimacy and international institutions », in S. Besson et J. Tasoulias (éds.), *The Philosophy of International Law*, Oxford University Press.
- Clower, R. et Howitt, P. W., (1996), « Taking markets seriously : Groundwork for a post walrasian macroeconomics », in David Colander, (eds), *Beyond Micro-foundations : Post Walrasian Macroeconomics*, Cambridge University Press, p. 21-37.
- Cœuré, B. (2015), « Il faut un ministère des Finances de la zone euro », *Le Monde*, 28 juillet.
- Cohen, B. J. (2015), « The demise of the dollar ? Plus ça change, plus c'est pareil », *Revue de la régulation* n° 18.
- Contamin, R. (2000), *Transformations des structures financières et crises. Les années 1990 au regard de l'étalon-or classique*, thèse Paris-X-Nanterre.

- Cooper, R. N. (1982), « The gold standard : Historical facts and future prospects », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 1-56.
- Coriat, B. (éd.) (2015), *Le Retour des communs. La crise de l'idéologie propriétaire*, Les Liens qui libèrent.
- Cour-Thimann, P. (2013), « Target balances and the crisis in the euro area », *CE-Sifo Forum*, vol. 14, avril.
- Dardot, P. et Laval, C. (2014), *Communs. Essai sur la Révolution au XXI^e siècle*, La Découverte.
- Daumas, F. (1987), *La Civilisation de l'Égypte pharaonique*, Arthaud.
- Desmedt, L. (2007), « Les fondements monétaires de la révolution financière anglaise : le tournant de 1696 », in Théret, B. (éd.), *La Monnaie dévoilée par ses crises*, vol. I : *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, chap. 8, p. 311-338.
- Drehmann, M., Borio, C. et Tsatsaronis, K. (2012), « Characterizing the financial cycle : Don't lose sight of the medium term », *BIS Working Papers*, n° 380, juin.
- Drummond, J. M. (1979), « London, Washington and the management of the franc, 1936-1939 », *Princeton Studies in International Finance*, n° 45.
- Duby, G. (1973), *Guerriers et Paysans*, Gallimard.
- Dumont, L. (1983), *Essais sur l'individualisme*, Paris, Seuil.
- Dupré, D., Ponsot, J.-F. et Servet, J.-M. (2015), « Le bitcoin, une tragédie du marché », *Rapport de la mission d'études sur les monnaies locales complémentaires*, 2^e partie, ministère de l'Économie sociale et solidaire, p. 18-22.
- Dupuy, C. (1992), « De la monnaie publique à la monnaie privée au bas Moyen Âge », *Genèses*, n° 8, juin, p. 25-59.
- Dupuy, J.-P. (2012), *L'Avenir de l'économie : sortir de l'écomystification*, Flammarion.
- ECB (2012), *Virtual Currency Schemes*, octobre.
- Eichengreen, B. (1985), *The Gold Standard in Theory and History*, Routledge.
- Eichengreen, B. (2011), *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press. Traduction française : (2011), *Un privilège exorbitant. Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international*, Odile Jacob.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. et Panizza, U. (2003), « Currency mismatches, debt intolerance and original sin : Why they are not the same and why it matters », *NBER Working Paper*, n° 10036, octobre.
- Eichengreen, B. et Mitchener, K. (2003), « The great depression as a credit boom gone wrong », *BIS Working*, n° 137.
- Einzig, P. (1970), *The History of Foreign Exchange*, Macmillan.
- Fama, E. (1976), *The Foundations of Finance : Portfolio Decisions and Securities Prices*, Basic Books.

- Feiertag, O. (éd.) (2005), *Mesurer la monnaie. Banques centrales et construction de l'autorité monétaire (XIX-XX^e siècle)*, Albin Michel, « Histoire de la Mission historique de la Banque de France ».
- Fichte, J. (1980), *L'État commercial fermé, L'Âge d'homme*, réédition.
- Fields, D. et Vernengo, M. (2013), « Hegemonic currencies during the crisis : The dollar versus the euro in a cartel perspective », *Review of International Political Economy*, vol. 20, n° 4, août, p. 740-759.
- Financial Stability Board (2015), « Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank, Non-Insurer Global Systematically Important Financial Institutions », mars (<http://www.fsb.org/2015/03/fsb-and-iosco-propose-assessment-methodologies-for-identifying-non-bank-non-insurer-global-systemically-important-financial-institutions/>).
- Finley, M. (1975), *Économie antique*, Éditions de Minuit.
- Fisher, I. (1933), « The Debt-deflation theory of Great Depression », *Econometrica*, vol. 1, p. 337-357.
- FMI (1974), *International Monetary Reform, Committee of Twenty*.
- FMI (2015), *World Economic Outlook*, avril, chap. 3 : « Where are we headed ? Perspectives on potential output », et chap. 4 : « Private investment : What's the holdup ? ».
- Fonds monétaire international (FMI), Banque mondiale, Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) et Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (2013), *Developing Local Currency Bond Market : A Diagnostic Framework*.
- Frankel, H. (1977), *Money. Two Philosophies : The Conflict of Trust and Authority*, Basil Blackwell.
- Garcia, G. et Plantz, E. (1988), *The Federal Reserve . Lender of Last Resort*, Ballinger Press.
- Gernet, L. (1968), *Anthropologie de la Grèce antique*, Gallimard.
- Gillard, L. (2005), *La Banque d'Amsterdam et le florin européen au temps de la République néerlandaise (1610-1820)*, Éditions de l'EHESS.
- Girard, R. (1972), *La Violence et le Sacré*, Grasset.
- Girault, R. et Lévy-Leboyer, M. (éds.) (1993), *Le Plan Marshall et le relèvement économique de l'Europe*, colloque tenu à Bercy du 21 au 23 mars 1991 sous l'égide du Comité pour l'histoire économique et financière de la France.
- Glassner, J.-J. (2002), *La Mésopotamie*, Les Belles Lettres.
- Goldberg, L. et Tille, C. (2008), « Vehicle currency use in international trade », *Journal of International Economics*, vol. 76, n° 2, p. 177-192.
- Goldfinger, C. (2000), « Intangible economy and electronic money », in OECD, *The Future of Money*, p. 87-122.
- Goodhart, C. (1994), « Central banks », *Economic Journal*, novembre.

- Goodhart, C. (2000), *Can Central Banks Survive the IT Revolution ?*, London School of Economics (<http://www.lse.ac.uk/fmg/documents/specialPapers/2000/sp125.pdf>).
- Graeber, D. (2012), *Debt. The First 5,000 Years*, Melville House Publishing.
- Gramsci, A. (1978), *Cahiers de prison*, textes présentés par Robert Paris, Gallimard, « Bibliothèque de philosophie ».
- Grandjean, C. (2005), « Guerre et crise de la monnaie en Grèce ancienne à la fin du v^e siècle av. J.-C », in Théret B. (éd.), *La Monnaie dévoilée par ses crises*, vol. I : *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, chap. 1, p. 85-102.
- Hahn, F. (1982), *Money and Inflation*, Basil Blackwell.
- Hamilton, J. D., Harris, E., Hatzius, J. et West, K. (2015), *The Equilibrium Real Funds Rate : Past, Present and Future*, rapport de l'US Monetary Policy Forum, New York, 27 février.
- Hawtrey, R. G. (1932), *The Art of Central Banking*, Longmans Green.
- Hirschman, R. (2006), *Bonheur privé, action publique*, Hachette, « Pluriel ».
- Issing, O. (1992), « Theoretical and empirical foundations of the Deutsche Bundesbank's monetary targeting », *Intereconomics*, novembre-décembre.
- Ito, H. et Chinn, M. (2015), « The rise of the redback : Evaluating the prospects for renminbi use in invoicing », in B. Eichengreen et M. Kawai, *Renminbi Internationalization*, Brookings Institution Press, p. 111-158.
- Jean, S., Lemoine, F. et CEPII (2015), *L'Économie mondiale 2016*, La Découverte, « Repères », chap. 6, p. 87-102.
- Jessop Price, M. (1968), « Early greek bronze coinage », in C. M. Kraay et K. Jenkins (éds.), *Essays in Greek Coinage Presented to Stanley Robinson*, Clarendon Press.
- Kalecki, M. (1962), « A model of hyperinflation », *Manchester School of Economics and Social Studies*, vol. 30.
- Kareken, J. et Wallace, N. (1981), « On the indeterminacy of equilibrium exchange rates », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 96, n° 2, p. 207-222.
- Kébadjian, G. (1999), *Théories de l'économie politique internationale*, Seuil, « Points Économie ».
- Kenwood, A. G., et Lougheed, A. L. (1971), *The Growth of the International Economy 1820-1960*, State University of New York Press-HarperCollins Publishers.
- Keohane, R. (1984), *After Hegemony. Cooperation and Discord in the World Political Economy*, Princeton University Press.
- Keynes, J. M. (1920), *The Economic Consequences of the Peace*, Harcourt Brace.
- Keynes, J. M. (1930), *A Treatise on Money*, vol. 1 : *The Pure Theory of Money*, Macmillan.
- Keynes, J. M. (1941), « Proposals for an International Clearing Union », repris dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXV : *Activities*

- 1940-1944. *Shaping the Post-War World : The Clearing Union* (1980), Macmillan for the Royal Economic Society.
- Keynes, J. M. (1942-1943), « The Keynes Plan », in J. K. Horsefield (éd.) (1969), *The International Monetary Fund 1945-1965. Twenty Years of International Monetary Cooperation*, vol. 3 : Documents, FMI.
- Kindleberger, C. P. (1973), *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press.
- Kindleberger, C. P. (1978), *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books.
- Kindleberger, C. P. (1981), *International Money. A Collection of Essays*, Allen and Unwin.
- Krasner, S. (1983), *International Regimes*, Cornell University.
- Kiyotaki, N. et Wright, R. (1991), « A Contribution to the Pure Theory of Money », *Journal of Economic Theory*, vol. 53, n° 2, p. 215-235.
- Landes, D. (1969), *The Unbound Prometheus : Technological Change and Industrial Development in Western Europe from 1750 to the Present*, Press Syndicate of the University of Cambridge.
- Laubach, T. et Williams, J. (2015), « Measuring the natural rate of interest », *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n° 4, p. 1063-1070.
- Le Maux, L. (2001), « Le prêt en dernier ressort. Les chambres de compensation aux États-Unis durant le XIX^e siècle », *Annales, Histoire et Sciences sociales*, 56^e année, n° 6, p. 1223-1251.
- Le Maux, L. (2012), « The banking school and the law of Reflux in general », *History of Political Economy*, vol. 44, n° 4, p. 595-618.
- Le Maux, L. et Scialom, L. (2007), « Antagonismes monétaires et constitution d'une banque centrale aux États-Unis », in B. Théret (éd.), *La Monnaie dévoilée par ses crises*, vol. I : *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, chap. 9, p. 339-368.
- Le Rider, G. (2001), *La Naissance de la monnaie. Pratiques monétaires de l'Orient ancien*, PUF.
- Lévi-Strauss, C. (1949), *Les Structures élémentaires de la parenté*, PUF.
- Liang, N. (2013), *Implementing Macroprudential Policies*, conférence organisée en mai 2013 par la Federal Reserve Bank of Cleveland et l'Office of Financial Research (https://financialresearch.gov/conferences/files/implementing_macroprudential_policies_may31-2013.pdf).
- Lucas, R. (1972), « Expectations and the neutrality of money », *Journal of Economic Theory*, vol. 4, n° 2, p. 103-124.
- McKinnon, R. (1982), « Currency substitution and instability in the world dollar standard », *American Economic Review*, vol. 72, n° 3, p. 320-333.
- Magnen, J.-P. et Fourel, C. (2015), *D'autres monnaies pour une nouvelle prospérité*, rapport de la Mission d'étude sur les monnaies locales complémentaires et les systèmes d'échanges locaux.

- Mairet, G. (1997), *Le Principe de souveraineté. Histoires et fondements du pouvoir moderne*, Gallimard.
- Marie, J. (2014), « Hyperinflation argentine de 1989 : une interprétation postkeynésienne », *Revue de la régulation*, n° 15, 1^{er} semestre.
- Markowitz, H. (1952), « Portfolio selection », *Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, p. 77-91.
- Marques-Pereira, J. (2007), « Crecimiento, conflicto distributivo y soberanía monetaria en Argentina », in R. Boyer et J. C. Neffa (éds.), *Salida de crisis y estrategias alternativas de desarrollo, la experiencia argentina*, Miño y Dávila, p. 177-207.
- Marx, K. (1963), *Le Capital*, Livre I, section 1, chap. 3 : « La monnaie ou la circulation des marchandises », Gallimard, « Bibliothèque de la Pléiade », p. 630-690.
- Mauss, M. (1973), « Essai sur le don. Forme et raison de l'échange dans les sociétés archaïques », *Année sociologique* (1923-1924), réédité in Marcel Mauss, *Sociologie et anthropologie*, PUF.
- Menu, B. (2001), « La monnaie des Égyptiens de l'époque Pharaonique », in A. Testard (éd.), *Aux origines de la monnaie*, Éditions Errance, p. 73-108.
- Minsky, H. P. (1982), « The financial instability hypothesis, capitalist processes and the behavior of the economy », in C. P. Kindleberger et J.-P. Laffargue (éds.), *Financial Crises, Theory, History and Policy*, Cambridge University Press.
- Mitchell, B. R. (1978), *European Historical Statistics (1750-1970)*, Macmillan.
- Moen, J. R. et Tallman, E. W. (2000), « Clearinghouse membership and deposit contraction during the panic of 1907 », *Journal of Economic History*, vol. 60, n° 1, p. 145-163.
- Mundell, R. (1966), « A theory of optimal currency areas », *American Economic Review*, novembre, p. 657-665.
- Mundell, R. (1968), *International Economics*, Macmillan.
- Muth, J. (1961), « Rational expectations and the theory of price movements », *Econometrica*, vol. 29, n° 3, p. 315-334.
- Negri, T. et Hardt, M. (2010), *Commonwealth*, Belknap Press of Harvard University Press.
- Orléan, A. (1984), « Monnaie et spéculation mimétique », *Bulletin du Mauss*, n° 12, décembre, p. 55-68.
- Orléan, A. (2007), « Crise de souveraineté et crise monétaire : l'hyperinflation allemande des années 1920 », in B. Théret (éd.), *La Monnaie dévoilée par ses crises*, vol. II : *Crises monétaires en Russie et en Allemagne au XX^e siècle*, p. 177-220.
- Orléan, A. (2011), *L'Empire de la valeur. Refonder l'économie*, chap. 6 : « L'évaluation financière », Seuil.

- Ould Ahmed, P. (2003), « Les transitions monétaires en URSS et en Russie : une continuité par-delà la rupture ? » *Annales, Histoire, Sciences sociales*, vol. 5, p. 1107-1135.
- Ould Ahmed, P. (2008), « Le troc : une forme monétaire alternative », in F. Lordon (éd.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Presses de Sciences-Po, juin, p. 143-171.
- Ould Ahmed, P. (2010), « Can a community currency be independent to the state money ? », *Environment and Planning A*, vol. 42, n° 6, p. 1346-1464.
- Palley, T. I. (2014), « Global imbalances : Benign by-product of global development or toxic consequence of corporate globalization ? », *European Journal of Economics and Economic Policies*, vol. 11, n° 3, p. 250-268.
- Patinkin, D. (1965), *Money, Interest and Prices*, Harper et Row.
- Pesin, F. et Strassel, C. (2006), *Le Modèle allemand en question*, Economica.
- Pfister, T. et Valla, N. (2015), « Les politiques monétaires non conventionnelles », in Jean, S., Lemoine, F. et CEPII, *L'Économie mondiale 2016*, La Découverte, « Repères », chap. 3, p. 40-56.
- Picard, O. (1978), « Les origines du monnayage en Grèce », *L'Histoire*, n° 6, novembre, p. 13-20.
- Picard, O. (2008), *Guerre et Économies dans l'Alliance Athénienne, 490-322 av. J.-C.*, SEDES.
- Polak, J. (1979), « Thoughts on an IMF based fully on SDR », *Pamphlet Series*, n° 28, International Monetary Fund.
- Ponsot, J.-F. (2007), « Dollarisation et banque centrale en Équateur », in E. Lafaye de Michaux, E. Mulot et P. Ould Ahmed (dir.), *Institutions et développement. La fabrique institutionnelle et politique des trajectoires de développement*, Presses universitaires de Rennes, p. 233-258.
- Ponsot, J.-F. (2015a), « Currency boards », in L.-P. Rochon et S. Rossi (éds.), *The Encyclopedia of Central Banking*, Edward Elgar Publishing Limited, p. 130-132.
- Ponsot, J.-F. (2015b), « Original sin », in L.-P. Rochon et S. Rossi (éds.), *The Encyclopedia of Central Banking*, Edward Elgar Publishing Limited, p. 392-394.
- Ponsot, J.-F. (2016), « The “four I’s” of the international monetary system and the international role of the euro », *Research in International Business and Finance*, vol. 37, mai, p. 299-308.
- Rawls, J. (2001), *Justice as Fairness : A Restatement*, Belknap Press.
- Reiss, D. G. (2014), « Invoice currency in Brazil », *MPRA Paper*, n° 59412, University Library of Munich.
- Robinson, J. (1960), « The Theory of Distribution », in Robinson, J., *Collected Economic Papers*, Vol. II, Basil Blackwell.
- Rodrik, D. (2006), « The Social Cost of Foreign Exchange Reserves », *International Economic Journal*, 20.3, p. 253-266.

- Rodrik, D. (2011), *The Globalization Paradox*, Norton & Co.
- Rodrik, D. et Subramanian, A. (2009), « Why did financial globalization disappoint ? », *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1, p. 112-138.
- Roover (de), R. (1953), *L'Évolution de la lettre de change, XIV-XVIII^e siècles*, Armand Colin.
- Rosanvallon, P. (2011), *La Société des Égauts*, Seuil.
- Rothbard, M. (2007), *The Mystery of Banking*, Mises Institute, reprint.
- Sayers, R. S. (1976), *The Bank of England 1891-1914*, Cambridge University Press.
- Sayers, R. S. (1987), *Central Banking after Bagehot*, Oxford University Press.
- Schloesing, O. et Jaoul, M. (1954), « L'Union européenne des paiements », *Revue économique*, vol. 5, n° 2, p. 263-277.
- Schumpeter, J. (1939), *Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, MacGraw-Hill.
- Selgin, G. (1988), *The Theory of Free Banking*, Rowman and Littlefield.
- Sen, A. (2010), *L'Idée de justice*, Flammarion.
- Servet, J.-M. (1984), *Nomismata. État et origines de la monnaie*, Presses universitaires de Lyon.
- Sharpe, W. (1964), « Capital Asset prices : A theory of market equilibrium under conditions of risk », *Journal of Finance*, vol. 19, n° 3, p. 425-442.
- Silver, M. (1995), *Economic Structures of Antiquity*, Greenwood Press.
- Simmel, G. (1978), *The Philosophy of Money*, Routledge and Kegan.
- Solomon, R. (1979), *Le Système monétaire international*, Economica.
- The Economist (2015), « Special report on the world economy », *The Economist*, 3 octobre.
- Théret, B. (éd.) (2007), *La Monnaie dévoilée par ses crises*, vol. I : *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, vol. II : *Crises monétaires en Russie et en Allemagne au XX^e siècle*, Éditions de l'EHESS.
- Thierry, F. (2001), « Sur les spécificités fondamentales de la monnaie chinoise », in A. Testard (éd), *Aux origines de la monnaie*, Éditions Errance, p. 108-144.
- Thomas, J.-G. (1977), *Inflation et nouvel ordre monétaire*, PUF.
- Thornton, H. (1939), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain, 1802*, introduction de F. A. Hayek, Allen & Unwin.
- Tite-Live, *Histoire de Rome*, Livre XXVII, 7, 3-4.
- Trautman, T. R. (1987), *Lewis Henri Morgan and the Invention of Kinship*, University of California Press.
- Triffin, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press.

- US Department of Commerce (1975), *Historical Statistics of the United States : Colonial Time to 1970*, 2 volumes.
- Van Cleveland, H. (1976), « The international monetary system in the interwar period », in B. M. Rowland (éd.), *Balance of Power or Hegemony. The Interwar Monetary System*, Lehrman Institute, New York University Press.
- Veenhof, K. R. (1997), « Modern features in Old Assyrian trade », *Journal of the Economic and Social History of the Orient*, vol. 40, n° 4, p. 336-366.
- Veyne, P. (1976), *Le Pain et le Cirque. Sociologie historique d'un pluralisme politique*, Seuil, « Histoire ».
- Vidal, J.-F. (1989), *Les Fluctuations internationales*, Economica.
- Vilar, P. (1974), *Or et monnaie dans l'histoire*, Flammarion.
- Walfaren, T. (1994), *Bretton Woods. Mélanges pour un cinquantenaire*, Association d'Économie Financière, décembre.
- Walras, L. (1952), *Éléments d'économie politique pure ou Théorie de la richesse sociale*, Librairie générale de droit et de jurisprudence.
- Warnier, J.-P. (2009), « Biens aliénables, biens inaliénables et dette de vie. Autour de Annette Weiner », *Sociétés politiques comparées*, n° 11, janvier.
- Weiner, A. (1992), *Inalienable Possessions. The Paradox of Keeping-while-Giving*, University of California Press.
- Wicker, E. (2005), *The Great Debate of Banking Reform : Nelson Aldrich and the Origins of the Fed*, Ohio State University Press.
- Wicksell, K. (1907), « The influence of the rate of interest on prices », *The Economic Journal*, n° 17, mai, p. 213-220.
- Williamson, J. (1977), *The Failure of World Monetary Reform, 1971-1974*, Nelson and Sons.
- Williamson, J. et Miller, M. (1987), *Targets and Indicators. A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy*, Institute for International Economics, « Policy Analysis in International Economics », n° 22.
- Willms, J. (2005), *La Maladie allemande. Une brève histoire du présent*, Gallimard.
- Woodford, M. (2000), « Monetary Policy in a world without cash », *International Finance*, vol. 3, n° 2, p. 229-260.
- Wright, R. (2008), *One Nation Under Debt : Hamilton, Jefferson, and the History of What We Owe*, MacGraw-Hill.

TABLE

Remerciements	7
INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	9
<i>Remettre la monnaie au cœur de l'économie.....</i>	12
<i>Les trajectoires historiques de la monnaie conditionnent les régulations économiques.....</i>	14
<i>Les crises monétaires dans l'histoire, leurs liens avec les crises financières et les moyens politiques de les conjurer.....</i>	16
<i>Expliciter l'énigme non résolue de la monnaie internationale.....</i>	17

PREMIÈRE PARTIE

La monnaie comme rapport d'appartenance sociale

CHAPITRE 1 – La monnaie est le fondement de la valeur.....	29
<i>L'hypothèse naturaliste de la valeur et sa critique.....</i>	29
Le problème de la coordination des échanges marchands sans monnaie (31) – L'efficacité financière et la coordination par le futur (34) – Une cathédrale dogmatique : l'économie pure (37) – La neutralité de la monnaie (40)	
<i>La monnaie dans l'ordre économique : l'institution de l'appartenance sociale.....</i>	43
Définir la monnaie : le langage du nombre institue la forme valeur (44) – Les comptes et les paiements (46)	

<i>Genèse logique de la monnaie : le modèle mimétique</i>	48
<i>Dettes, monnayage et système de paiements</i>	53
L'unité de compte commune (55) – Le monnayage (55) – Le principe de règlement des soldes : finalité des paiements (58) – Où l'on reparle de l'illusion du troc (63)	
<i>Liquidité et confiance dans la monnaie</i>	66
L'ambivalence de la monnaie : talon d'Achille de l'ordre monétaire (67) – Les fondements et les formes de la confiance (68)	
CHAPITRE 2 – Logiques de dettes et formes de souveraineté	73
<i>Dettes verticales : dette de vie, dette de filiation, dette sociale</i>	74
<i>Dettes verticales dans le capitalisme et dans la théorie économique</i>	76
<i>La dette de vie dans les débats anthropologiques</i>	81
<i>Le primat de la confiance éthique et la légitimité de la monnaie</i>	83
<i>Principe de souveraineté et légitimité de la monnaie</i>	85

DEUXIÈME PARTIE
Les trajectoires historiques
de la monnaie

<i>Se garder des modèles formels de l'histoire</i>	96
CHAPITRE 3 – Des anciens empires à l'étalon-or	99
<i>L'Antiquité</i>	99
La fondation de la souveraineté centralisée : monnaie et État dans les empires agraires (99) – L'invention de la frappe monétaire en Lydie (103) – Grandeur et déclin du système hellénistique (107) – Conflits politiques et endettement dans la République romaine (113)	
<i>Les inventions monétaires du Moyen Âge</i>	119
La difficile refondation de la souveraineté (120) – Création et essor du système dualiste (xiii ^e -xv ^e siècle) (123) – Révolution dans la technologie des paiements (131) – La crise structurelle du système dualiste et les transformations du capitalisme (136)	
<i>De la réforme anglaise à l'étalon-or international</i>	141

Principes de souveraineté dans la société de citoyens (142) – Transformations de la finance : du principe bancaire à l'avènement de la banque centrale (151) – L'étalon-or international (161)

CHAPITRE 4 – Bouleversements du xx ^e siècle et émergences monétaires du xxi ^e siècle.....	165
<i>Dettes sociale et monnaie nationale</i>	167
Monnaies nationales, politiques économiques et systèmes de paiements hiérarchisés (168)	
<i>Défi du développement durable et nouvelles formes monétaires</i>	183
Un principe de justice sociale est au fondement d'un nouveau principe de souveraineté (184) – Mise en valeur des territoires et potentiel des monnaies locales et complémentaires (191) – Au-delà des monnaies locales, le financement monétaire de la transition énergétique (198)	

TROISIÈME PARTIE Crises et régulation de la monnaie

<i>Crises monétaires, crises de confiance</i>	206
<i>Topologie des crises monétaires : centralisation et fractionnement</i>	209
CHAPITRE 5 – Les crises monétaires dans l'histoire.....	213
<i>Crises dans les systèmes métalliques de l'Antiquité</i>	213
La grande crise inflationniste de l'Empire romain tardif (215)	
<i>Crises monétaires et financières dans les systèmes dualistes</i>	217
L'alternance de la largesse et de l'étroitesse monétaire (218) – Crise structurelle du système dualiste (221)	
<i>Succès et échecs monétaires dans l'avènement des États-nations</i>	223
Crises et réforme monétaire en Angleterre (225) – Nouvel échec de la réforme monétaire en France : le système de Law (228)	
<i>Crises financières et banque centrale à l'âge classique du capitalisme : l'avènement du prêteur en dernier ressort</i> ...	233
Bagehot et la doctrine du prêteur en dernier ressort (235) – L'exception américaine et la difficile création du système de Réserve fédérale en 1913 (239)	

<i>Les crises hyperinflationnistes du xx^e siècle.....</i>	244
La logique hyperinflationniste (245) – L’hyperinflation allemande de 1922-1923 (248) – L’hyperinflation chinoise de 1947-1948 (254) – Les inflations latino-américaines des années 1970-1990 (256)	
<i>La libéralisation de la finance et le retour en force des crises financières dans les trois dernières décennies du xx^e siècle</i>	262
Crises dans les pays développés (263) – Crises dans les pays émergents (267)	
CHAPITRE 6 – La régulation de la monnaie dans le capitalisme.....	271
<i>La rationalité de la banque centrale.....</i>	272
La régulation monétaire à l’âge classique (275) – La régulation monétaire nationale de la monnaie fiduciaire (280) – Doctrines de politique monétaire (283) – La politique macroprudentielle (296) – La politique monétaire en très basse inflation (304)	
<i>Conclusion : l’indépendance de la banque centrale au cœur de la politique économique</i>	312

QUATRIÈME PARTIE

L’énigme de la monnaie internationale

CHAPITRE 7 – La monnaie internationale à l’épreuve de l’histoire.....	317
<i>L’incomplétude de la monnaie internationale.....</i>	319
Qu’est-ce qu’un système monétaire international (SMI) efficace ? (319)	
<i>L’intégration financière internationale sous l’étalon-or et sa destruction.....</i>	325
L’allocation internationale de l’épargne et les phases alternées de l’investissement à long terme (326) – Intégration financière internationale et stabilité des taux longs (330) – Stabilisation à long terme des balances de paiements (332) – La Grande Déflation de l’âge classique et l’agonie de l’étalon-or (334)	
<i>Le système de Bretton Woods : coordination par l’hégémonie institutionnalisée du dollar.....</i>	342
Le difficile compromis conduisant à la création du FMI (343) – Les accords de Bretton Woods font du dollar le pivot du nouvel ordre monétaire (347) – La période de préconvertibilité (1947-1958) (349) – L’expansion monétaire mondiale et le dilemme Triffin (350)	

- L'impuissance à réformer le système de Bretton Woods et son effondrement définitif (355) - L'échec de la tentative de réforme (1972-1974) et les accords de la Jamaïque en 1976 (358)

<i>Après les accords de la Jamaïque : le système décentralisé du semi-étalon dollar.....</i>	362
Le système monétaire international comme semi-étalon dollar (367)	
- Les paradoxes de la crise financière et la persistance du problème fondamental du SMI (373)	

CHAPITRE 8 – Quelle transition pour un nouveau système monétaire international ?.....	379
--	------------

<i>Le SMI : de l'hégémonie d'une devise-clé à la coopération institutionnalisée.....</i>	381
L'indétermination des changes dans un système de devises concurrentes (381) - Organisations possibles du SMI : le théorème d'impossibilité de Mundell (383) - Les régimes monétaires internationaux : la stabilité hégémonique (387) - Coopération et régimes internationaux (391)	

<i>Espoirs et désillusions de l'euro.....</i>	395
En quoi l'euro est-il une monnaie incomplète ? (395) - Pourquoi l'euro est-il une monnaie incomplète ? (398) - Dépasser la paralysie de la gouvernance interétatique du Conseil européen (401) - L'incomplétude de l'euro (404)	

<i>La longue marche de la monnaie chinoise dans le SMI.....</i>	405
La contribution du taux de change à l'ouverture extérieure de la Chine (1995-2012) (407) - Le débat sur les déséquilibres globaux et ses conséquences sur la politique de change de la Chine après la crise (409) - La gestion du yuan et l'accumulation des réserves de change (2001-2012) (412) - Les premiers pas de l'internationalisation du yuan (415) - Libéralisation financière et internationalisation du yuan (417)	

<i>Quelle transformation du système monétaire international ?.....</i>	419
Compromis d'une coopération institutionnalisée pour un régime monétaire international (423) - Pour un SMI à ajustements plus symétriques (426) - Promotion du DTS comme liquidité internationale ultime (428) - La gouvernance du FMI (431)	

<i>Conclusion.....</i>	433
------------------------	-----

Bibliographie générale.....	437
------------------------------------	------------

Index.....	449
-------------------	------------