



**HAL**  
open science

# Crises et contestations du pouvoir d'émission monétaire des banques : le cas islandais

Leo Malherbe

► **To cite this version:**

Leo Malherbe. Crises et contestations du pouvoir d'émission monétaire des banques : le cas islandais. Economies et finances. Université de Bordeaux, 2021. Français. NNT : 2021BORD0010 . tel-03155661

**HAL Id: tel-03155661**

**<https://theses.hal.science/tel-03155661v1>**

Submitted on 2 Mar 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

THÈSE PRÉSENTÉE POUR OBTENIR LE GRADE DE

**DOCTEUR DE  
L'UNIVERSITÉ DE BORDEAUX**

ÉCOLE DOCTORALE ENTREPRISE, ÉCONOMIE ET SOCIÉTÉ – E.D 42  
**SPÉCIALITÉ : SCIENCES ÉCONOMIQUES**

Par **Léo MALHERBE**

**Crises et contestations du pouvoir d'émission  
monétaire des banques : le cas islandais**

Sous la direction d'**Edwin LE HÉRON** et de **Marc-Alexandre SÉNÉGAS**

Soutenue le 11 janvier 2021

Membres du jury :

**M. BLANCHETON, Bertrand**

Professeur des universités, Université de Bordeaux, **président**

**M. ORLÉAN, André**

Directeur de recherche émérite, École des Hautes Études en Sciences Sociales, **rapporteur**

**M. LAVOIE, Marc**

Professeur des universités, Université d'Ottawa, **rapporteur**

**Mme. ERLINGSDÓTTIR, Irma**

Maîtresse de conférences, Université d'Islande, **examineur**

**M. LE HÉRON, Edwin,**

Professeur des universités, Institut d'Études Politiques de Bordeaux, **co-directeur de thèse**

**M. SÉNÉGAS, Marc-Alexandre**

Professeur des universités, Université de Bordeaux, **co-directeur de thèse**



## **Titre : Crises et contestations du pouvoir d'émission monétaire des banques : le cas islandais**

**Résumé :** Dans les systèmes monétaires des économies capitalistes développées, les banques créent la monnaie au travers de leurs opérations de financement. Dans le sillage de la crise de 1929 tout comme dans celui de la crise de 2008, ce pouvoir monétaire s'est vu remis en cause. Cette thèse étudie la contestation du pouvoir d'émission monétaire des banques dans le contexte islandais à la suite de la crise de 2008. Un rapport commandé par le Premier Ministre suggérait de réformer le système monétaire de manière à faire de la création monétaire une prérogative exclusive de la Banque Centrale. Le premier chapitre a pour objectif de saisir la dynamique historique qui a fait émerger ce mode d'émission monétaire et l'a généralisé, afin de pouvoir ensuite comprendre la nature des contestations dont il fait l'objet. Dans un second chapitre nous nous attacherons à périodiser les évolutions du mode de développement islandais depuis l'indépendance, afin de percevoir comment ce type de contestation monétaire s'y est développé et quels ont été ses débouchés concrets. Le troisième chapitre présente deux modèles Stock-Flux Cohérent. Le premier vise à dégager sur le plan théorique les conditions de viabilité macroéconomique d'une configuration institutionnelle où les banques de second rang ne créent plus de monnaie. Le second est un modèle appliqué à l'Islande reproduisant fidèlement les faits stylisés de la période 2004 – 2016. Ce second modèle est aussi mobilisé pour réaliser des prévisions macroéconomiques pour la période 2020 – 2021.

**Mots clés :** Monnaie, Crédit, Banques, Banque Centrale

---

## **Title: Crises and contestations of the money issuance power of banks: the Icelandic case**

**Abstract:** In developed capitalist economies, banks create money through their financing operations. In the wake of the 1929 crisis as well as in the wake of the 2008 crisis, this monetary power has been questioned. This thesis examines the contestation of the monetary issuing power of banks in the Icelandic context following the 2008 crisis. A report commissioned by Prime Minister proposed to reform the monetary system to make money creation an exclusive competence of the Central Bank. The aim of the first chapter is to capture the historical dynamics that generalised this form of money issuance, in order to understand the nature of the contestations it faces. In a second chapter, we will attempt to periodise the evolution of the Icelandic mode of development since independence, in order to perceive how this type of monetary contestation has developed and what its concrete outcomes have been. The third chapter presents two Stock-Flow Consistent models. The first aims at identifying theoretically the conditions for macroeconomic sustainability of an institutional configuration where banks no longer create money. The second is a model applied to Iceland that provides a faithful reproduction of the stylized facts of the period 2004 – 2016. This second model is also used to carry out macroeconomic forecast for the period 2020 – 2021.

**Keywords:** Money, Credit, Banks, Central Bank

---



L'université n'entend ni approuver, ni désapprouver  
les opinions particulières émises dans cette thèse.  
Ces opinions sont considérées comme propres à l'auteur



*À Marie-Claude et Titou*





# Remerciements

En premier lieu je souhaiterais remercier mes deux directeurs de thèse Edwin Le Héron et Marc-Alexandre Sénégas pour leur confiance. Je tiens à remercier Bertrand Blancheton d'avoir accepté de présider le jury, André Orléan et Marc Lavoie d'avoir accepté d'être les rapporteurs de cette thèse, et Irma Erlingsdóttir d'avoir accepté de siéger en tant que membre du jury.

Cette thèse n'aurait pas été possible sans les infrastructures et le personnel de l'Université de Bordeaux, à qui j'adresse mes sincères remerciements. Je dois aussi beaucoup au GREThA pour le soutien apporté à cette recherche doctorale, notamment au travers du financement de nombreux colloques internationaux qui m'ont permis d'élargir mes perspectives de recherches et de rencontrer un grand nombre de collègues. Mes remerciements s'adressent à tous les membres du laboratoire, mais je tiens à souligner le travail exceptionnel des personnels administratifs et à remercier son directeur, Tanguy Bernard. Je remercie aussi l'école doctorale EES 42.

Cette thèse doit énormément à Thibault Laurentjoye qui a été, en plus d'un ami, un soutien majeur tout au long de mon parcours universitaire. Ma reconnaissance est immense. C'est lui qui m'a encouragé à tenter ma chance du côté de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales pour y réaliser mes années de master, ce qui a été un tournant important dans mes études supérieures et plus généralement dans ma vie. J'y ai trouvé, je crois, une vocation pour la recherche et j'en profite pour remercier ici l'EHESS. Je souhaite à cette institution sans pareille dans le paysage universitaire français de pouvoir perdurer et de continuer à cultiver sa spécificité. Je remercie Jacques Sapir d'avoir accepté d'y diriger mes recherches entre 2014 et 2016, ainsi que Frédéric Lordon, Sébastien Lechevalier, Pierre-Cyril Hautcoeur, Alain Musset et André Orléan pour leurs séminaires passionnants. J'ai, en écrivant ces lignes, une pensée pour Jean-Baptiste Bersac, ancien camarade de l'EHESS qui nous a quittés trop tôt.

J'ai eu la chance au cours de la rédaction de cette thèse d'être accompagné par un comité de suivi de grande qualité, qui a pris le temps de relire et de commenter ce manuscrit à ses différents stades d'élaboration. Mais bien au-delà de cet aspect de leur travail, ils ont été une source intarissable d'encouragements et de soutien. Je remercie donc très chaleureusement Matthieu Montalban, Léo Charles, Sophie Brana et Mario Seccareccia. En plus du comité de

suivi, j'ai bénéficié de la rencontre de nombreux chercheurs au sein de la communauté scientifique qui, par les débats et réflexions qu'ils ont suscité, ont participé indirectement à la rédaction de cette thèse : Virginie Monvoisin, Jean-François Ponsot, Louis-Philippe Rochon, Marc Lavoie, Alain Parguez, Victoria Chick, Jean-Marie Harribey, Ben Dyson, Andrew Jackson, Joseph Huber, Jézabel Couppey-Soubeyran, Edouard Cottin-Euziol, Caroline Granier, Nicolas Bédu, Yannick Lung, Adriano Do Vale, Adrien Faudot, Lionel Cordier, Samuel Demeulemeester, Rob Smith, Antti Ronkainen, Mikael Randrup Byrialsen, Björn Runar Gudmundsson, Gylfi Zoega et bien d'autres.

Cette thèse a aussi été l'occasion d'enseigner et je remercie tous les professeurs de l'Université de Bordeaux qui m'ont permis d'intégrer leur équipe pédagogique entre 2016 et 2020 : Frédéric Poulon, Eric Berr, Samuel Maveyraud, Nathalie Geneste, Jean-Christophe Péreau, Noemi Navarro, Emmanuelle Augeraud, Jean Belin et Eugen Ursu. Je remercie l'Institut d'Etudes Politiques de Bordeaux de m'avoir recruté en qualité d'ATER pour cette année universitaire 2020 – 2021, et plus spécifiquement Hakim Aïssaoui qui coordonne les enseignements d'économie et qui m'a permis de prendre rapidement le pli au sein de cette nouvelle équipe pédagogique. Je remercie chaleureusement Cyril Brochard qui a été mon professeur de SES au lycée et qui m'a judicieusement orienté vers la faculté d'économie et de gestion.

La préparation de cette thèse au sein du GREThA a aussi été une aventure humaine. D'abord je dois remercier les collègues doctorants avec qui j'ai partagé le bureau F346b au cours de ces années. Léo d'abord, qui finissait sa thèse alors que je commençais la mienne, Mahdi et Nicolas ensuite, pour les rigolades bien sur mais aussi pour les discussions passionnantes que nous avons pu entretenir au cours de ces années. Au-delà du bureau, c'est tout un groupe de chercheurs travaillant sur des sujets extrêmement variés qui constituait - et constitue encore - l'écosystème intellectuel du GREThA. Cette diversité a été très stimulante. Je remercie les doctorants du GREThA (ou jeunes docteurs désormais) pour les bons moments passés à leurs côtés, notamment Coralie, Jérémy, Samuel et Yaodia. J'ai taché de représenter les doctorants au sein du Conseil de Faculté et j'espère avoir mérité la confiance qu'ils m'ont donnée. J'y ai beaucoup appris sur les questions administratives et sur la vie démocratique de l'université. Je remercie d'ailleurs le Doyen, Bertrand Blancheton, qui a toujours fait preuve d'une grande écoute concernant nos problématiques. Je remercie André Meunié pour son travail

de longue haleine sur l'organisation de la licence économie-gestion (et pour les parties de futsal hebdomadaires, ma cheville s'en souvient).

Enfin, je voudrais remercier ma famille et mes proches, à commencer par mes parents. Ma mère, pour m'avoir montré l'importance de la pédagogie et de la transmission des savoirs tout au long de sa brillante carrière dans l'Education Nationale. Mon père, pour l'ouverture d'esprit qu'il m'a inculquée et pour la passion de l'écriture qu'il nous a transmise. Mes quatre frères ensuite. Jérémy, qui m'a appris qu'il fallait toujours tenter sa chance et qui, en tant qu'aîné, a toujours su nous montrer la voie. Robin, qui m'a conseillé dans tous mes choix d'orientation, a financé une partie des mes études et qui a su m'aider à organiser mon travail dans la phase la plus difficile de la thèse. Charles, dont la détermination à réaliser ses projets a été une source d'inspiration inégalable et un modèle à bien des égards. Gabin, mon seul petit frangin, qui me donne la force d'essayer d'être à mon tour un grand frère digne de ce nom.

Je dois enfin remercier ceux qui, depuis près de 20 ans pour certains, me font l'honneur de leur amitié indéfectible. Mes camarades d'école primaire qui n'ont cessé d'être à mes côtés, comme Baptiste, Benji et D'joe. Ceux rencontrés plus tard que j'ai pourtant l'impression d'avoir toujours connus, Abdellah, Bobo, Éliisa, Jéjé, Julia, Kévin, Lucas, Manon, Mariane, Pierro et les autres. Pour finir, je remercie Lina d'être entrée dans ma vie.



# Sommaire

<b>SOMMAIRE.....</b>	<b>13</b>
<b>INTRODUCTION GENERALE.....</b>	<b>15</b>
<b>CHAPITRE 1 : LE POUVOIR D'EMISSION MONETAIRE, DE CAPTURES EN CONTESTATIONS.....</b>	<b>29</b>
<b>CHAPITRE 2 : L'EVOLUTION DU MODE DE DEVELOPPEMENT ISLANDAIS ..</b>	<b>135</b>
<b>CHAPITRE 3 : ESSAIS DE MODELISATION SFC.....</b>	<b>247</b>
<b>CONCLUSION GENERALE.....</b>	<b>327</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>343</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX.....</b>	<b>376</b>
<b>LISTE DES FIGURES.....</b>	<b>379</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>383</b>



# Introduction générale

La crise financière de 2008 est parfois présentée comme le résultat d'une dynamique de financiarisation portée par le « tournant néolibéral » entrepris à partir de la fin des Trente Glorieuses (Crotty, 2009 ; Bresser-Pereira, 2010)<sup>1</sup>. Le terme de financiarisation renvoie au processus historique au cours duquel le rôle des marchés financiers et le pouvoir des acteurs financiers sur le fonctionnement de l'économie, à l'échelle nationale comme internationale, sont devenus prépondérants (Epstein, 2001, 2005).

Cette crise d'ampleur mondiale a pris racine dans celle, plus localisée, qui a frappé le marché immobilier américain à partir de l'été 2007. Les *subprimes*, crédits immobiliers hypothécaires à taux variables, ont été offerts massivement aux ménages américains sans évaluation sérieuse de leur solvabilité (Jorion, 2009 ; Lagoa *et al.*, 2014). Une fois devenus liquides grâce au procédé de titrisation<sup>2</sup>, ces créances ont pu s'échanger sur les marchés financiers. Les banques américaines sont ainsi passées d'un modèle dit « *originate and hold* » à un modèle dit « *originate and distribute* » (Ahn, Breton, 2009). Dans ce contexte, l'accès facile et peu onéreux au crédit pour les ménages a alimenté une hausse des prix de l'immobilier et les banques, compte tenu des fortes rémunérations à court terme générées par la titrisation, ont été de moins en moins incitées à étudier scrupuleusement les risques associés aux crédits qu'elles offraient (Lang, Jagtiani, 2010 ; Nelson, Katzenstein, 2011). Avec le retournement du marché immobilier américain à partir de la fin de l'année 2006 (dévalorisation des collatéraux), couplé à la hausse des taux d'intérêt (hausse des flux de remboursements), les défauts sur les crédits *subprimes* ont commencé à se multiplier. Cette crise du marché immobilier américain va rapidement prendre une ampleur mondiale du fait de la globalisation financière et de la défiance qui va assécher les marchés monétaires (Pollin, 2009, p. 483 ; Plihon, 2013b, p. 26).

Le rôle des institutions de crédit dans la crise de 2008 est donc central. Comme le souligne Bresser-Pereira (2010, p. 2), une crise financière est *par définition* une crise résultant

---

<sup>1</sup> S'il est difficile de dater précisément ce tournant, nous pouvons situer son émergence dans les années 1970, avec la fin du système de Bretton Woods et son affirmation dans les années 1980, avec l'arrivée au pouvoir de Margaret Thatcher au Royaume-Uni et de Ronald Reagan aux États-Unis. Ce tournant se décline sous différentes formes et se développe à différents rythmes selon les pays. Voir Jobert (1994), Denord (2007) et Dardot, Laval (2020).

<sup>2</sup> La titrisation renvoie au procédé consistant à transformer des actifs peu liquides comme les crédits en titres liquides échangeables sur les marchés financiers. Ces titres sont en général des obligations et leur valeur est adossée aux actifs peu liquides titrisés (Ramonet, 2009 ; Fimbel, Karyotis, 2011). Les plus connus sont les ABS (*Asset Backed Securities*) et les CDO (*Collateralised Debt Obligation*).



d'une hausse « artificielle » du prix des actifs, elle-même causée par une mauvaise allocation du crédit et une croissance de l'effet de levier. En ce sens, la crise financière globale de 2008, tout en étant une crise du capitalisme financiarisé ne fait pas exception vis-à-vis des crises qui l'ont précédée : elle suit, à l'inverse, « un déroulement somme toute assez classique » (Martinache, 2011, p. 9). En effet, le rôle du crédit dans la formation de bulles financières a déjà été solidement établi historiquement (Aliber, Kindleberger, [1978] 2015; Chavagneux, 2011 ; Jorda *et al.*, 2013) et théoriquement (Fisher, 1932, 1933 ; Minsky, 1986).

Parallèlement, la crise financière de 2008, tout en restructurant le champ de la pensée économique (Blanchard, 2015), a profondément modifié le cadre et les outils de l'intervention des gouvernements et des banques centrales dans l'économie (Arestis, Sawyer, 2017). S'il s'agit d'une crise mondiale, celle-ci n'a cependant pas entraîné de réponse globale concertée. On observe à l'inverse la mise en place d'une grande diversité de politiques économiques. Ces pratiques hétérogènes sont à bien des égards novatrices, tout particulièrement sur le plan de la politique monétaire, avec l'émergence des politiques dites non-conventionnelles (Boaventura Duarte, 2019). Au-delà de l'évolution des outils de la politique monétaire des banques centrales, c'est une remise en cause plus générale des arrangements monétaires existants qui a vu le jour au lendemain de la crise, ce qu'Ould Ahmed et Ponsot (2015) appellent des « contestations monétaires ». Du retour en force des monnaies locales (Blanc, Lakócai, 2019) à la création du Bitcoin (Nakamoto, 2008) en passant par la remise en cause de l'indépendance de la Banque Centrale Européenne (Le Héron, 2008a, 2013) ou de la concentration de l'oligopole bancaire (Morin, 2015), la crise a fait ressortir le caractère politique, au sens profond du terme, des arrangements monétaires.

En réalité, une conception politique de la monnaie n'a rien de nouveau. Si l'on remonte jusqu'aux philosophes grecs, qui sont probablement les premiers à nous fournir des éléments de définition et de réflexion sur la question monétaire, il est même possible de considérer qu'il s'agit de la *première* façon de concevoir la monnaie. Première du fait de son ancienneté donc, mais aussi du fait de sa longévité dans la mesure où la conception politique de la monnaie a perduré sans interruption notable pendant plus de deux millénaires. Platon, dans la *République*, évoque la monnaie par le terme de *nomisma*, que l'on pourrait traduire par « objet légal » (O. Picard, 2001, p. 98). La monnaie est un signe, au sens où elle *signale* la valeur des biens et des services. La valeur du signe lui-même ne repose pas sur une valeur intrinsèque mais sur une

convention sociale, sur la loi de la cité. Elle est le symbole de la *philia*, c'est-à-dire de la « concorde » entre les membres de la cité (Helmer, 2015, p. 363). La monnaie fait ainsi partie intégrante de la *politeia* en tant que création humaine liée au droit. Les penseurs scolastiques (XIIIe – XIVe) conservent en grande partie cette conception de la monnaie comme *nomisma*. Le Prince tire de son pouvoir de contrôle sur le signe monétaire un revenu, au travers du procédé du seigneurage<sup>3</sup>. Si les scolastiques considèrent que le Prince peut se financer par le seigneurage, ils insistent sur le fait qu'il ne doit pas abuser de ce pouvoir<sup>4</sup>. La monnaie est envisagée comme un bien commun dont le Prince est le régulateur. Les mercantilistes (XVIe – XVIIIe) s'inscrivent dans la continuité des grecs et des scolastiques en ce qu'ils situent aussi la monnaie dans le domaine politique. Une différence est à noter cependant, dans la mesure où les mercantilistes ne font plus du Prince le régulateur bienveillant du bien commun qu'est la monnaie. Celle-ci devient explicitement un outil au service de la puissance du Prince, dessinant ainsi les contours de ce qui deviendra la politique économique. La dichotomie entre le réel et le monétaire opérée ensuite par les classiques puis les néoclassiques, apparaît ainsi comme une opération théorique visant à séparer le fait monétaire de son contenu politique, juridique et social. Neutraliser ainsi la monnaie opère une rupture majeure avec la tradition de pensée qui, depuis Platon jusqu'aux mercantilistes, faisait de la monnaie une convention sociale (Le Héron, 2012).

Le questionnement général qui sous-tend cette recherche doctorale porte sur le rôle des grandes crises du capitalisme dans l'émergence de contestations monétaires et par conséquent dans l'évolution des arrangements monétaires. L'intérêt pour la présente recherche d'une conception politique du fait monétaire est que celui-ci est entendu comme une construction humaine, un rapport social aux déclinaisons variées mais surtout variantes. Déclinaisons variées d'abord, car à un moment donné le fait monétaire ne se donne pas à voir sous la même forme en différents points du globe. Déclinaisons variantes ensuite, car en un point donné du globe, le fait monétaire évolue au fil du temps. Penser la monnaie dans une telle conception appelle à se saisir d'un espace afin de comprendre la nature des variations qui, dans le temps et selon une

---

<sup>3</sup> À une époque où la forme monétaire la plus répandue, du moins dans le contexte européen, est la pièce métallique, leur valeur faciale est définie à un niveau inférieur à la valeur du métal qu'elles contiennent.

<sup>4</sup> Le Héron (2012) cite Saint Thomas d'Aquin : « La monnaie est la mesure et la règle de l'échange. Aussi bien que le Prince ait le droit de retirer un certain bénéfice de la fabrication, il doit procéder avec la plus grande modération, quand il s'agit de changer le poids ou le titre de la monnaie : c'est un tort qu'il fait à son peuple puisque la monnaie est la mesure des choses ». Il cite également Oresme qui écrit à ce propos : « Le Prince est le régulateur et non le propriétaire de la monnaie ».

logique propre à cet espace, transforment cette déclinaison du fait monétaire. Nous verrons donc que le rapport monétaire se décline en différents régimes et que « [l]e choix d'un régime monétaire appartient en dernière instance au domaine politique » (Boyer, 2015, p. 304). Les crises sont des moments intenses de contestation sociale qui conduisent à la déformation des compromis politiques en vigueur (Kriesi, 2015 ; Conti *et al.*, 2018). Il nous faut cependant resserrer la problématique tant l'éventail des contestations monétaires est large. Ainsi, parmi celles-ci, nous nous intéresserons spécifiquement aux remises en cause portant sur le mode d'émission monétaire. Se questionner sur l'évolution du mode d'émission monétaire c'est se questionner sur les rapports de force antagoniques qui structurent une société donnée, dans la mesure où chaque groupe qui la constitue cherche à « transformer les règles de l'émission à son profit<sup>5</sup> » (Aglietta, Orléan, 2018)<sup>6</sup>.

Dans les systèmes monétaires modernes, la monnaie est créée par les banques commerciales dans le cadre de leurs opérations de crédit (Mc Leay *et al.*, 2014). Cet état de fait avait été mis en lumière notamment par les économistes post-keynésiens au travers de la théorie de la monnaie endogène (Lavoie, 1984 ; Chick, 1986 ; Moore, 1988) qui peut elle-même, dans une perspective d'histoire de la pensée, être rattachée à la « *banking school* » (Mehrling, 1996). Ce mode d'émission monétaire, liant directement monnaie et crédit, fait l'objet de deux critiques principales. D'abord, la monnaie est créée et injectée par les banques de manière procyclique, ce qui vient alimenter la formation de bulles financières. Ensuite, dans le contexte de financiarisation où la grande majorité des banques ont été privatisées, ce pouvoir d'émission monétaire délégué par la puissance publique à des entreprises privées qu'elle ne contrôle plus, est parfois considéré comme un privilège discutable<sup>7</sup>. La défiance envers les banques, particulièrement forte au lendemain de la crise de 2008 (Stevenson, Wolfers, 2011 ; Fungáčová

---

<sup>5</sup> Précisons qu'il ne s'agit pas nécessairement des intérêts objectifs des groupes sociaux mais plutôt de leurs intérêts subjectifs, c'est-à-dire tels qu'ils sont perçus par les acteurs et tels qu'ils sont forgés par leurs interactions sociales.

<sup>6</sup> Les travaux de Benjamin Coriat et de Robert Boyer sur l'évolution du régime monétaire états-unien à la fin du XIXe siècle et au début du XXe siècle constituent un bon exemple de ce type d'approche. Les auteurs étudient l'opposition de deux grandes « coalitions d'intérêt », à savoir la richesse manufacturière du Nord et du Nord-Est d'une part, qui a intérêt à la stabilité monétaire et qui est globalement créditeur, et d'autre part les exploitations cotonnières du Sud et de l'Ouest, qui ont intérêt à l'abondance monétaire et qui sont globalement débiteurs (Coriat, Boyer, 1984).

<sup>7</sup> Il existe une certaine méconnaissance dans le public des mécanismes de création monétaire. Les entretiens menés auprès de militants associatifs promouvant une réforme du mode d'émission monétaire montrent que ceux-ci ont eu une sorte d'électrochoc en « découvrant » que les banques disposent du pouvoir de créer de la monnaie et que cela a motivé leur engagement. Cette méconnaissance s'étend jusque chez les représentants politiques. Un sondage mené auprès de 50 parlementaires britanniques a montré que seuls 15% d'entre eux savaient que la monnaie était créée par les banques, tandis que 70% pensait que l'État créait seul toute la monnaie en circulation. <https://www.theguardian.com/global/shortcuts/2017/oct/29/how-the-actual-magic-money-tree-works>

*et al.*, 2019), a créé un terreau favorable à l'émergence de contestations monétaires visant à retirer aux banques leur pouvoir d'émission monétaire afin d'en faire une prérogative exclusive de la banque centrale (Jackson, Dyson, 2013). Ces propositions, connues aujourd'hui sous le nom de « *Sovereign Money System* » (SMS) et parfois qualifiées de « radicales » (Couppey-Soubeyran, 2016, p. 71), peuvent en ce sens être analysées comme une volonté de réaffirmation d'un pouvoir monétaire public.

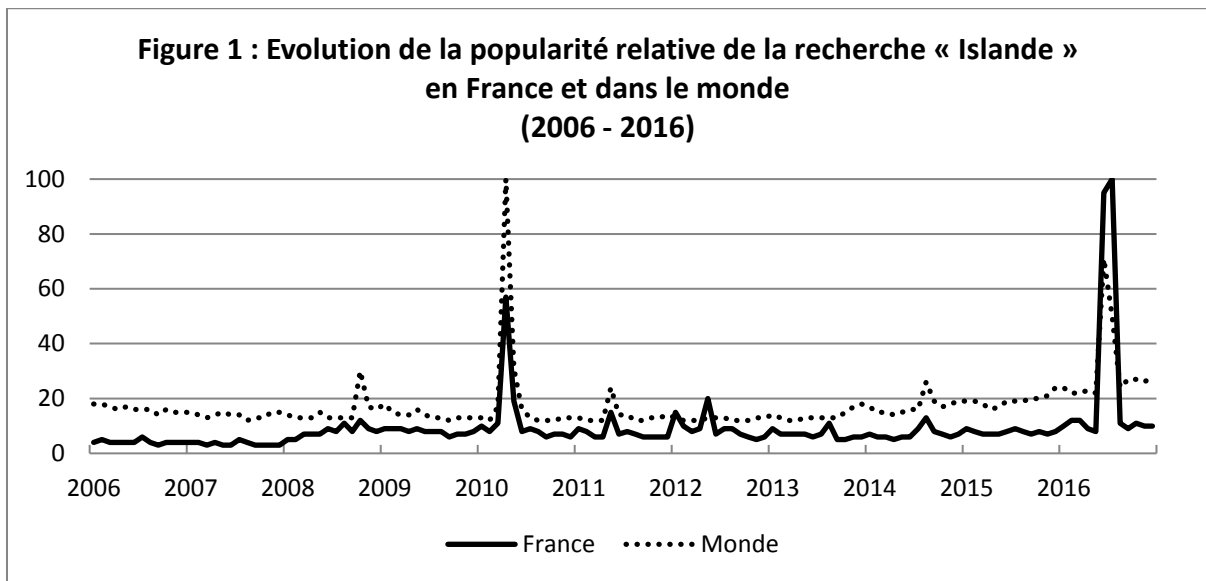
La question de la monnaie souveraine sera ici étudiée en prenant appui sur l'expérience islandaise. Ce choix s'explique en premier lieu par la publication, à l'initiative d'un parlementaire islandais appuyé par son Premier Ministre, d'un rapport proposant de réformer le système monétaire islandais pour mettre en place un SMS (F. Sigurjónsson, 2015). Nous avons là un exemple concret et récent dans lequel une contestation visant à ôter aux banques commerciales leur pouvoir de création monétaire émerge à la suite d'une grande crise du capitalisme. Il nous semble important à ce stade, c'est-à-dire avant d'exposer la structure de la thèse, de s'attarder sur le choix du terrain islandais.

A la suite de la crise financière de 2008, l'Islande a suscité un vif intérêt chez les journalistes et est devenue l'objet de nombreux fantasmes<sup>8</sup>. Cependant, l'intérêt pour l'Islande apparaît comme extrêmement sporadique, c'est-à-dire concentré sur des périodes courtes où elle fait l'objet d'une couverture intense. Si Daniel Chartier (2010) dénotait une forte médiatisation de l'Islande au moment de la crise financière, recensant entre octobre et novembre 2008 plus de 3.000 articles dans la presse internationale et francophone, la figure 1 ci-dessous, qui reproduit l'évolution de la popularité de la recherche « Islande » sur Google<sup>9</sup>, nous amène à constater que la crise de la fin de l'année 2008 n'a pas produit d'augmentation conséquente de l'intérêt porté par les internautes à l'Islande.

---

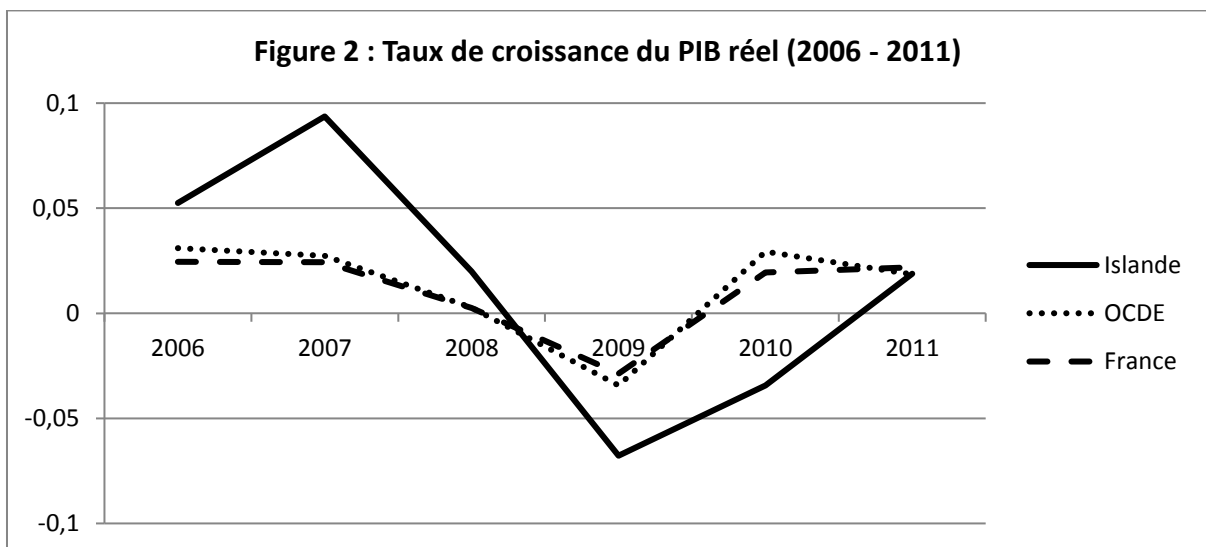
<sup>8</sup> À titre d'exemple, mentionnons un article au titre évocateur : « Islande, chez les sans-culottes en laine polaire », *L'Expansion*, 772, pp. 56-59 (1/03/2012).

<sup>9</sup> Pour la recherche à l'échelle mondiale nous avons recherché la popularité relative du terme « Iceland » et non « Islande ».



*Source : Auteur. Données : Google Trends*

On constate en revanche l'existence de deux pics. Le premier correspond à l'éruption du volcan *Eyjafjallajökull* qui avait perturbé le trafic aérien en avril 2010, tandis que le second correspond à l'épopée de l'équipe nationale islandaise dans le cadre du championnat d'Europe de football en juin et juillet 2016. En dehors de ces brefs épisodes où l'Islande est mise en scène de manière spectaculaire, elle n'attire que peu l'attention des observateurs étrangers, notamment français. Pourtant la crise économique a été particulièrement violente en Islande en comparaison à la France et, plus généralement, au reste des pays de l'OCDE, comme nous pouvons le voir sur la figure 2.



*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale*

Les réponses apportées par les islandais à la crise de 2008 sont apparues aux yeux de bien des observateurs comme des solutions miracles, exceptionnelles. Une vision mythifiée de la crise et du chemin islandais vers une prospérité retrouvée s'est alors développée (Matthiasson, Davidsdottir, 2013).

Etudier l'Islande appelle l'observateur extérieur à rompre avec sa « sociologie spontanée », c'est-à-dire avec un certain nombre de représentations préconstruites qui donnent corps au sens commun<sup>10</sup>. Lionel Cordier (2019) nous invite dans cette optique à réaliser un effort réflexif et à dépasser ce qu'il nomme le « mythe boréaliste », qu'il décrit comme une caricature romantique de l'Islande. Sa démarche s'inspire des travaux d'Edward Saïd (1978) sur l'orientalisme<sup>11</sup>. Le boréalisme repose sur une logique similaire, mais fonctionne sur un mode inversé : « le boréalisme tend, non pas à faire du Nord un lieu repoussoir, un espace d'irrationalité, mais au contraire une contrée exemplaire qu'il conviendrait d'imiter » (Cordier, 2019, p. 53).

En gardant à l'esprit ce principe de prudence épistémologique, il nous faut cependant reconnaître que l'Islande est un contexte spécifique, à de nombreux égards complexe et, finalement, peu connu. Nous tâcherons de nous détacher, autant que faire se peut, des présupposés spontanés qui étaient évidemment aussi les nôtres au démarrage de ce travail de recherche. En effet, l'effort réflexif nous oblige à dire que c'est bien ce mythe boréaliste qui, dans un premier temps, a attiré notre attention sur l'Islande. Ce mythe est un ensemble de « prénotions », au sens durkheimien du terme, c'est-à-dire qu'il opère à la manière d'un « voile qui s'interpose entre les choses et nous et qui nous les masque d'autant mieux qu'on le croit plus transparent » (Durkheim, [1937] 2007, p. 16). Déconstruire ce mythe s'est avéré d'autant plus difficile que le nombre d'articles récents dans le champ académique francophone était faible<sup>12</sup>, d'où la volonté d'approfondir ces l'étude de l'Islande et de son économie dans le cadre

---

<sup>10</sup> La perspective bourdieusienne, en plus de nous mettre en garde contre notre sociologie spontanée (celle de l'observateur extérieur), invite l'observateur à pousser cet effort de déconstruction plus loin et à prendre garde à ne pas « substituer purement et simplement à ses propres prénotions les prénotions de ceux qu'il étudie, ou un mixte faussement savant et faussement objectif de la sociologie spontanée du « savant » et de la sociologie spontanée de son objet » (Bourdieu, Chamboredon et Passeron, 1968, p. 64).

<sup>11</sup> C'est-à-dire sur la représentation de l'Orient par l'Occident qui, loin d'offrir une description de l'Orient, sert davantage à projeter sur l'Orient la vision fantasmée que les occidentaux s'en font, avec la finalité d'en faire un espace auquel on ne ressemble pas et duquel on cherche à se différencier.

<sup>12</sup> On dénombre par exemple dans la base de données Scopus 30 articles scientifiques en français publiés entre 2000 et 2016 comprenant le terme « Islande » (dans le titre et/ou le résumé et/ou les mots-clés). Si l'on s'intéresse uniquement au champ des sciences sociales, le nombre d'articles tombe à 11 (tout comme sur la base de données ScienceDirect).

d'une recherche doctorale. Il nous a en effet semblé qu'il y avait là un vide qu'il s'agissait de participer à combler. Aucune thèse en économie portant sur l'Islande n'est recensée<sup>13</sup>. Dans le champ voisin des sciences politiques, la dernière thèse sur l'Islande date de 1968 et depuis la crise, seules deux thèses ont été entreprises sur la thématique islandaise<sup>14</sup>. Cette thèse s'intéresse à la remise en cause du mode d'émission monétaire dans le contexte particulier de l'Islande.

Un **premier chapitre** aborde, selon une perspective historique, les captures du pouvoir monétaire et les contestations que celles-ci suscitent. Il s'agit de situer le mouvement qui, dans le cadre du passage du mode de production féodal au mode de production capitaliste, va faire des monnaies de crédit l'instrument central des systèmes monétaires modernes. Les systèmes monétaires féodaux (Xe – XVe) possèdent des caractéristiques communes : ils ont pour instrument monétaire central les pièces métalliques émises par la dépense publique. Le pouvoir monétaire y est capturé par la puissance publique. Une période intermédiaire entre le mode de production féodal et le mode de production capitaliste (XVIe – XIXe) permet d'entrevoir les mutations qui s'opèrent sur le plan de l'organisation monétaire sous l'effet de l'intensification du commerce et de l'utilisation croissante des instruments de crédit et de change. Avec l'essor industriel et la bancarisation entamés dans la seconde moitié du XIXe, la monnaie entre en banque et les systèmes monétaires des économies capitalistes développent de nouvelles caractéristiques communes : les éléments de passif court du secteur bancaire (billets puis dépôts à vue) deviennent les instruments monétaires centraux au XXe siècle et sont émis par monétisation des créances. Le pouvoir monétaire devient ainsi, avec l'affirmation du mode de production capitaliste, à dominante privée.

Si la création monétaire bancaire permet la croissance économique et l'accumulation du capital, ce procédé est pro-cyclique et est un facteur de déstabilisation endogène (Minsky, 1986). Cette contradiction devient particulièrement saillante au lendemain des grandes crises financières, moments propices aux contestations monétaires (Ould Ahmed, Ponsot, 2015),

---

<sup>13</sup> 24 thèses comportant le mot « Islande » dans leur titre et 14 thèses comportant le mot « islandais(e) » sont recensées en France. Parmi celles-ci, il n'est fait mention d'aucune thèse en économie. Source : [www.theses.fr](http://www.theses.fr)

<sup>14</sup> Celle de Charlotte Fouillet intitulée « Délibération, représentation, participation dans des dispositifs participatifs contemporains : budget participatif parisien, parti pirate islandais », en préparation sous la direction d'Yves Sintomer à Paris 8, et celle de Lionel Cordier, intitulée « Crise démocratique et mutations contemporaines de la représentation politique : l'exemple islandais (2008-2017) », qui a été préparée sous la direction de Nathalie Dompnier et Irma Erlingsdóttir à Lyon 2. Avant celles-ci, il n'y a eu à notre connaissance aucune thèse en sciences politiques portant sur l'Islande depuis celle rédigée par Michel Sallé en 1968.

c'est-à-dire à des remises en cause du fonctionnement du système monétaire sous-jacent à la dynamique d'accumulation. Ainsi, le projet de réforme monétaire islandais (F. Sigurjónsson, 2015) peut être analysé comme une contestation monétaire visant à limiter les effets déstabilisateurs attribués à la création monétaire par les banques (privées), en renforçant le pouvoir monétaire de la banque centrale (publique).

Au-delà de la dynamique de long terme ayant fait des éléments de passif court du secteur bancaire le cœur des systèmes monétaires modernes, la lutte pour la capture du pouvoir d'émission monétaire n'a pas disparu avec l'affirmation du mode de production capitaliste. Elle s'est déportée sur un périmètre plus restreint et le conflit se déploie désormais à l'intérieur du champ des institutions bancaires, entendu au sens large, c'est-à-dire dans une perspective consolidée incluant la banque centrale. Plusieurs types de réformes peuvent partager l'objectif de renforcement du pouvoir monétaire public, sans pour autant reposer sur les mêmes moyens. Un renforcement du pouvoir monétaire public peut s'appuyer sur la nationalisation d'une partie des banques commerciales par exemple. Le projet islandais de SMS vise à renforcer le pouvoir monétaire public en conférant le monopole de la création monétaire à une autorité publique. En ce sens, il s'inscrit sur le plan de l'histoire de la pensée économique dans une filiation vis-à-vis de projets de nature similaire développés aux États-Unis à la suite de la crise de 1929. Nous exposons en quoi les contestations monétaires actuelles de type SMS peuvent être analysées comme des résurgences, sous une forme rénovée toutefois, du « *Chicago Plan* » (Knight *et al.*, 1933 ; Simons *et al.*, 1933) et du « *100% Money* » (Fisher, 1935, 1936a, 1936b).

Nous nous penchons ensuite sur les problématiques macroéconomiques qu'une réforme de type SMS pourrait faire courir si elle était mise en pratique. Un premier problème soulevé dans la littérature est le risque d'une contrainte monétaire trop stricte qui viendrait rationner le crédit productif et pourrait avoir un effet dépressif sur l'activité (Kregel, 2012 ; Fontana, Sawyer, 2016). Nous évoquons alors des modalités de mise en œuvre de la politique monétaire qui permettraient à un tel système d'être soutenable sur le plan macroéconomique. Nous montrons les limites d'une gestion monétaire purement quantitative pour satisfaire l'objectif initial des tenants de la réforme, à savoir mettre fin aux effets pro-cycliques et déstabilisateurs du crédit bancaire. En effet, si la banque centrale ne se préoccupe que des quantités globales de crédit et non de leur allocation, elle n'est pas en mesure d'empêcher, dans une situation de rationnement de la quantité totale du financement, que les banques réalisent des arbitrages à la



faveur du crédit spéculatif (effets de levier financier) et à la défaveur de l'investissement productif. Dans une telle situation, la banque centrale peut être à l'origine d'un effet dépressif sur l'activité sans pour autant mettre fin aux effets pro-cycliques et déstabilisateurs du crédit bancaire. En revanche, et même si ce n'est pas le souhait de certains promoteurs de la réforme monétaire<sup>15</sup>, nous suggérons qu'une architecture de type SMS se prête bien à des politiques d'encadrement du crédit où l'offre de financement est rationnée en fonction de l'allocation qui en est faite par les banques, c'est-à-dire en fonction du type d'actif qu'il s'agit de financer. Sur la base de l'intégration de cette dimension qualitative dans la mise en œuvre de la politique monétaire, intégration dont nous cherchons à clarifier les modalités, il apparaît qu'une réforme de type SMS pourrait être soutenable à la fois sur les plans macroéconomique et financier.

Le **second chapitre** s'attache, dans une perspective inspirée de l'école de la régulation, à périodiser les évolutions du mode de développement islandais afin de percevoir comment une contestation monétaire visant à instituer un SMS s'y est développé. Défini brièvement, un mode de développement est la combinaison (relativement stable dans le temps et dans l'espace) d'un régime d'accumulation et d'un mode de régulation, c'est-à-dire d'un régime de croissance à long terme et de mécanismes de résorption des déséquilibres cycliques venant soutenir ce régime (Boyer, 2015). Une première période correspond à la mise en place d'un régime de croissance extensif fondé sur l'exportation de ressources halieutiques (Agnarson, Árnason, 2003, 2005) soutenu par un mode de régulation administré (Ólafsson, 2011a), c'est-à-dire où l'État joue un rôle prépondérant. Le mode de régulation administré s'appuie, d'une part, sur l'extension du territoire maritime islandais à partir de la première Guerre de la morue (1958-1961) et, d'autre part, sur des dévaluations régulières de la couronne islandaise (M. Gudmundsson, Y.Ö. Kristinsson, 1997). Dans cette première configuration, l'État disposait d'un fort pouvoir monétaire dans la mesure où une bonne partie du secteur bancaire était public et où il contrôlait les taux d'intérêt ainsi que les mouvements de capitaux. En 1982, les extensions du territoire maritime sont rendues illégales sur le plan du droit international par la Convention de Montego Bay, les ajustements de change qui permettaient de résorber les crises conjoncturelles se sont avérés de moins en moins efficaces au cours de la décennie 1980 et ont été à l'origine d'une crise inflationniste (Andersen, M. Gudmundsson, 1998).

---

<sup>15</sup> Par exemple, Huber (2017, p. 155) écrit que les banques « *ought to be independently acting market enterprises. [...] Banks and central banks ought not to interfere in each other's business* ».

Une politique visant à contenir l'inflation, fondée sur une modération salariale et un ancrage du taux de change, va alors amorcer le tournant libéral islandais des années 1990. Celui-ci redéfinit en profondeur le mode de développement islandais. Sur le plan du mode de régulation d'abord, on observe un vaste mouvement de désengagement de l'État et une plus grande place donnée aux mécanismes de marché : système de quotas individuels transférables dans les pêcheries, développement des retraites par fonds de pension, libéralisation des taux d'intérêt, des mouvements de capitaux et du commerce extérieur. On parlera donc d'un passage d'une régulation administrée à une régulation concurrentielle. Sur le plan du modèle de croissance, nous avons qualifié le régime fondé sur l'exportation des produits de la pêche d'extensif, au sens où il reposait sur l'extension d'un secteur moteur qui, après avoir surpassé les secteurs anciens, étendait sa logique de fonctionnement, sans changement majeur des techniques de production et de la structure productive du pays. À partir de la décennie 1990, le régime de croissance va devenir « intensif », au sens de Boyer (2015, p. 64), c'est-à-dire que la croissance ne repose plus uniquement sur l'exportation de ressources halieutiques, mais sur l'exportation de produits nouveaux, dont la production est à mettre en lien avec des évolutions techniques et la rationalisation des méthodes de production. Ce second mode de développement n'est cependant que transitoire et ouvre la voie à un troisième.

Celui-ci conservera le mode de régulation concurrentiel mais dessinera au début des années 2000 un nouveau régime de croissance. En 2001, la banque centrale devient indépendante, donne durablement la priorité à l'objectif de stabilité des prix et laisse flotter le taux de change, tandis que le secteur bancaire se voit totalement privatisé à partir de 2003. C'est alors un régime de croissance tiré par la finance qui va se mettre en place, accompagné d'une forte croissance du crédit et des activités spéculatives. Dans ce contexte, le pouvoir monétaire public se réduit au bénéfice du secteur privé. Ce troisième mode de développement va déboucher en 2008 sur une crise financière d'une ampleur sans précédent en Islande. Celle-ci sera à l'origine de bouleversements non seulement économiques mais aussi de nature politique. La politique de sortie de crise islandaise va s'appuyer sur une intervention plus forte de l'État dans la sphère économique, notamment au travers d'un contrôle strict des capitaux et d'une relance budgétaire. C'est dans ce contexte, marqué par un profond rejet du monde des banques et de la finance, que la remise en cause du mode d'émission monétaire va se structurer et ira jusqu'à faire son entrée sur la scène parlementaire avec l'objectif de renforcer durablement le

pouvoir monétaire public. Nous étudions alors les dynamiques socio-politiques à l'œuvre et les causes de l'échec de ce projet de réforme en 2016.

Le **troisième chapitre** mobilise les techniques de la modélisation Stock-Flux Cohérente (SFC) telles que développées par Godley et Lavoie (2007) et s'organise en deux volets distincts. Le premier volet de modélisation est théorique et s'intéresse aux modalités de mise en œuvre de la politique monétaire dans un SMS, c'est-à-dire dans une configuration institutionnelle où les banques de second rang ne créent plus de monnaie et où seule la banque centrale dispose de ce pouvoir. Plus précisément, nous allons nous pencher sur le rôle du crédit dans la formation de bulles financières.

Nous présentons le modèle de base (THEO), qui correspond à une économie peu financiarisée dans laquelle la richesse des ménages est tout entière conservée sous la forme de dépôts bancaires. Pour illustrer l'effet du crédit spéculatif dans un contexte de financiarisation, le modèle THEO 1 va ouvrir la possibilité aux ménages de diversifier leur actif d'une part, en y incluant des actions, et d'autre part, leur permettre d'acheter ces actions à crédit afin de bénéficier d'un effet de levier financier. Dans le cas islandais, on observe en effet que les ménages obtenaient des crédits sans autre collatéral que les actions achetées par ces mêmes crédits<sup>16</sup>. Nous réalisons deux chocs de même nature mais d'ampleur différente pour illustrer le recours au crédit spéculatif par les ménages dans un contexte de financiarisation (THEO 1.a et THEO 1.b). Nous modifions ensuite THEO 1 pour créer THEO 2, un modèle qui représente une économie similaire sur le plan de la dynamique de croissance mais dans lequel un SMS est mis en place. Nous répliquons dans THEO 2 les deux chocs étudiés dans THEO 1 et étudions ainsi les scénarios THEO 2.a et THEO 2.b. Nous montrons que la dynamique macroéconomique entre un système « normal » et un système « réformé » est identique si la banque centrale est accommodante.

Nous explorons ensuite différents types de rationnement. Dans les modèles THEO 3 et THEO 4 nous étudions les effets de rationnements purement « quantitatifs » et dans le modèle THEO 5 nous étudions la possibilité d'un rationnement « qualitatif ». Nous montrons alors la supériorité du second type de rationnement sur le premier et rappelons sa forte similarité avec les politiques dites d'encadrement du crédit.

---

<sup>16</sup> Dans certains cas, c'était même les actions de la banque offrant le crédit qui étaient achetées. Voir chapitre 2.

Le second volet porte quant à lui sur une modélisation appliquée à l'Islande en lien avec nos développements du chapitre 2. D'une manière générale nous pouvons distinguer deux grandes applications empiriques de la modélisation SFC qui recourent en fait deux objectifs de recherche différents. Une première approche vise à reproduire des faits stylisés historiques et une seconde vise à réaliser des prévisions macroéconomiques. Autour de cette distinction, nous développons deux séries de modèles appliqués, chacune d'entre elles visant à remplir l'un des objectifs mentionnés.

Le modèle AMELHIS 1 a pour objet de modéliser la période 2004 – 2016 pour en saisir les ressorts macroéconomiques. Une fois la calibration initiale du modèle réalisée, nous introduisons les données observées sur la période concernée pour quatre variables : la croissance de la zone euro, le taux de change entre l'euro et la couronne islandaise, le taux d'intérêt directeur domestique et un indice de confiance des entreprises islandaises. En y introduisant ces quatre variables, le modèle AMELHIS 1 reproduit avec précision la dynamique macroéconomique de l'Islande sur la période 2004 – 2016 (corrélation supérieure à 93% entre les données observées et simulées pour le taux de croissance du PIB et pour le taux d'inflation).

Le modèle AMELHIS 2 cherche quant à lui à étudier l'effet d'une dégradation subite de la croissance de la zone euro sur l'économie islandaise, comme celle que laisse présager la pandémie de la COVID-19. Nous recalibrons le modèle AMELHIS 1 sur la moyenne des données observées entre 2004 et 2016 et y introduisons les prévisions de croissance de la zone euro pour 2020 – 2021 (IMF, 2020). Nous comparons les prévisions 2020 – 2021 pour l'économie islandaise tirées d'AMELHIS 2 aux prévisions des autorités islandaises (Statistics Iceland, 2020). Nous simulons quatre scénarios. Il ressort de ces simulations qu'en l'absence de mesures pour résorber le choc, la récession devrait se poursuivre en 2021 (AMELHIS 2.a), qu'une dévaluation (AMELHIS 2.b) ou un déficit budgétaire (AMELHIS 2.c) sont en mesure de favoriser une reprise plus rapide mais à un rythme qui reste inférieure aux prévisions islandaises. En revanche, la combinaison de l'ajustement de change et du déficit public dans les proportions prévues par les autorités (AMELHIS 2.d), suggère une trajectoire de reprise identique à celle prévue par les autorités islandaises pour la période 2019 – 2021. Le fait que notre modélisation soit capable à la fois de reproduire les données observées et de prévoir des trajectoires macroéconomiques similaires à celles des administrations qualifiées en Islande nous semble un bon indicateur quant à la robustesse de la méthodologie SFC et de l'exercice

particulier entrepris ici. D'une certaine manière nous pourrions dire que cette modélisation appliquée nous ramène aux « fondamentaux » de l'économie islandaise. Les débats actuels sur la contestation du mode d'émission monétaire et la mise en place d'un SMS en Islande ne doivent pas faire perdre de vue la prédominance de la croissance mondiale et des ajustements de change sur la dynamique macroéconomique domestique de cette petite économie ouverte. Ces débats sur les modalités d'émission monétaire ont cependant ceci d'intéressant qu'ils nous amènent à penser et à questionner, avec des projets comme le SMS, différents modes d'interactions possibles entre banques et banque centrale.

# Chapitre 1 : Le pouvoir d'émission monétaire, de captures en contestations

## Table des matières du chapitre 1

<b>Introduction du premier chapitre .....</b>	<b>30</b>
<b>1. Du mode de production féodal au mode de production capitaliste : implications pour l'organisation monétaire.....</b>	<b>34</b>
1.1. Le mode de production féodal entre le Xe et le XVe siècle .....	36
1.2. La transition vers le mode de production capitaliste du XVIe au XIXe siècle ...	47
1.3. Le mode de production capitaliste et la mutation des systèmes monétaires ..	59
<b>2. La remise en cause du mode d'émission monétaire dans les grandes crises du capitalisme .....</b>	<b>80</b>
2.1. La crise de 1929 aux États-Unis et la réforme bancaire des années 1930.....	82
2.2. La résurgence sous une forme rénovée des projets de réforme des années 1930 après la crise de 2008 .....	104
<b>Conclusion du premier chapitre .....</b>	<b>131</b>

## Introduction du premier chapitre

Avant de chercher à analyser pourquoi et comment l'émission de monnaie par le crédit bancaire fait l'objet de critiques, il nous semble important de mener une recherche préliminaire consistant à situer historiquement l'émergence des monnaies de crédit. L'histoire monétaire orthodoxe se présente comme un processus linéaire d'évolution dont la situation initiale est une situation de troc. Dans cette conception, la monnaie est une marchandise comme les autres<sup>17</sup>, les produits s'échangent fondamentalement contre des produits, et l'émergence de la monnaie repose alors sur la « fable du troc » :

« [T]out d'abord les hommes se livrent à des échanges sporadiques et ignorent toute pratique monétaire ; puis ils acceptent de recevoir une marchandise non pas pour l'usage immédiat qu'ils pourraient en avoir mais comme moyen de paiement d'une autre marchandise qu'ils convoitent ; enfin ce moyen de paiement prend des formes de plus en plus standardisées. Cette fable décrit de façon imaginaire les origines uniquement commerciales de la monnaie » (Servet, 1994, p. 103).

La théorie de l'émergence de la monnaie de Carl Menger, en ce qu'elle repose sur un processus spontané de maximisation des utilités, en est un bon exemple. Dans *On the origins of money* (1892), il explique l'apparition de la monnaie par une théorie de la « vendabilité » (*saleableness*) des marchandises ([1892] 2009, p. 21). D'une manière naturelle, la dynamique pousse les agents rationnels à troquer spontanément les marchandises à la vendabilité la plus faible contre les marchandises à la vendabilité la plus forte ([1892] 2009, p. 35). Selon Menger la catégorie de marchandises qui a su se démarquer des autres pour devenir la liquidité ultime des systèmes d'échange est celle des métaux précieux, au premier rang desquels on trouve l'or<sup>18</sup>, jouissant ainsi d'une vendabilité illimitée (*unlimited saleableness*). Une fois la « marchandise monétaire » standardisée sous forme métallique, la monnaie se serait petit à petit dématérialisée tout en conservant sa nature marchande. Le billet de papier puis le dépôt à vue,

---

<sup>17</sup> Turgot pose cette équivalence entre monnaie et marchandise à la fin du XVIIIe siècle (Le Héron, 2012) tandis que Say en donne, au début du XIXe, la formule la plus fameuse selon laquelle la monnaie n'est qu'un « voile ».

<sup>18</sup> Il se fonde sur une lecture 'primitiviste' selon laquelle toutes les civilisations, dès leurs débuts, en sont arrivées à convoiter les métaux précieux ([1892] 2009, p. 45). Il ajoute en second lieu des arguments d'ordre pratique comme le fait que les métaux précieux soient naturellement rares, relativement bien répartis sur le globe et plus facile à extraire et à travailler que les autres métaux ([1892] 2009, p.46).

plus pratiques que l'or et dont la valeur était plus ou moins directement rattachés à celui-ci<sup>19</sup>, lui auraient succédé. L'histoire monétaire orthodoxe est donc celle d'un processus linéaire où l'humanité serait passée du troc à la monnaie marchandise, puis à la monnaie papier et enfin à la monnaie de crédit.

Cette séquence ne correspond cependant pas aux faits historiques. Des trois formes de monnaie mentionnées, il apparaît que la monnaie de crédit est probablement la plus ancienne. Elle serait même la « forme initiale » et aurait donc préexisté à la monnaie marchandise, notamment à Sumer en Mésopotamie dès le IV<sup>e</sup> millénaire avant notre ère (Graeber, 2013, p. 28 ; Herrenschmidt, 2004). On trouve les premières formes de monnaie papier en Chine dès le II<sup>e</sup> siècle avant notre ère avec l'émission de « Billets de Cerf Blanc » par l'Empereur Wuti (Fitzgerald, 1954). Au VII<sup>e</sup> siècle les Tang émettent des billets imprimés et un système de monnaie papier pleinement développé est en place sous le règne des Song à partir du XI<sup>e</sup> siècle (Bernholz, 2003 ; Lamouroux, 2007). En Europe aussi circulent des billets à ordre ou encore des lettres de change à partir de la fin du XII<sup>e</sup> siècle (Boyer-Xambeu, *et al.*, 1986, p. 30). Il apparaît ainsi que les différentes formes monétaires ne se sont pas succédées au cours d'un processus historique linéaire. Monnaie marchandise, monnaie papier et monnaie de crédit ont durablement coexisté.

Pour élaborer sur la base de ce constat de départ, nous nous appuyons sur la distinction, tirée de l'institutionnalisme monétaire français, entre « instruments monétaires » d'une part et « système monétaire » d'autre part (Servet *et al.*, [2008] 2016 ; Blanc, 2000 ; Théret, 2007). Dans cette perspective, « la » monnaie se laisse entrevoir dans la dualité entre unité et diversité, qui correspond ici à une dualité entre *un* système monétaire dans lequel circulent *des* instruments monétaires. Il est alors possible, en croisant les travaux historiques, de situer des périodes où un instrument monétaire domine les autres, dans le sens où il détermine la logique d'ensemble du système monétaire et que c'est autour de lui que gravitent, pour le compléter, les autres instruments. On peut ainsi étudier les dynamiques de long terme dans un cadre géographique donné, dynamiques dans lesquelles l'instrument central est surpassé par un instrument initialement secondaire, voire inexistant.

---

<sup>19</sup> La référence à l'or, sous ses différentes formes et malgré quelques interruptions (à l'occasion des guerres notamment), a été maintenue jusqu'à l'effondrement du système d'étalon change-or en 1971.



Nous allons chercher dans la première section du chapitre 1 à saisir ces grandes séquences historiques, de l'époque féodale à nos jours, dans le cas des systèmes monétaires européens (et plus particulièrement dans le cas du système français). Avant de préciser le cadrage temporel, précisons notre choix de cadrage géographique. Il peut paraître déconcertant d'entamer une thèse qui prétend renseigner le lecteur sur l'Islande en traitant de l'évolution sur longue période des systèmes européens continentaux. Répondre aux interrogations de cette première section dans le cadre géographique islandais nous aurait cependant été impossible, notamment car nous avons dû faire face à la barrière de la langue et car la documentation sur l'histoire monétaire islandaise de l'époque médiévale est loin d'être foisonnante. Il a donc fallu limiter les ambitions de cette première section sur le plan géographique et nous concentrer sur des espaces mieux connus, mieux documentés, afin de saisir les implications sur l'organisation monétaire du passage du mode de production féodal au mode de production capitaliste. Si nous avons ensuite fait le choix, au sein des histoires monétaires européennes, de nous centrer sur l'étude du cas français, il n'y a cependant pas d'histoire monétaire de la France médiévale sans histoire économique mondiale, et *a fortiori* européenne. Notre démarche englobe l'histoire monétaire française dans un espace large, celui de l'Europe, qui n'a d'unité historique que dans l'interconnexion des sous-espaces (villes d'abord, nations ensuite) qui le constituent. Aussi, notre approche s'est voulu une approche de la longue durée, démarche qui peut, modestement bien sûr, faire écho à la démarche de l'école des Annales et en particulier celle de Fernand Braudel (1958).

Précisons maintenant le choix de notre cadrage temporel dans la longue durée. Analyser l'émergence des monnaies de crédit dans le cadre européen nous invitait à remonter *a minima* jusqu'à l'invention de la lettre de change à la fin du XIIe siècle par les marchands Gênois, innovation communément considérée comme l'ancêtre des monnaies de crédit moderne (Plihon, 2013a). Plus précisément, il s'agissait de situer cette innovation dans le contexte de son apparition et donc de remonter encore le fil de l'histoire monétaire pour saisir, au-delà de l'évènement qu'est l'innovation, le *mouvement* qui l'instigue. Ce contexte d'apparition est celui de la révolution commerciale qui prend place dans la féodalité du XIIe siècle, organisation sociale que cette révolution va faire muter tout au long du Moyen-Âge central et du bas Moyen-Âge (Le Goff, 1969, p. 9). Ainsi, nous avons fait le choix de prendre pour point de départ la période qui, de la fin du Xe à la fin du XIIe, peut permettre de dégager les traits caractéristiques des systèmes monétaires féodaux d'avant la révolution commerciale. L'autre extrémité de ce

fil temporel est la période qui, de la seconde moitié du XXe au début du XXIe, va achever la mise en place des systèmes monétaires modernes, dont la hiérarchisation des institutions bancaires (entre une banque centrale et des banques secondaires) est le principe organisationnel général. Cette histoire de l'émergence des monnaies de crédit en Europe, est celle d'une lutte pour la capture du pouvoir d'émission monétaire. D'un pouvoir monétaire à dominante publique, caractéristique du mode de production féodal, nous aboutissons, avec l'affirmation du mode de production capitaliste à un pouvoir monétaire à dominante privée.

La création monétaire bancaire permet de financer l'activité et de mettre en œuvre la production. Tout en permettant l'accumulation du capital, ce procédé est un facteur de déstabilisation endogène car ce mode d'émission monétaire est pro-cyclique et favorise l'occurrence des crises financières. Cette contradiction devient particulièrement saillante au lendemain des grandes crises du capitalisme, qui apparaissent ainsi comme des moments propices aux contestations monétaires. Nous nous intéresserons dans la seconde section à un type spécifique de contestation monétaire, à savoir la remise en cause du pouvoir de création monétaire des banques, à la suite des deux crises majeures du mode de production capitaliste : 1929 et 2008. L'enchaînement de la crise financière de 1929 et de l'élection présidentielle de F.D Roosevelt en 1932 nous donne à voir l'ouverture d'une séquence de remise en cause du régime monétaire au cours de laquelle vont être élaborés des projets comme le « *Chicago Plan* » (Knight *et al.*, 1933 ; Simons *et al.*, 1933) et le « *100% Money* » (Fisher, 1935, 1936a, 1936b). Ces économistes se regroupent, malgré certaines divergences, autour de trois traits communs (Demeulemeester, 2018, pp. 360-361). En premier lieu, ils s'accordent sur le constat selon lequel la création monétaire par le crédit bancaire est pro-cyclique et favorise l'instabilité financière. Ils s'accordent ensuite sur une volonté de sécuriser le système de paiement en séparant la monnaie du crédit. Pour ce faire ils souhaitent appliquer un taux de réserve de 100% sur les dépôts à vue transférables et soutiennent l'idée selon laquelle une autorité publique doit avoir le monopole de la création monétaire. Nous verrons comment l'émergence de ces projets de réforme du système monétaire va influencer les législations bancaires établies entre 1933 et 1935 par l'administration Roosevelt, puis nous évoquerons la résurgence et la rénovation de ces projets de réforme après la crise de 2008. Nous étudierons dans cette optique les continuités et les ruptures entre les projets de réforme post-1929 et post-2008 puis présenterons en détail le projet connu sous le nom de « *Sovereign Money System* » (SMS). Nous tâcherons de montrer à la fois les limites potentielles d'un tel système et les modalités de mise en œuvre de la politique

monétaire qui peuvent le rendre soutenable sur le plan macroéconomique et sur le plan financier.

## **1. Du mode de production féodal au mode de production capitaliste : implications pour l'organisation monétaire**

Un mode de production renvoie à l'ensemble des relations sociales (de production, d'échange...) permettant la reproduction des conditions matérielles d'existence d'une société donnée (Boyer, 1986, p. 43). Dans une perspective de matérialisme historique, c'est l'existence de rapports d'opposition entre les classes sociales qui est le moteur de l'Histoire. Karl Marx (1818 – 1883) et Friedrich Engels (1820 – 1895) développent une analyse poussée du mode de production capitaliste mais ils délaissent quelque peu l'analyse des modes de production l'ayant précédé. Ils proposent une grille de lecture évolutionniste dans laquelle se succèdent, à la suite du « communisme primitif », trois grands modes de production : le mode de production esclavagiste, le mode de production féodal et le mode de production capitaliste<sup>20</sup>. À chacun de ces modes de production, ils associent un rapport dialectique entre deux classes sociales opposées : maître/esclave, seigneur/serf, bourgeois/prolétaire (Marx, 1867 ; Marx, Engels, 1932). L'analyse en termes de modes de production a ceci de compliqué qu'ils ne se donnent jamais à voir sous leur forme « pure ». Plusieurs modes de production peuvent coexister, notamment quand l'un entre en phase de déclin et qu'un autre émerge :

« Quel que soit le moment où on arrête le mouvement historique pour faire l'analyse d'un état existant, on trouvera toujours à côté du mode de production dominant les vestiges de l'ancien et les éléments naissants du nouveau » (Jonas, 1980, p. 132).

Chaque mode de production développe des contradictions internes qui permettent l'émergence d'une nouvelle classe sociale. Celle-ci développe de nouveaux rapports de production et d'échange. Ce faisant, elle pose les bases d'un nouveau mode de production qui viendra surpasser l'ancien, notamment lorsque se produit une alliance entre la classe dominée et la classe émergente contre la classe dominante. C'est cette « dynamique des modes de production » (Duménil, Lévy, 2012, p. 130) qui va nous intéresser. Nous traiterons plus spécifiquement du passage du mode de production féodal au mode de production capitaliste

---

<sup>20</sup> Mentionnons cependant ici leurs travaux sur le « mode de production asiatique ». Voir Godelier (1974) à propos de ce mode de production et de l'approche évolutionniste de Marx.

dans le contexte européen, afin d'en saisir les implications sur le plan monétaire et nous verrons que de nouveaux rapports de production et d'échange ont entraîné l'émergence d'instruments monétaires nouveaux qui ont, au fil de l'évolution lente des pratiques, restructuré en profondeur l'organisation monétaire.

Pour ce faire, nous commencerons par nous pencher sur les rouages du mode de production féodal du Moyen-Âge européen (Xe – XVe siècle) (1.1). L'étude du cas de la France nous permettra de faire ressortir les caractéristiques générales des systèmes monétaires dans le mode de production féodal. Nous caractérisons un système par l'instrument monétaire qui en est au centre. Cet *instrument central* n'est pas unique, mais c'est autour de lui que les autres instruments gravitent pour le compléter. À cet instrument central, est associé un *mode général d'émission* qui renvoie à la façon dont cet instrument monétaire est mis en circulation. Enfin, le *régime général de politique monétaire* renvoie à l'outil principal d'ajustement monétaire, dans une perspective de court terme macroéconomique. Les systèmes monétaires européens dans le mode de production féodal ont pour instrument central les pièces métalliques émises par la puissance publique, cette dernière pouvant recourir aux manipulations monétaires, en modifiant soit le cours soit le titre des monnaies. La lutte pour la capture du pouvoir d'émission opère au sein des puissances aristocratiques, opposant les puissances seigneuriales et la puissance royale, mais le pouvoir monétaire est public. Si des instruments de crédit et de change émergent, d'abord avec les foires commerciales au XIIe et au XIIIe siècle, puis sur les places financières émergentes au XIVe et au XVe siècle, la circulation des effets de commerce et des lettres de change demeure extrêmement limitée : ce sont des moyens d'échange internes à la classe des marchands-transporteurs. Créés par eux, pour eux, les instruments de crédit commerciaux ne circulent qu'entre eux. De plus, même au sein de cette classe initiée à ces pratiques, la transférabilité demeure complexe et rare en l'absence des pratiques telles que l'endossement et l'escompte. C'est en ce sens qu'ils demeurent des instruments d'échange marginaux et complémentaires à l'instrument central qu'est la pièce métallique.

Caractériser ainsi la logique générale de fonctionnement des systèmes monétaires féodaux a pour objectif de nous permettre de saisir les transformations profondes qui vont s'opérer dans le sillon de l'émergence du mode de production capitaliste (1.2). Il n'y a pas de « saut » entre le mode de production féodal et le mode de production capitaliste, une date qui marquerait l'achèvement de l'un et la naissance de l'autre. Il y a en revanche un processus, une

temporalité. Cette société de transition, que l'on peut situer entre le début du XVIe et la moitié du XIXe siècle, permet d'entrevoir les mutations qui s'opèrent sur le plan de l'organisation monétaire. L'intensification du commerce à partir du XVIe siècle va de pair avec une utilisation croissante des instruments de crédit commercial et de change qui avaient émergé dès le XIIe siècle dans les foires commerciales. La transférabilité des créances s'affirme progressivement avec le développement de l'endossement et de l'escompte. Toutefois, si les créances commerciales circulent davantage, cette circulation demeure circonscrite aux réseaux de grands marchands. Le pouvoir monétaire reste donc public au cours de cette période de transition mais on assiste à des formes de débordements de celui-ci par un pouvoir monétaire privé.

Enfin, nous verrons que les systèmes monétaires dans le mode de production capitaliste ont des caractéristiques tout à fait différentes des systèmes monétaires féodaux (1.3). Avec l'essor industriel du XIXe siècle, on assiste à deux révolutions bancaires successives. La monnaie *entre en banque* mais n'est pas immédiatement une monnaie *de banque*. Ce ne sera le cas qu'avec le concours de la puissance publique. En affirmant le rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale au cours du XXe siècle ainsi qu'en mettant fin à la convertibilité, la puissance publique protégera les banques du risque d'illiquidité et permettra de généraliser l'usage des billets puis des dépôts à vue (c'est-à-dire les éléments de passif court du secteur bancaire). Ceux-ci deviennent alors les instruments centraux des systèmes monétaires modernes et sont émis par monétisation des créances. Sur le plan de la lutte pour la capture du pouvoir d'émission monétaire, la centralité des passifs bancaires (billets et dépôts à vue) dans les systèmes monétaires modernes déporte le conflit. Celui-ci se déploie désormais à l'intérieur du champ des institutions bancaires. La hiérarchisation des institutions bancaires est le principe organisationnel commun des systèmes monétaires modernes dans le mode de production capitaliste et cette dualité entre puissances publique et privée au sein des institutions bancaires a permis de développer une confiance durable dans la monnaie.

### **1.1. Le mode de production féodal entre le Xe et le XVe siècle**

Si le mode de production féodal a fonctionné en France essentiellement dans une logique de décentralisation entre le Xe et le XIIIe siècle (1.1.1), ce mouvement va s'inverser à partir du XIIIe siècle avec la réaffirmation progressive du pouvoir royal central (1.1.2). Outre ces variations d'échelle, l'étude des systèmes monétaires féodaux nous permettra d'en faire ressortir les caractéristiques générales (1.1.3).

### ***1.1.1. Le mode de production féodal entre le Xe et le XIIe siècle : la décentralisation***

Sur le plan de l'organisation politique, la monarchie féodale renvoie à un système où une autorité centrale royale s'associe avec des seigneurs locaux, des vassaux, leur concédant des terres et des privilèges. En échange, les seigneurs locaux rendent des services militaires ; ils protègent les territoires dont ils ont la charge pour le compte du roi et lui porte assistance au besoin. Dans le cas spécifique de la France, la fin du Xe siècle correspond à la fin du règne des carolingiens et au début de celui des capétiens. Le roi ne règne en pratique que sur un maigre territoire, le domaine royal. Les fiefs féodaux acquièrent même au cours du XIe siècle davantage d'autonomie vis-à-vis du pouvoir royal, notamment sur le plan de l'organisation judiciaire et économique. À partir du milieu du XIe siècle, le féodalisme permet une amélioration des conditions d'alimentation et offre une paix relative qui favorisent une expansion démographique dans un cadre urbain, celui des cités seigneuriales (Jonas, 1980, p. 140).

Aux Xe et XIe siècles, la société féodale s'organise donc localement dans un rapport antagonique entre une classe aristocratique et une classe paysanne. La reproduction des moyens d'existence dans l'économie féodale se fait à l'échelle du fief ; elle repose sur le travail de la terre par les serfs et le prélèvement du surplus par les seigneurs. Le surplus est alors prélevé essentiellement en nature (productions alimentaires) et en travail (corvées), plus rarement sous forme monétaire. Le prélèvement de denrées alimentaires n'a cependant qu'un intérêt limité, son « utilité marginale » va décroissant du point de vue du seigneur et le recours aux corvées ne permet d'effectuer que des travaux peu qualifiés. Avec l'augmentation du surplus et l'intérêt limité des prélèvements en nature et en corvées, le prélèvement monétaire va s'imposer. Celui-ci permet aux seigneurs d'augmenter les moyens de leur puissance militaire (fortifications, armées, armes, etc...) et de leur puissance symbolique (raffinements architecturaux, consommation de produits de luxe, etc...).

La dépense seigneuriale correspond alors à une demande pour des biens nécessitant un travail qualifié et rémunéré. Cette double évolution, à la fois dans les modalités de prélèvement du surplus seigneurial et dans son affectation, va, en s'appuyant sur une expansion démographique, favoriser l'urbanisation et poser les bases d'une dynamique d'expansion économique au XIIe siècle, connue sous le nom de « révolution commerciale » (Le Goff, 1969, p. 9). Celle-ci fera muter le mode de production féodal.

« La cité seigneuriale [...] polarise vers elle des artisans, des commerçants, des clercs, des serfs en rupture de ban, mais aussi des cadets de famille, des nobles déchus, et se crée là, graduellement un nouveau mode de production qui n'est plus basé sur la possession de la terre et le servage, mais sur l'échange, la marchandise, le salariat, et cela déjà à l'intérieur de la structure féodale » (Jonas, 1980, p. 133).

Au sein des cités seigneuriales se renforce une classe d'artisans, réalisant une petite production marchande urbaine reposant sur des formes de travail non serviles<sup>21</sup>. Surtout, l'enrichissement des seigneurs va alimenter la consommation de biens produits à l'extérieur du fief. Emerge alors avec la révolution commerciale une classe sociale spécialisée dans le transport des marchandises entre les fiefs (tissus, bijoux...). Les marchands-transporteurs vont, dès le XIIe siècle, faire émerger les foires commerciales, notamment en Champagne qui est un point de contact entre les deux grands foyers de l'activité commerciale européenne que sont l'Italie et la Hanse (Le Goff, 1969, pp. 10-11). Les seigneurs qui reçoivent ces foires sur leurs terres garantissent la sécurité et la justice, notamment par le contrôle des entrées et des sorties ainsi que par la vérification du respect des obligations réciproques entre marchands. En 1137, le comte de Champagne met en place le conduit des foires qui autorise les marchands-transporteurs à recourir à son système judiciaire.

Sur le plan de l'organisation monétaire, la fin de la période carolingienne avait été marquée par une décentralisation de la frappe monétaire (Babelon, 1909, p. 287), dans la continuité du mouvement général de délégation aux seigneurs locaux des pouvoirs régaliens. Du Xe au XIIe siècle, ce sont les puissances féodales locales qui jouissent du pouvoir monétaire. Cette souveraineté monétaire se réclame de la souveraineté politique plus générale qu'ils exercent sur leur territoire. Chaque seigneur gère donc un ou des ateliers de frappe, émet sa propre monnaie, et en tire un revenu : le seigneurage. Ce revenu nominal vient s'ajouter à la rente qu'il tire de l'exploitation foncière de son domaine et permet un accroissement des dépenses seigneuriales. Le seigneurage devient même une composante majeure des revenus seigneuriaux (Gillard, 1982, p. 85 ; Viollet, 1903, p. 416).

---

<sup>21</sup> Si des activités relevant de l'artisanat existent déjà dans la féodalité du Xe siècle, telles que la création et l'entretien des outils permettant l'exploitation de la terre, elles sont à ce stade soit directement réalisées par les serfs qui exploitent la terre, soit périphériques.

Avec l'entrée dans la période capétienne, les puissances seigneuriales vont petit à petit affirmer leur droit à modifier le titre et la taille des espèces métalliques. Les seigneurs considèrent que le titre et la taille des monnaies relèvent du droit commun des mesures et qu'en vertu du principe juridique de la domanialité, toutes les mesures sont entre les mains du seigneur (Bridrey, 1906, p. 113). Ceux-ci, par simple décret, peuvent altérer la valeur des monnaies métalliques. Les manipulations monétaires consistent essentiellement en la diminution de la quantité de métal précieux pour une valeur faciale des pièces inchangée. Ainsi, la dévaluation interne permet de faire croître la masse monétaire nominale pour une quantité constante de métaux précieux, une pratique « arbitraire par excellence » (Boyer-Xambeu *et al.*, 1986, p. 349).

L'organisation monétaire typique de cette période est une imbrication entre pouvoir central et puissances seigneuriales. Le système de compte à base duodécimale livre-sol-denier mis en place par Charlemagne reste en vigueur<sup>22</sup>, mais chaque seigneur dispose localement du pouvoir de frapper sa monnaie, d'émettre des moyens de paiement et d'en modifier le titre. Cet état de fait n'est pas remis en cause jusqu'aux abords du XIIIe siècle, en revanche, il évoluera entre les XIIIe et le XVe siècle avec la montée en puissance des pouvoirs royaux et celle des marchands-transporteurs.

### ***1.1.2. Le mode de production féodal entre le XIIIe et le XVe siècle : la (re)centralisation***

Le pouvoir royal central perd donc de son influence entre le Xe et le XIIe siècle au profit des seigneurs. À partir du XIIIe siècle, cette dynamique va progressivement se retourner quand le pouvoir royal va chercher à réaffirmer sa puissance sur le territoire en étendant le domaine royal, c'est-à-dire, en substance, la zone de souveraineté pleine et effective du Roi<sup>23</sup>. Le mouvement de recentralisation repose alors sur le plan militaire sur un double conflit. Un conflit intra-national d'une part, qui oppose le Roi aux seigneurs dont il récupère les fiefs pour étendre son propre domaine, et, d'autre part, un conflit inter-national, qui oppose le Roi de France au Roi d'Angleterre en vue de la réappropriation des terres continentales sous contrôle britannique. C'est au travers de ces deux conflits, entremêlés du fait des logiques dynastiques, que le pouvoir

---

<sup>22</sup> Si l'on fait abstraction de l'opposition entre le système fondé sur la livre parisis et celui fondé sur la livre tournois.

<sup>23</sup> Un point de départ à ce mouvement de (re)centralisation, peut-être moins anecdotique qu'il n'y paraît, pourrait être, pour le cas français, la modification du titre royal en 1204. Philippe II prend alors le statut de « Roi de France » et rejette celui de « Roi des Francs » qui prévalait depuis Clovis.



central va se réaffirmer solidement à partir du XIII<sup>e</sup> siècle et jusqu'au terme de la Guerre de Cent Ans (1337 – 1453)<sup>24</sup>. Le pouvoir royal sort renforcé de ce processus, aussi bien vis-à-vis de ses ennemis intérieurs qu'extérieurs.

La dynamique de recentralisation du pouvoir politique entre le XIII<sup>e</sup> et le XV<sup>e</sup> siècle n'est pas sans effet sur le plan économique. Nous avons évoqué précédemment l'émergence des foires commerciales au XII<sup>e</sup> siècle, permettant les échanges entre les cités seigneuriales par l'intermédiaire des marchands-transporteurs. Au XIII<sup>e</sup> siècle, ces foires vont connaître un nouvel élan, en bénéficiant de l'appui du pouvoir royal. Le conduit des foires est élargi et généralisé, avec le conduit royal de 1209. Les foires, protégées, encouragées, se multiplient sur le territoire jusqu'à former une succession ininterrompue de marchés, c'est-à-dire un marché permanent et mobile. Elles permettent ainsi un rayonnement du commerce à l'échelle européenne. Les foires sont le lieu de l'échange entre marchands, non seulement de marchandises, mais aussi des informations, et des pratiques (Lopez, 1974).

Au cours du XIII<sup>e</sup> siècle, période d'apogée du patriciat et du « patriotisme urbain » (Lestocquoy, 1951), les marchands vont s'organiser à l'extérieur de leur ville d'origine en « nations » (Le Goff, 1969, p. 120). Ils se dotent de représentants politiques, les consuls, qui réalisent les arbitrages entre les marchands d'une même ville et se font intermédiaire entre ceux-ci et les autorités. Le commerce européen s'institutionnalise. L'interconnexion des « nations » de marchands et l'intensification des flux commerciaux entraînent le développement des techniques cambiales<sup>25</sup>. La lettre de change permet déjà, à la fin du XII<sup>e</sup> et au XIII<sup>e</sup> siècle (Boyer-Xambeu *et al.*, 1986, p. 30), de réaliser des échanges sans transfert d'espèce métallique (ce qui limite les risques et facilite le transport), avec un décalage dans le temps (ce qui ouvre la possibilité d'acheter à crédit et de rembourser une fois les marchandises écoulées) et dans

---

<sup>24</sup> Philippe VIII, confisque les dernières possessions anglaises sur le continent, ce qui va marquer le déclenchement de la Guerre de Cent Ans (1337 – 1453). Dans ce processus, Roi de France et Roi d'Angleterre s'opposent sur fond de guerre civile, certains seigneurs faisant alliance avec la couronne anglaise pour maintenir leur pouvoir. Le Roi d'Angleterre Henri V s'allie avec les Bourguignons contre les Armagnacs et obtient en 1420 la couronne de France pour son fils Henri VI, contestée par Charles VII. Cependant, en 1435, la paix d'Arras marque la réconciliation entre les Armagnacs et les Bourguignons, Charles VII reprend Paris en 1436, repousse les anglais, ce qui débouche sur la victoire française de 1453 qui marquera la fin de la Guerre de Cent Ans.

<sup>25</sup> Les marchands italiens se montrent les plus innovants sur le plan des techniques financières et cambiales : ils deviendront des marchands-banquiers en se spécialisant durablement sur ce type d'activité au cours des siècles suivants.

des monnaies différentes (ce qui permet de distribuer les marchandises sur n'importe quelle foire puis de récupérer la somme sur une autre place européenne).

Le XIV<sup>e</sup> siècle, marqué par la Guerre de Cent Ans et la peste noire, ne crée pas un environnement favorable au développement des foires et du commerce sur le continent<sup>26</sup>. Les conflits militaires rendent peu sûres les routes terrestres reliant les foires. Le rôle stratégique des foires de Champagne notamment, décline. Cependant, les foires perdurent au moins dans la première moitié du XIV<sup>e</sup> siècle, comme des « foires de change » davantage que comme des foires commerciales (Contamine, 1997). Les marchands-transporteurs évoluent donc au XIV<sup>e</sup>, se détournant des routes terrestres et se concentrant sur les voies maritimes pour réaliser leur commerce. S'il s'agit dans un premier temps de remplacer les routes terrestres, notamment pour maintenir la connexion entre les Flandres et les cités italiennes, le développement des voies maritimes va favoriser le commerce au long cours. Les opérations marchandes et cambiaires sur le continent vont petit à petit se « sédentariser » autour de places permanentes, les ports faisant office de points de jonction entre les routes maritimes. La place de Venise, centre de gravité du commerce méditerranéen, développe une importante flotte marchande dès le début du XIV<sup>e</sup> siècle, notamment à destination de la place de Bruges (Le Goff, 1969, p. 18). Cette dernière se positionne ainsi habilement dans la première moitié du XV<sup>e</sup> comme une place centrale du commerce européen : dans un contexte de déclin des foires de Champagne, elle réalise la jonction entre le commerce méditerranéen et le commerce hanséatique, avant qu'Anvers ne lui succède dans la seconde moitié du XV<sup>e</sup> siècle.

Nous avons vu que le pouvoir monétaire était, entre le Xe et le XII<sup>e</sup>, exercé par chaque seigneur. La dynamique de renforcement du pouvoir royal vis-à-vis des seigneurs entre le XIII<sup>e</sup> et le XV<sup>e</sup> se retrouve sur le plan du pouvoir monétaire, celui-ci étant progressivement (re)centralisé. Une première étape dans le processus de reconquête du pouvoir monétaire par l'autorité royale consiste pour les capétiens à étendre l'aire de circulation de la monnaie royale, celle qui circule initialement dans le domaine royal. Louis IX impose donc en 1270 aux seigneurs de laisser circuler la monnaie royale sur leur territoire, tout en les laissant émettre leur propre monnaie qui peut continuer à circuler sur leur domaine (Le Goff, 1996, p. 285). Ce

---

<sup>26</sup> Paradoxalement, la peste est une maladie « commerciale », ramenée d'Asie par des navires génois (Barry, Gualde, 2007).

faisant, la monnaie royale se présente comme une référence commune entre les domaines, ce qui incite les seigneurs à frapper leur monnaie au même titre et au même poids.

En 1347, c'est-à-dire au début de la Guerre de Cent Ans, Philippe VI fait de la frappe monétaire un monopole royal. Cependant, en dehors de cette (re)centralisation qui correspond à un changement d'échelle, le fonctionnement général du système n'est pas altéré dans sa nature par le conflit entre puissances seigneuriales et puissance royale. Les rois recourent eux aussi aux manipulations monétaires et se réapproprient le revenu de seigneurage à l'échelle du royaume. Cette continuité nous permet maintenant de donner les caractéristiques générales des systèmes monétaires européens entre le Xe et le XVe, afin d'étudier la mutation profonde qui va s'amorcer par la suite.

### ***1.1.3. Caractérisation générale des systèmes monétaires féodaux***

La distinction entre le système et les instruments monétaires renvoie à la « pluralité des modes de transferts de bien » (Servet *et al.*, [2008] 2016, p. 204), c'est-à-dire à la possibilité de recourir à différents instruments, lesquels s'inscrivent malgré tout dans une « logique socialisée de compte et de paiement des dettes » (Blanc, 2000, p. 52). Dans un esprit similaire, Théret (2007, p. 42) distingue l'état « incorporé » de la monnaie, qui renvoie à la logique socialisée du compte, et l'état « objectivé », qui renvoie aux différents instruments qui peuvent se faire le support de paiements. Ainsi, « la monnaie fait système, en ce sens qu'elle disperse ses qualités génériques, résumées par ses fonctions, dans toute une série d'instruments sur lesquels portent les pratiques monétaires » (Blanc, 2000, p. 43). C'est en ce sens que les auteurs institutionnalistes considèrent la monnaie comme une « réalité fragmentée » (Courbis *et al.*, 1990, p. 14). Pour caractériser les systèmes monétaires féodaux, c'est-à-dire pour mettre en évidence leur logique commune de fonctionnement, nous allons partir des pratiques monétaires. Dans un premier temps, nous caractérisons un système monétaire par l'instrument qui en est au centre auquel nous associons ensuite un mode général d'émission qui renvoie à la façon dont cet instrument est mis en circulation. Enfin, nous nous intéressons en dernier lieu aux outils de politique monétaire qui permettent les ajustements « macroéconomiques » dans le court terme.

#### **a. Instrument monétaire central**

Une caractéristique commune des systèmes monétaires féodaux entre le Xe et le XVe siècle est d'avoir pour instrument monétaire central les pièces métalliques. S'il existe d'autres moyens d'échange dans la périphérie des monnaies métalliques, ils demeurent secondaires du

point de vue de la logique d'ensemble du système monétaire et de la circulation. Parmi ces moyens d'échange complémentaires, nous pouvons mentionner par exemple les dettes bilatérales au sein des communautés villageoises et les dettes commerciales entre marchands-transporteurs. Ces crédits ont pu permettre de maintenir la continuité des échanges sans recourir aux pièces métalliques.

A l'échelle d'un village, deux paysans peuvent nouer une relation de dette bilatérale pour réaliser un échange même si le demandeur ne dispose pas des encaisses métalliques suffisantes. Il s'agit de reporter dans le temps le paiement, et une telle opération nécessite néanmoins que l'offreur ait confiance en la capacité du demandeur à rembourser dans le futur : l'échange est réalisé mais il n'est pas soldé définitivement, il appelle un paiement ultérieur. Par ailleurs cette dette n'est pas transférable dans la mesure où elle repose sur une relation de confiance bilatérale. La créance de l'offreur sur le demandeur ne permet pas de réaliser un paiement à une tierce partie si celle-ci ne connaît pas personnellement le débiteur initial au point d'avoir une pleine confiance en sa solvabilité future. Au mieux, cette tierce partie accordera à son tour sa confiance à l'offreur initial, devenu demandeur, et, à son tour, différera le paiement monétaire dans le temps. Une deuxième dette est alors contractée, mais la première n'a pas été transférée.

Les dettes commerciales entre marchands-transporteurs fonctionnent peu ou prou sur le même principe. Un effet de commerce par exemple consiste en une créance bilatérale et permet de reporter le paiement monétaire à une date ultérieure. La différence tient au fait que ces créances commerciales sont utilisées au sein de plus vastes réseaux et qu'elles jouissent d'une proto-transférabilité entre le XIIe et le XVe siècle. En effet, se mettent en place progressivement des mécanismes de compensations entre marchands-transporteurs, d'abord avec les foires commerciales au XIIe et au XIIIe siècle<sup>27</sup>, puis sur les places financières émergentes au XIVe et au XVe siècle. Ceci permettait de réduire le besoin net de financement de chaque marchand, dont le solde pouvait lui-même être réglé par crédit ou paiement monétaire. Il est intéressant de noter que l'utilisation des effets de commerce comme moyens d'échange impliquait leur destruction dans le processus d'endossement simultané (Servet *et al.*, 1991).

---

<sup>27</sup> Dans les foires de la fin du XIIe et du XIIIe siècle, les transactions pouvaient donner lieu à l'émission de dettes entre marchands-transporteurs. C'est dans ce contexte que les activités de compensation se sont développées, essentiellement par l'entremise des marchands italiens. Ces derniers avaient pour tâche de permettre la compensation des effets de commerce dans le cadre de la foire.

Nous ne parlons ici que de proto-transférabilité dans la mesure où la circulation des effets de commerce et des lettres de change demeure extrêmement limitée : ce sont des moyens d'échange internes à la classe des marchands-transporteurs. Créés par eux, pour eux, les instruments de crédit commerciaux ne circulent qu'entre eux. De plus, même au sein de cette classe initiée à ces pratiques, la transférabilité demeure complexe et rare sur la période qui nous intéresse ici. Le faible degré de transférabilité des effets de commerce repose sur la difficulté à généraliser la pratique de l'endossement, qui permet au propriétaire d'un titre de créance d'en modifier le bénéficiaire (Le Goff, 1969, pp. 32-33). La première raison à cela est d'ordre juridique et pratique : la circulation des effets de commerce nécessite initialement la présence des différentes parties chez un notaire. Par ailleurs, le contrat écrit n'est pas encore une pratique généralisée ; l'oralité des engagements réciproques est la norme. Les lettres de change, effets de commerce dont la spécificité est d'être à la fois des instruments de crédit et de change<sup>28</sup>, se prêtent particulièrement mal à la transférabilité au moment de leur émergence (Usher, 1943, pp. 73-109). Le change par lettre est fondé sur une relation bilatérale entre deux correspondants qui se connaissent et se font confiance. Le refus de l'endossement « est une attitude constante et résolue de la part de ceux qui contrôlent le réseau du change par lettres, les marchands-banquiers italiens. Même à Anvers, où les marchands anglais et hanséatiques font pression pour que la lettre de change devienne payable au porteur, comme les autres cédules, les Italiens bloquent cette évolution » (Boyer-Xambeu *et al.*, 1986, p. 42-43). Ces instruments de crédits, à leur stade embryonnaire entre le XIIIe et le XVe siècle, n'ont pas encore de conséquence sur la logique d'ensemble des systèmes monétaires européens. Ils ne constituent pas en soi une forme de monnaie utilisable pour régler les transactions courantes. C'est en ce sens qu'ils demeurent des instruments d'échange complémentaires à l'instrument central qu'est la pièce métallique, des substituts.

« On voit que si le papier a très vite permis la multiplication des créances, ces créances sur papier ont peu circulé et n'ont pas été monnaie. [...] La médiation d'un papier qui permet au cédant et à l'acquéreur de se passer du débiteur initial demande un long apprentissage et une validation politique. L'anonymat de la transmission d'un papier rebute les contemporains tant qu'il n'est qu'un instrument commercial,

---

<sup>28</sup> Notons aussi que l'émergence de ces instruments de crédit a lieu dans un contexte où l'Eglise condamne, du moins en théorie, l'usure (c'est-à-dire toute transaction impliquant le paiement d'un intérêt).

qu'il n'a pas le caractère politique, voire mythique de la pièce » (Servet *et al.*, 1991, pp. 326-327).

### **b. Mode général d'émission monétaire**

A l'instrument central d'un système monétaire correspond un mode général d'émission monétaire. Dans le mode de production féodal, les systèmes monétaires ont pour instrument central les pièces métalliques, celles-ci sont mises en circulation par l'intermédiaire de la dépense publique. Malgré l'émergence d'instruments d'échanges complémentaires liés à l'essor commercial, le pouvoir monétaire est public. Dans le cas de la France, la lutte pour la capture du pouvoir d'émission s'exerce entre les seigneurs et la puissance royale dans une opposition entre logique de décentralisation (Xe – XIIIe) et logique de centralisation (XIVe – XVe). On peut ainsi présenter le mode général d'émission en suivant le circuit monétaire typique de ces systèmes, quelle qu'en soit l'échelle.

Chaque souverain émet des pièces, auxquelles il attribue un certain contenu en or, d'autres pièces auxquelles il attribue un contenu en argent, et pose enfin une relation entre les pièces liées à l'or et celles liées à l'argent (dans un système bimétallique or-argent). Les espèces métalliques sont « frappées » du sceau de la puissance publique qui les émet. De ce fait, les pièces sont standardisées en termes de poids et de composition et circulent plus facilement sur le territoire du souverain. Ces pièces sont introduites dans la circulation par la dépense publique, la monnaie a donc ici une fonction macroéconomique de financement. Les pièces sont ensuite utilisées par les sujets, remplissant alors leurs fonctions microéconomiques, notamment celle de moyen d'échange. Ces pièces sont *in fine* acceptées par le souverain en paiement des impôts, reflux qui marque l'achèvement du circuit monétaire, le retour de l'unité monétaire à son point d'origine.

### **c. Un régime général de politique monétaire**

Une fois retournée à son point d'origine, la pièce de monnaie peut être fondue à nouveau, et permettre la frappe de pièces ayant une teneur différente en métal qui seront à nouveau injectées dans le circuit par la dépense publique. C'est ce que nous avons appelé les manipulations monétaires. Celles-ci sont menées successivement par les puissances seigneuriales puis par la puissance royale, simple variation d'échelle, et font apparaître ce qu'Andreau *et al.* (2007) appellent la « fiduciarité des monnaies métalliques » pour désigner ce

décalage entre valeur intrinsèque et valeur libératoire. L'écart entre le « prix » du métal et son « pouvoir monétaire » s'explique par la construction progressive de la confiance (*fiducia*) en des autorités collectives donnant cours légal et garantissant, par des moyens plus ou moins coercitifs, l'acceptation des pièces<sup>29</sup>.

Le souverain peut opérer une manipulation monétaire soit en modifiant le cours soit en modifiant le titre des monnaies. La modification du cours d'une pièce permet d'augmenter la masse monétaire sans fondre de nouvelles pièces. La modification du titre consiste à modifier la composition des pièces pour en fondre davantage à quantité de métal inchangée. Par les manipulations monétaires et par l'arbitrage au sein du stock de métaux précieux entre une fraction à usage monétaire et une autre fraction à usage non monétaire<sup>30</sup>, les souverains disposent de marges de manœuvres discrétionnaires, ce qui peut être considéré comme relevant de la fonction macroéconomique de politique monétaire. Si, par exemple, un souverain procède à une dévaluation interne en abaissant le titre des pièces d'argent, deux effets pourront être observés. D'une part les pièces d'or vont quitter la circulation pour être thésaurisées. La thésaurisation s'explique par le fait que les pièces d'or ont, suite à la dévaluation, à pouvoir libératoire égal, une valeur intrinsèque supérieure à celle des pièces d'argent. Les agents thésaurisent les pièces d'or et utilisent dans l'échange les pièces dévaluées. D'autre part, les pièces d'or peuvent être utilisées par des spéculateurs pour acheter des pièces d'argent de meilleur aloi dans les pays voisins et les ramener sur le territoire<sup>31</sup>. Ces pièces pourront alors être refondues et une même quantité d'argent offrira alors un pouvoir d'achat plus important dans le pays qui a procédé à une dévaluation (Van Werweke, 1934). Les pays voisins, pour éviter ces sorties de métaux, vont être incités à dévaluer eux aussi leurs pièces d'argent. Ainsi, on constate une tendance générale à la dévaluation des espèces métalliques. Les systèmes monétaires multi-métalliques sont donc interconnectés et les manipulations monétaires créent des opportunités spéculatives pour les changeurs (Le Goff, 1969, pp. 37-38).

---

<sup>29</sup> Il faut noter, dans une perspective chartaliste, que le prélèvement monétaire du surplus imposé par le seigneur (ou le Roi) oblige d'une certaine manière tous ses sujets à le payer dans la monnaie qu'il émet, favorisant ainsi la circulation de cette monnaie entre les sujets.

<sup>30</sup> L'existence d'or non monétaire permet d'ajuster la quantité de métaux précieux en circulation par un processus de (dé)thésaurisation (Palley, 2002, p. 155-157).

<sup>31</sup> En général, les pièces d'argent de meilleur aloi circulant sur le territoire sont sorties de la circulation par la manœuvre du décri qui consiste à démonétiser par voie juridique certaines espèces. Voir Gillard (1982, p. 85).

## **1.2. La transition vers le mode de production capitaliste du XVIe au XIXe siècle**

Bien qu'un mode de production ne se donne jamais à voir sous sa forme « pure », notre tentative a été jusqu'ici de mettre en évidence la logique d'ensemble du mode de production féodal entre le Xe et le XVe siècle, afin de saisir les caractéristiques générales des systèmes monétaires féodaux. C'est la mutation de la société féodale en société capitaliste que nous allons chercher à saisir ici. Cette société de transition, que l'on peut situer entre le début du XVIe et la moitié du XIXe siècle, peut être divisée en deux sous-périodes. La première, qui s'étend du début du XVIe à la fin du XVIIe siècle, correspond à l'époque où la monarchie absolue va émerger, puis s'affirmer, en s'appuyant sur les puissances marchandes (1.2.1). La seconde, du XVIIIe à la moitié du XIXe siècle, correspond au moment où l'absolutisme monarchique va entrer en crise, permettant les mutations politiques nécessaires à la mise en place du mode de production capitaliste (1.2.2). C'est dans le cadre de cette dynamique que les systèmes monétaires vont changer de nature et s'adapter progressivement au mode de production capitaliste.

### ***1.2.1. La monarchie absolutiste des XVIe et XVIIe siècles : une extension de la logique féodale***

#### **a. Centralisation des pouvoirs politiques et influence mercantiliste**

La puissance royale continue à empiéter sur les pouvoirs et les richesses de la noblesse féodale au XVIe siècle. La perte d'influence militaire, juridique et économique des nobles sur leurs fiefs fut contrebalancée par l'intégration de cette noblesse féodale dans l'absolutisme monarchique centralisé. Plutôt qu'une rupture avec la logique féodale, la monarchie absolutiste française apparaît d'abord comme sa continuité, une montée en intensité. La puissance de la classe aristocratique non seulement se maintient mais se renforce, au prix d'une réorganisation interne. Au XVIe siècle, la cour royale rassemble alors les conseillers du Roi et devient le lieu du pouvoir. À mesure que le pouvoir se centralise, il se personnalise autour de la figure du Roi : au début du XVIIe siècle le principe du pouvoir de droit divin est officiellement consacré. Louis XIV, arrivé au pouvoir en 1654, incarne l'absolutisme français. Si tout le pouvoir est concentré entre ses mains, il est cependant entouré d'une immense cour<sup>32</sup>. La noblesse féodale, désarmée, devient courtisane. En acceptant de se soumettre au Roi, les nobles maintiennent leur privilège

---

<sup>32</sup> Certains estiment que la cour de Louis XIV a pu compter jusqu'à 10.000 courtisans (Le Roux, 2001, p. 186)



de classe<sup>33</sup> : la « société de cour », c'est une noblesse féodale « domestiquée » (Elias, 1969)<sup>34</sup>. Sur le plan de l'organisation politique, l'absolutisme peut être compris comme un moyen de maintenir la structure de la société féodale, fondée sur la domination de l'aristocratie, à l'échelle d'un État centralisé.

Cette mutation politique du royaume s'accompagne d'un renouvellement sur le plan de la pensée économique dans le sillage des penseurs mercantilistes. Pour pouvoir offrir des faveurs aux nobles de sa cour, le monarque absolu doit mettre en place un système économique supérieur à celui de la société féodale. Pour ce faire, le pouvoir royal va s'appuyer sur la classe marchande émergente. La pensée mercantiliste se donne pour finalité de conseiller le souverain afin de mettre en place les conditions économiques à même de renforcer sa puissance politique. Il s'agit alors pour la puissance royale, à partir du XVI<sup>e</sup> siècle, de créer sciemment les conditions favorables à l'expansion économique sur le territoire national afin d'en tirer parti par la fiscalité : c'est en ce sens que la monarchie absolutiste va s'appuyer sur le dynamisme de la classe marchande pour s'affirmer. Les mercantilistes portent une attention particulière à la balance commerciale ; celle-ci doit être excédentaire pour faire croître la richesse du royaume et accumuler des métaux précieux. Pour ce faire, la puissance royale peut mettre en place des mesures visant à protéger l'économie de la concurrence extérieure en restreignant les importations. L'accumulation de richesse peut permettre à l'État de développer une stratégie d'investissement et de spécialisation, orientée vers les exportations, afin de tirer davantage bénéfice du commerce international. Pour construire un marché intérieur d'échelle nationale<sup>35</sup>, la monarchie absolutiste doit uniformiser les règles du commerce sur le territoire et limiter les droits de douanes intérieurs. Pour s'intégrer efficacement dans le commerce international, les mercantilistes recommandent de ne pas exporter de matières premières pour favoriser leur transformation sur le territoire et leur exportation sous une forme plus élaborée, générant davantage de recettes.

---

<sup>33</sup> Le surplus que prélevaient localement les seigneurs est prélevé à l'échelle nationale.

<sup>34</sup> « Dans ce nouvel environnement très fermé, les conflits de rang et de statut ont pu être adroitement exploités par le détenteur du pouvoir pour créer des rapports de concurrence. Les nobles se sont alors livrés à des batailles symboliques, attisées par les stratégies du seigneur régnant. Entre-temps, le roi avait pris soin de placer aux postes de commande des experts roturiers qui dépendaient de son bon vouloir pour obtenir protection et promotion » (Duindam, 2004).

<sup>35</sup> Le XVI<sup>e</sup> marque un tournant en ce qu'il cherche à penser la production à l'échelle du royaume, comme si celui-ci était un « grand fief ».

C'est dans cette volonté de renforcer la puissance du souverain que les mercantilistes ont mis sur pied, dans différents pays d'Europe, donc selon diverses versions et avec un succès variable, les bases d'une proto-industrialisation. Les Manufactures Royales mises en place par Colbert en sont un exemple. À la fin du XVIIe il existe de nombreuses manufactures publiques en France, dont la classe des marchands-transporteurs exporte la production à l'étranger. Une production manufacturière privée était aussi possible, encouragée même. Un marchand-transporteur pouvait fournir, par exemple, de la laine à un travailleur qui produisait avec cette matière première des draps. Le marchand remboursait son investissement initial lors de la vente du produit manufacturé. Ces productions manufacturières sont encore étroitement liées à l'artisanat et sont faiblement mécanisées. La classe des marchands-transporteurs entretient ainsi un rapport de quasi-salariat avec la classe des petits artisans-marchands, dans la mesure où elle contrôle l'approvisionnement en matières premières et les débouchés extérieurs (Polanyi, 1944), conformément mouvement de « prolétarianisation des petits artisans » identifié par Le Goff (1969, p. 49).

Nous avons évoqué précédemment comment et pourquoi, à partir du XIVe siècle les marchands-transporteurs se sont détournés des routes terrestres au profit des voies maritimes. À la fin du XVe siècle, Christophe Colomb propose à la couronne d'Espagne une expédition visant à relier les Indes Orientales par l'ouest pour court-circuiter les intermédiaires vers l'Orient. En contrepartie, Colomb demande un titre de noblesse et des droits sur les profits de l'expédition. Apparaît ici assez clairement une alliance entre la classe marchande et la puissance royale dans le lancement des premières expéditions. Dès avant la fin du XVe, les espagnols et les portugais commencent à se partager le Nouveau Monde, notamment avec le traité de Tordesillas en 1494. Les autres puissances européennes, comme la France ou la Grande-Bretagne, entament aussi une phase de colonisation au XVIe siècle, portée plutôt sur le Nord des Amériques. Les espagnols trouvent en Amérique du Sud d'immenses gisements de métaux précieux au cours du XVIe siècle. Le pouvoir royal espagnol qui importe les métaux de ses colonies américaines, soit les revend aux marchands-banquiers européens, soit s'en sert pour se procurer d'onéreuses marchandises étrangères à destination de ses colons. Selon l'expression

de Galeano, « les espagnols possédaient la vache, mais c'étaient d'autres qui en buvaient le lait »<sup>36</sup>.

L'Espagne semble ainsi avoir adopté une stratégie passive, rentière, proche en ce sens de l'attitude des seigneurs féodaux. D'ailleurs, sur le plan interne, l'Espagne se distingue de la France par l'absence de centralisation politique<sup>37</sup>. La différence avec la pratique seigneuriale du prélèvement est que dans le mode de production féodal *stricto sensu*, le surplus était dépensé en grande partie sur place. Non seulement la couronne espagnole ne développe pas les colonies américaines d'où elle prélève ses richesses, mais elle ne développe pas de manufactures sur son territoire non plus, dépensant sa rente en produits étrangers. Ses partenaires commerciaux européens, comme la France, qui avaient adopté une stratégie d'industrialisation plus active, purent alors tirer indirectement profit des colonies espagnoles tandis que l'émergence de l'industrie fut rendue difficile en Espagne<sup>38</sup>.

La stratégie coloniale des autres pays, si elle ne négligeait pas l'exploitation minière quand elle en avait l'occasion, visait surtout à spécialiser les colonies dans la fourniture de matières premières à la métropole en cours d'industrialisation, afin d'en faire des produits manufacturés et d'en tirer un bénéfice supérieur dans le commerce. Dans les mines, la main d'œuvre gratuite des indigènes va être très largement exploitée au cours du XVI<sup>e</sup> siècle dans les colonies espagnoles. Au Brésil, territoire portugais, se développe la culture du sucre au début du XVII<sup>e</sup>, en recourant ici aussi au travail forcé de la main d'œuvre indigène, au point que cette force de travail va devenir insuffisante. C'est dans ces conditions que les portugais vont importer les premiers esclaves africains sur le continent américain<sup>39</sup>, afin de maintenir et même

---

<sup>36</sup> « *Los españoles tenían la vaca, pero eran otros quienes bebían la leche. [...] La Corona estaba hipotecada. Cedía por adelantado casi todos los cargamentos de plata a los banqueros alemanes, genoveses, flamencos y españoles. [...] Sólo en mínima medida la plata americana se incorporaba a la economía española. [...] La plata se destinaba también al pago de exportaciones de mercaderías no españolas con destino al Nuevo Mundo* » (Galeano, [1971] 2004, p. 41).

<sup>37</sup> « Dès la Reconquête sur les musulmans, les rois catholiques ne rassemblent que hâtivement les territoires repris à l'Islam, en les gérant comme une série de fiefs personnels plutôt que comme un État unique en gestation. Leur domaine s'étend bientôt de l'Allemagne à l'Amérique. Mais ils le gouvernent à la manière d'une confédération lâche » (Hermet, 1989, p. 15).

<sup>38</sup> Par exemple, de la laine espagnole pouvait être exportée en France, puis, une fois la laine transformée, les espagnols importaient les tissus contre du métal rapporté des colonies. Le retard industriel de l'Espagne tient en partie « à la façon dont les Habsbourg cassent l'industrie textile naissante de la Castille afin d'y freiner l'essor d'une bourgeoisie frondeuse » (Hermet, 1989, p. 25).

<sup>39</sup> Notons qu'avant même la découverte des Amériques, dès 1441, les portugais avaient entamé une forme de traite négrière depuis l'Afrique vers les îles où leurs navires faisaient escales, à des fins de production alimentaire (de Almeida Mendes, 2008 ; H. Thomas, 2006). Entre 1600 et 1625, Hugh Thomas (2006, p. 137) dénombre 200.000 esclaves africains déportés vers l'Amérique, dont la moitié à destination des plantations sucrières portugaises.

d'étendre la production sucrière. Dans la seconde partie du XVII<sup>e</sup> siècle, avec la mise en place du commerce triangulaire, la traite des noirs va prendre une ampleur considérable, notamment avec les plantations de coton des colonies anglaises<sup>40</sup>. Les navires partaient d'Europe, chargés de marchandises (notamment des armes à feu, des alcools, mais aussi des tissus...). Sur la côte ouest du continent africain, ils échangeaient ces marchandises contre des esclaves. Après avoir traversé l'Atlantique, les marchands vendaient les esclaves aux colons, puis retournaient en Europe chargés de métaux, de sucre, mais aussi de coton et de tabac.

Ainsi, à partir du XVI<sup>e</sup> siècle et pendant tout le XVII<sup>e</sup> siècle, les puissances européennes bénéficient de l'appropriation des terres américaines et du travail africain. Si les pouvoirs royaux tirent bien évidemment parti de ce développement, notamment avec l'exploitation des mines, les marchands-transporteurs européens se placent au cœur du processus de mondialisation des échanges, les ports du Vieux Continent permettant la jonction entre l'Orient et le Nouveau Monde.

## **b. Organisation monétaire et financière**

Le renforcement des réseaux marchands ne modifient pas drastiquement l'organisation monétaire en Europe au cours des XVI<sup>e</sup> et XVII<sup>e</sup> siècles. La centralité des métaux dans l'organisation monétaire n'est pas remise en cause à un moment où les puissances aussi bien royales que marchandes (particulièrement son compartiment financier) tirent profit des mines américaines. L'intensification des relations commerciales va de pair avec l'intensification des opérations de crédit et de change. L'utilisation des instruments de crédit va donc croissante au XVI<sup>e</sup> siècle, d'autant qu'à cette époque le contrat écrit devient une pratique plus courante. L'endossement, c'est-à-dire le transfert, entre marchands, des créances commerciales prend alors un essor notable à partir des cités méditerranéennes (Le Goff, 1969, p. 33). Les marchands-banquiers italiens, flamands et hollandais, centralisent sur les places financières ces opérations de compensation et de change, se positionnant ainsi, très progressivement, comme tiers de confiance au centre de vastes systèmes de compensation multilatérale (Plihon, 2013a, p. 12).

La place d'Anvers est un centre financier de prime importance au XVI<sup>e</sup> siècle. S'y développe la pratique de l'escompte (De Roover, 1946, p. 112) qui consiste à racheter un effet avant son échéance et à le payer par sa propre dette. Avec la pratique de l'escompte, un

---

<sup>40</sup> Les estimations les plus récentes situent à plus de 10 millions le nombre d'esclaves déportés depuis l'Afrique vers l'Amérique. Voir David Eltis (2001) et Pétré-Grenouilleau (2004, pp. 162-164).

marchand peut faire d'une créance commerciale sur un autre marchand une créance sur une banque, convertible en métal précieux sur demande. L'escompte, en ce qu'il permet de transformer des créances commerciales peu liquides en créances convertibles à vue, confère aux effets de commerce un degré croissant de transférabilité. C'est, en substance, le procédé moderne de « monétisation des créances », selon la formule de Denizet (1982, p. 18), qui est à l'œuvre ici.

Toutefois, si les créances commerciales circulent davantage, cette circulation demeure circonscrite aux réseaux de grands marchands et les systèmes monétaires européens restent fondés sur les pièces métalliques, émises par les pouvoirs royaux. Les banques naissantes, précisément, s'engagent à assurer la convertibilité des créances commerciales en pièces. Le déposant n'a aucune garantie de récupérer ses dépôts en cas de faillite. Les instruments de crédit ne peuvent plus être considérés comme de simples substituts, localisés, temporaires, à la monnaie métallique. Ils sont à ce stade dans un rapport plein et entier de complémentarité avec celle-ci. Si la logique fondamentale n'est pas altérée, les XVI<sup>e</sup> et XVII<sup>e</sup> siècles, avec cette complémentarité entre monnaies publiques et instruments de crédits transférables, marquent probablement le début d'une forme de débordement du pouvoir monétaire public par les puissances privées. Sans rupture majeure sur le plan monétaire, les XVI<sup>e</sup> et XVII<sup>e</sup> siècles sont en revanche un moment où les marchands européens se mutent progressivement en financiers. L'encastrement des systèmes monétaires européens dans le système financier se voit renforcé. Les monnaies européennes sont cotées sur les différentes places, et ces marchés réagissent presque immédiatement aux manipulations monétaires des souverains, en modifiant les taux de change entre les monnaies, procédé dans lequel les spéculateurs cherchent à tirer un profit<sup>41</sup>.

Au XVII<sup>e</sup> c'est la place d'Amsterdam qui prend une place centrale sur le plan financier. Les marchands hollandais sont alors au centre du commerce mondial et ont accumulé une immense richesse. Pour faire fructifier cette richesse, tout en continuant à commercer leurs marchandises, « les négociants hollandais vont devenir marchands de crédit pour l'ensemble de l'Europe » (Chavagneux, [2011] 2013, p. 19). C'est dans ce contexte que la place d'Amsterdam

---

<sup>41</sup> De Roover (1946, p. 128) note que les pratiques sur le marché des changes sont parfois sciemment dirigées par les spéculateurs contre certaines monnaies nationales : « Les cours [de change] étaient aussi sensibles aux manœuvres des spéculateurs comme, au XVI<sup>e</sup> siècle, les machinations de Gaspard Ducci sur la bourse d'Anvers. Ducci et d'autres agioteurs ligués avec lui se mirent à vendre des devises étrangères à découvert dans le but d'en abaisser le prix ».

devient le théâtre de la « tulipomania » de 1636<sup>42</sup>. Le crédit, quand il se déconnecte de l'activité commerciale qui le sous-tend initialement, génère des bulles financières. Le cas des tulipes l'illustre parfaitement. Mais dans la mesure où le système monétaire n'a pas fondamentalement changé de nature, cette crise n'affecte pas les transactions courantes, ni les puissances publiques. Celles-ci ne prennent pas part aux activités financières, et ne se voient pas contraintes (contrairement à aujourd'hui) de sauver les acteurs bancaires et financiers pour maintenir la continuité du système de paiement.

« L'étroitesse des milieux concernés par la spéculation [...] [conduit] à penser que ses conséquences économiques sont restées très restreintes. [...] [A]ucun des auteurs ayant travaillé sur le sujet ne signale un quelconque soutien financier public à quelque type d'acteur que ce soit. [...] [P]lusieurs riches marchands avaient absorbé la crise sans difficulté » (Chavagneux, [2011] 2013, pp. 17-27).

Si les puissances publiques royales vont par la suite chercher elles aussi à tirer profit des instruments financiers qui se développent, comme nous le verrons avec le système de Law au début du XVIIIe siècle, les risques inhérents à ces pratiques nuiront durablement à la généralisation de certaines innovations pourtant prometteuses.

## ***1.2.2. La marche vers le mode de production capitaliste : XVIIIe et XIXe siècles***

### **a. Le système de Law**

La société de cour de Louis XIV coûte cher et celui-ci multiplie par ailleurs les guerres, notamment sur le terrain espagnol. Dans ces conditions, au début du XVIIIe siècle, la dette publique augmente et le pouvoir royal a du mal à se financer. Les métaux quittent le territoire, c'est en somme une pénurie de monnaie métallique à laquelle fait face le royaume (Jacoud, Tiran, 2014, p. 85). Pour réduire les déficits publics, John Law se propose de dynamiser l'économie afin d'augmenter les recettes fiscales. En ce sens, sa pensée est dans la continuité de celle des mercantilistes. En revanche, Law ne focalise pas son attention sur les métaux précieux. Au contraire, il affirme que la quantité de monnaie est trop faible pour permettre de

---

<sup>42</sup> « Depuis son arrivée en Europe au siècle précédent grâce aux Turcs qui l'ont ramené d'Asie, la tulipe marque l'opulence et la cour de Louis XIII en a fait un *must* des gens fortunés. Elle représente la richesse, un certain esprit cosmopolite, c'est la dépense qui signale que l'on est au-dessus du reste de la société. » (Chavagneux, [2011] 2013, pp. 20-21). La classe marchande urbaine, en plein essor, « singeait les comportements des aristocrates, notamment en s'intéressant de près à ces tulipes qui symbolisaient l'abondance matérielle, l'esthétisme artistique et la maîtrise d'un véritable capital culturel » (Chavagneux, [2011] 2013, p. 29).

financer de nouvelles activités dans un contexte où seules circulent les monnaies métalliques. Son projet initial est de créer une banque émettant des billets lorsqu'elle distribue des financements et que ces financements dépassent la valeur de ses réserves métalliques. Ainsi, Law pense pouvoir augmenter l'investissement et les exportations. Mais il a conscience du risque de ruée au guichet pour demander la convertibilité des billets et souhaite donc que sa banque jouisse d'une garantie d'État.

En 1716, John Law est autorisé par le Régent à créer sa « Banque Générale », mais c'est une banque privée ne bénéficiant pas de garantie publique. Cependant, avec l'entrée du Régent au capital, fait qui illustre selon Chavagneux ([2011] 2013, p. 41) les « connivences politiques » dont bénéficie Law, nobles et marchands enrichis vont suivre le mouvement et la banque va pouvoir amasser un capital suffisant pour commencer à diffuser ses billets convertibles et à offrir des crédits. Si les statuts initiaux de la Banque Générale lui interdisent de réaliser des crédits au-delà des réserves en métal dont elle dispose, Law s'est très rapidement adonné à la création monétaire en émettant des billets, plus ou moins secrètement, sans disposer des encaisses correspondantes. D'après Murphy (2007, p. 220), la Banque Générale « semble avoir maintenu un taux de réserve d'environ 50 pour cent des dépôts » durant les deux premières années de son existence. Pour faciliter la circulation de ces billets qui, comme nous l'avons vu, n'est pas aisée compte tenu du risque d'illiquidité (voire d'insolvabilité) de la banque émettrice, le Régent les accepte dès 1717 en paiement des impôts, contrairement aux billets d'autres banques, et de manière générale, contrairement à tout papier : « jusqu'ici, le Roi n'avait jamais accepté l'utilisation d'effets royaux [...] pour le paiement des impôts. [...] Le fait que les billets de banque servissent au paiement des impôts signifiait qu'ils devenaient peu à peu argent comptant » (Murphy, 2007, p. 221).

En contrepartie, « Law commence à intervenir sur la gestion de la dette publique en offrant des actions de la banque en échange des titres d'État » (Chavagneux, [2011] 2013, p. 43). De plus, Law enregistre des taux de rendements exceptionnels qui lui permettent d'enrichir ses actionnaires, au premier rang desquels on trouve le Régent et son entourage. Ce rapprochement entre le financier et l'homme d'État va se voir renforcé à la fin de l'année 1718 quand la Banque Générale va devenir un établissement public, alors que son taux de réserve est déjà tombé aux alentours de 25% (Murphy, 2007, p. 248). Le pouvoir monarchique devient alors officiellement garant des billets émis par la banque, devenue la Banque Royale. En plus

de la Banque Royale, le système de Law repose sur la création de la Compagnie d'Occident, aussi appelée Compagnie du Mississippi qui lui confère le monopole des activités commerciales avec les colonies françaises d'Amérique. Cette compagnie commerciale absorbera la Compagnie de commerce du Sénégal ainsi que la Compagnie des Indes orientales et de la Chine. Les billets de la Banque Royale sont ainsi gagés sur les revenus commerciaux de l'empire français et sur les terres des colonies. La Banque et la Compagnie fusionnent, avec Law à leur tête. Au cours de l'année 1719 le cours des actions de la Compagnie du Mississippi a plus que triplé (Murphy, 2010).

Le Régent revend ses actions au début de l'année 1720 et encaisse une plus-value colossale. Dans la foulée, il déclare que les transactions supérieures à 500 livres ne peuvent plus être réalisées en espèces métalliques, puis, dans un second temps, il interdit tout bonnement de détenir plus de 500 livres en pièces. Au-delà de ces mesures visant à soutenir la circulation des billets, Law ira jusqu'à annoncer, en mars 1720, que l'or ne sera bientôt plus *du tout* accepté en paiement des transactions et que seuls circuleront les billets. Ces tentatives visant à imposer brusquement le billet comme instrument monétaire entraîneront des contestations populaires qui, couplées à la baisse du cours des actions de la Compagnie, mèneront le système de Law à sa chute (Chavagneux, [2011] 2013, pp. 50-53). Le système de Law peut être vu comme une tentative des pouvoirs publics de l'époque de s'approprier des pratiques financières jusque-là réservées aux réseaux de marchands et de financiers. Son effondrement va alimenter une profonde hostilité envers l'innovation financière et l'émission de billets par le crédit dans la France du XVIIIe siècle<sup>43</sup>, situation que n'arrangera pas l'expérience de l'assignat révolutionnaire (Hautcoeur, 2011, p. 5). Ainsi, la mutation du système monétaire ne s'opère pas en profondeur à ce stade. Il faudra attendre les mutations politiques de la fin du XVIIIe pour voir revenir au goût du jour ces pratiques bancaires novatrices au cours du XIXe siècle et assister à l'essor industriel qui marquera l'entrée dans le mode de production capitaliste.

### **b. L'absolutisme en crise politique à la fin du XVIIIe siècle**

Il ne s'agit pas ici de nous étendre longuement sur la pensée des Lumières, mais deux éléments sont tout de même à signaler. Les Lumières s'opposent à l'arbitraire et insistent sur

---

<sup>43</sup> Poulon (2015, p. 50), s'appuyant sur Blanqui ([1843] 1882) note d'ailleurs que la faillite du système de Law « fit que tout le monde s'attacha à la terre comme à la plus sûre des valeurs », ce qui expliquerait que les physiocrates aient pu accréditer en France leur théorie de la valeur foncière selon laquelle la terre est l'unique source de valeur.



l'importance de la liberté individuelle. Ce faisant, ils bousculent l'absolutisme monarchique. Pour les Lumières, chaque individu a le droit de prendre part librement à l'organisation de la société et les pouvoirs doivent être divisés. Ceci est une remise en cause de l'absolutisme monarchique qui considère, à l'inverse, que la puissance royale décide de l'organisation sociale et concentre tous les pouvoirs en vertu du principe du droit divin. En ce sens, la pensée des Lumières va influencer les débats politiques européens au XVIIIe siècle et peut être considérée comme un des facteurs pouvant expliquer l'entrée en crise de la monarchie absolue.

Dans le cas de la France, les privilèges héréditaires de la noblesse sont abolis en 1789 et la monarchie absolue prend formellement fin en 1791 avec la Constituante, pour laisser place à une monarchie constitutionnelle puis, en 1792, à une République avec la Convention. L'absolutisme connaîtra une résurgence entre 1799 et 1815 avec le Consulat puis le Premier Empire, mais les privilèges politiques et économiques de la noblesse se délitent à la fin du XVIIIe et au XIXe. Même lorsque la monarchie se verra restaurée, entre 1815 et 1848, elle le sera sous la forme d'une monarchie constitutionnelle. Le suffrage censitaire permet alors aux marchands enrichis de prendre des responsabilités politiques, tout en maintenant la classe paysanne et les petits artisans en dehors du jeu politique. C'est, en ce sens, une bataille entre aristocratie déclinante et bourgeoisie ascendante qui se mène sur le terrain politique. Cette dynamique d'affaiblissement de la noblesse et cette affirmation de la liberté individuelle ont pour pendant l'affirmation de la liberté économique. Ainsi, si l'essor industriel du XIXe siècle repose sur des innovations techniques et sur le développement de la banque, comme nous allons le voir, il était nécessaire que les institutions politiques mutent elles-aussi.

Il est intéressant de noter par ailleurs que l'Angleterre a connu, plus tôt que la France, une mutation politique du même ordre. Dès le milieu du XVIIe, le pouvoir absolutiste des Stuart est remis en cause, et une révolution débouche sur la mise en place d'une monarchie constitutionnelle dans la seconde moitié du XVIIIe. Alors que la France aborde le XIXe siècle dans un contexte d'instabilité politique, les britanniques quant à eux l'abordent avec des institutions politiques déjà réformées.

### **c. L'essor industriel et la première révolution bancaire au début du XIXe**

Il est d'usage de se référer à l'essor industriel du XIXe siècle sous le terme de « révolution industrielle ». Cette « révolution » ne se réduit pas à un événement pour autant, elle est un processus. C'est au cours de l'essor industriel du XIXe siècle que les institutions

bancaires des économies occidentales émergent sous leur forme moderne. Sur le plan technique, la période de la révolution industrielle renvoie à un certain nombre d'innovations apparues à la fin du XVIIIe et au XIXe. Parmi celles-ci on peut citer la machine à vapeur et le métier à tisser mécanique notamment. La machine à vapeur permet de tirer parti des ressources en charbon pour rendre plus efficace le trafic maritime et favoriser la mécanisation de la production dans les industries. Si « aux environs de 1780, le décalage de l'Europe Occidentale - de la France en particulier -, par rapport à l'Angleterre, apparaît relativement faible » (Léon, 1967, p. 183), la période révolutionnaire de la fin du XVIIIe et l'Empire au début du XIXe est, d'après Lévy-Leboyer, (1964) une « catastrophe nationale » sur le plan économique : sorties de capitaux, blocus continental, guerres napoléoniennes. Dans ces conditions, l'investissement nécessaire à l'industrialisation est rendu difficile en France tandis qu'il décolle en Angleterre.

Une première phase de la révolution industrielle se joue sur le terrain du textile. La France, « retardée » techniquement vis-à-vis des britanniques, va contrecarrer ce handicap en se concentrant sur les textiles de haute qualité (la soierie par exemple). La mécanisation nécessaire ne sera permise que par le recours croissant à des financements bancaires, à l'exception notable de la production cotonnière d'Alsace, dans un contexte où les produits français ne sont pas compétitifs en termes de prix et où les profits sont trop faibles pour s'autofinancer à partir d'un petit capital de départ (Clough, 1966, pp. 128-129). La seconde phase de l'essor du début du XIXe siècle correspond à l'émergence de l'industrie lourde, notamment avec la métallurgie et la sidérurgie. Ces productions nécessitent des investissements colossaux et c'est dans ce contexte que les banques vont apporter les capitaux nécessaires au décollage industriel du XIXe siècle. D'après Lévy-Leboyer (1964), le rôle joué par les banques dans l'industrialisation a été fondamental, dans la mesure où ce sont elles qui ont permis à une France « retardée » de rattraper son concurrent britannique.

Au financier du XVIIIe siècle, tel que Law, opérant pour le compte du pouvoir royal, va succéder le banquier du XIXe. Celui-ci est intimement lié au négoce, parfois en est directement issu. Les maisons de banques du début du XIXe, financent donc le commerce, proposent des services d'escompte aux industries naissantes et trouveront ainsi une place dans la société impériale, notamment avec la création de la Banque de France en 1800. Les plus puissantes de ces maisons de banque sont celles de la « Haute banque ». Ces établissements sont constitués par des familles qui, armées d'un capital accumulé soit dans les activités

financières soit dans le commerce, vont s'attacher à drainer l'épargne des grands négociants. Les établissements de la Haute banque, spécialistes en placements boursiers, fonctionnent comme des gestionnaires de patrimoines et trouvent dans l'Empire un cadre propice à leurs activités, accédant même parfois à la noblesse d'Empire<sup>44</sup>. La Haute banque opère sur la place de Paris, avec des correspondants dans les autres places européennes. Ces gestionnaires de portefeuille, s'ils ont surtout pour objectif de faire fructifier les fonds qu'on leur confie, ont malgré tout participé à la modernisation de l'économie. Le drainage de l'épargne leur permet d'accroître leur surface financière et de développer le métier de « banque des entreprises ». Dans la première moitié du XIXe siècle, la Haute banque apporte indirectement son soutien à l'industrialisation en escomptant les effets de commerce et, plus directement, en apportant des financements et en proposant des services de gestion de liquidités aux entreprises, même si à ce stade l'autofinancement « reste la clé de l'expansion » (Bonin, 1992, pp. 57-58).

En parallèle de la Haute banque parisienne, ou dans son sillage immédiat, se développe un arsenal bancaire particulièrement dense sur le territoire. En dehors du microcosme parisien se développe en province un écosystème bancaire avec les « banques locales ». Celles-ci pratiquent l'escompte et permettent la circulation du papier commercial en dehors de Paris, au sein des régions mais aussi entre les régions et Paris. Ces banques locales fluidifient la circulation des effets pour les industries provinciales, les agriculteurs. Cet ancrage local est à la fois un atout et une limite. Il permet de financer des hommes d'affaire du cru qui n'ont pas accès à la Haute banque parisienne. Les liens étroits qu'elles entretiennent avec le tissu industriel local leur permet de développer une capacité d'expertise des risques (Straus, 2011, p. 46). Néanmoins, ces établissements bancaires concentrent leurs risques sur les activités d'un territoire restreint ce qui les rend fragiles en cas de ralentissement, dans la mesure où toute leur clientèle est touchée en même temps car le risque est peu diversifié. Les banques vont commencer à se régionaliser pour gagner en surface financière et en résilience<sup>45</sup> et la Banque

---

<sup>44</sup> « Un cas représentatif de la percée de ces banques nouvelles est fourni par Jean Conrad Hottinguer (1764-1841), qui vient de Zurich s'initier à la banque et aux métiers du négoce chez Lecouteux de Canteleu en 1784 ; il se lance dans l'armement maritime à Nantes à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, où il dispose d'un comptoir commercial ; et il pratique au Havre l'importation du coton et l'exportation de cotonnades ; puis il fonde sa banque en 1786, qu'il ferme de 1793 à 1798 à cause de l'émoi révolutionnaire. Cette maison accède vite alors à l'establishment de la Haute banque : son patron devient baron d'Empire en 1810 et est régent de la Banque de France de 1803 à 1833 » (Bonin, 1992, p. 46).

<sup>45</sup> « [L]es milieux d'affaires souhaitent donc édifier une banque régionale qui allie la puissance indispensable à l'expansion et la soumission à des intérêts locaux soucieux de leur indépendance vis-à-vis des Parisiens et de la discrétion des opérations. Ce « patriciat » se réjouit de travailler avec des banquiers profondément enracinés dans la région : ils [...] sont parfois aussi issus de grandes familles locales » (Bonin, 1992, p. 71).

de France va installer des succursales sur tout le territoire pour assurer le réescompte du papier commercial à une échelle nationale. La Banque de France se voit confier en 1848 le monopole de l'émission de billets de banque et du réescompte. C'est à cette époque qu'elle va multiplier ses succursales pour faciliter la circulation du papier commercial : la Banque de France peut, localement, réescompter du papier commercial contre des billets de banque, sans faire « remonter » ce papier au siège.

En somme, à la fin de la première révolution bancaire s'est formé un réseau de banques sur tout le territoire. La Haute banque parisienne est complétée par un réseau de banques locales et régionales. La Banque de France obtient progressivement un statut spécial et devient en quelque sorte la banque des banques : les banques escomptent le papier commercial et la Banque de France réescompte ce papier et émet des billets. C'est le système bancaire hiérarchisé moderne qui est en train de naître. Il faudra cependant attendre la seconde révolution bancaire, à partir de 1850, pour que cette mutation s'accélère.

« Ainsi s'opère un véritable reclassement industriel, qui dégage les activités majeures, celles de l'avenir, qui assurent la victoire des régions les mieux adaptées, préparant ainsi une seconde industrialisation, plus massive, plus totale, celle de la deuxième moitié du XIXe siècle et du XXe » (Léon, 1967, p. 184)

La première moitié du XIXe siècle est marquée par cette première révolution bancaire qui permet de réaliser les investissements nécessaires au lancement des activités « d'avenir », en complétant l'autofinancement qui était jusque-là le mode dominant de financement de l'activité. Cette industrialisation « massive », « totale », qu'évoque Pierre Léon se fait dans la seconde révolution industrielle et marque l'entrée dans l'ère d'hégémonie du mode de production capitaliste.

### **1.3. Le mode de production capitaliste et la mutation des systèmes monétaires**

Nous avons cherché à faire une histoire de l'essor du mode de production capitaliste. Il est en revanche impossible de faire ici l'histoire du capitalisme tant il a pris des formes diversifiées selon les contextes et les époques (Amable, 2005). Notre objectif se circonscrit à mettre en évidence la logique profonde de la mise en œuvre de la production dans les systèmes capitalistes afin de montrer en quoi celui-ci a modifié l'organisation monétaire pour permettre l'accumulation. Le mode de production capitaliste est fondé sur la propriété privée des moyens

de production, la concurrence et le salariat. La seconde révolution industrielle appelle une évolution des modalités de financement de la production. Une seconde révolution bancaire va alors permettre l'émergence du capitalisme industriel à proprement parler (1.3.1). L'évolution des institutions bancaires a des implications sur le plan des pratiques monétaires. L'utilisation du billet et, dans une certaine mesure, du dépôt bancaire connaît une croissance notable. Cependant, confronté à la problématique du financement de la Première Guerre Mondiale, le système de l'étalon-or, trop rigide, montre ses limites. L'entre-deux guerres est marqué par le risque d'illiquidité qui pèse sur le système bancaire en l'absence d'un prêteur en dernier ressort. Après la Seconde Guerre Mondiale, la contrainte de l'or va se relâcher et que le rôle des banques centrales va s'affirmer pour donner naissance aux systèmes hiérarchisés modernes (1.3.2). La hiérarchisation des systèmes bancaires a été le moyen de mettre en place une confiance durable dans la monnaie et de stabiliser le conflit sur la capture du pouvoir d'émission. L'étude de la dynamique d'émission de ces systèmes monétaires amène à penser qu'ils sont propices aux crises financières (1.3.3).

### ***1.3.1. La seconde révolution bancaire en France à partir de 1850***

#### **a. Seconde révolution bancaire et régulation concurrentielle du mode de production capitaliste (fin XIXe – début XXe)**

La seconde moitié du XIXe siècle est marquée par des innovations techniques notables, telles que le moteur à explosion et la maîtrise de l'énergie électrique, qui alimentent une seconde révolution industrielle. L'amélioration des techniques permet d'augmenter la production agricole et la démographie. La main d'œuvre agricole va alors se « déverser » sur les industries urbaines, pour reprendre l'expression d'Alfred Sauvy (1980) : c'est l'exode rural<sup>46</sup> qui va favoriser la généralisation du rapport salarial. Comme le note Straus (2011, p. 36), à partir du milieu du XIXe siècle et compte tenu des progrès sur le plan technique et de l'accélération du processus d'industrialisation, « il ne fut plus question [pour les capitalistes] d'entrer dans la profession en créant un petit établissement. La constitution en société anonyme permit alors de réunir un noyau d'actionnaires ». Dans ce contexte, les besoins en capital fixe augmentent et les profits industriels sont compressés compte tenu de la forte concurrence entre les unités productives, encore faiblement concentrées (Boyer, 2015, p. 53). Dans ce capitalisme industriel concurrentiel, la nature de la demande de financement a évolué ; il ne s'agit plus pour les

---

<sup>46</sup> L'exode rural est à relativiser, dans la mesure où se développe aussi le travail à domicile (Verley, 1997, p. 254).

établissements bancaires d'offrir du crédit commercial à brève maturité mais de financer du capital fixe sur de longues échéances.

La Haute banque prendra des prises de participation dans des sociétés anonymes aux côtés d'industriel ou pilotera l'émission de valeurs mobilières pour leur compte. Elle apporte ainsi du capital et/ou son savoir-faire financier aux industries de la seconde révolution industrielle. Ces financements sont souvent intrinsèquement liés à des réseaux informels et familiaux, et la Haute banque parisienne, dont l'activité est fondée sur la rotation rapide des capitaux (Bonin, 1992, p. 53), n'est pas, dans ce contexte d'industrialisation rapide nécessitant de longues immobilisations, en mesure de satisfaire les besoins de financement. Les banques locales et régionales vont jouer un rôle complémentaire, puisant leurs ressources dans les fonds déposés par la petite bourgeoisie provinciale, les notables et les entreprises de leur territoire. Ces banques vont, d'après Straus (2011, p. 39), « satisfaire en partie les besoins des nouveaux entrepreneurs assez hardis pour se lancer dans des secteurs innovants », ces besoins nouveaux consistant en du crédit à l'investissement et en des avances en compte courant.

Cependant, Haute banque et banques locales de la première révolution bancaire ne sont pas en mesure de satisfaire les besoins de l'industrialisation. C'est dans ce contexte que la seconde révolution bancaire prend un tournant déterminant avec la création des grandes banques de dépôts, essentiellement à partir des années 1860, avec le Crédit Lyonnais (1863) ou la Société Générale (1864), et des années 1870, avec Paribas (1872) notamment. Si ces grandes banques naissantes sont à cette époque des « banques mixtes », dont les pratiques chevauchent la distinction usuelle entre banques de dépôt et banques d'affaire, la distinction entre ces deux types d'activités va s'établir plus clairement à partir des années 1880. À la fin du XIXe et au début du XXe, les grandes banques se concentrent sur la gestion des ressources à brève échéance. L'atout principal de ces grandes banques est de mettre en place leur réseau d'agence à l'échelle nationale<sup>47</sup> pour collecter l'épargne thésaurisée et offrir aux ménages ainsi qu'aux entreprises des services bancaires comme les comptes courants et les carnets de chèque. En

---

<sup>47</sup> Pour développer leur réseau à l'échelle nationale, les grandes banques ouvrent des agences, soit en les créant de toutes pièces, soit en absorbant les banques locales (Bonin, 1992, p. 97). Ces dernières voyaient par ailleurs leurs activités se rapprocher de celles des banques de dépôts au début du XXe siècle (Straus, 2011, p. 46).

somme, il s'agit de faire converger le « numéraire flottant »<sup>48</sup>, vers les banques de dépôts en offrant des services bancaires gratuits et en rémunérant l'épargne thésaurisée.

Les banques de dépôts sont donc exposées à un risque d'illiquidité. Sur le plan des pratiques monétaires l'usage du billet devance celui du dépôt transférable et la contrainte de convertibilité des dépôts en billets rend complexe la transformation des maturités, dans un contexte où les banques peuvent faire face à tout moment à des ruées au guichet. Les grandes banques de dépôts mettent en place des stratégies pour rester liquides, en mettant en adéquation leurs emplois et leurs ressources. Ce sont alors les banques d'affaires qui vont se spécialiser dans les opérations « capitalistes », c'est-à-dire dans « les opérations liées au marché financier, à l'émission en Bourse d'actions et d'obligations » (Bonin, 1992, p. 105), afin de fournir les entrepreneurs en capitaux longs. Elles réalisent les émissions de valeurs mobilières en se regroupant en syndicats d'émission.

« Ces syndicats sont d'abord dominés par la Haute banque [...]. Cependant, le grossissement de la taille de l'économie industrielle impose un changement d'envergure des « opérations capitalistes » : désormais, les grandes entreprises lancent de grosses émissions pour lesquelles la force de placement doit être ample ; aussi nombre de maisons de Haute banque s'unissent-elles pour constituer ensemble des « syndicats d'émission » et, peu à peu, ces alliances quasi permanentes en « pôles d'affaires » débouchent sur la création des « banques d'affaires » » (Bonin, 1992, p. 109).

Ainsi, au début du XXe siècle, le système bancaire est organisé en deux grands types de banques : les banques de dépôts (dont le développement est lié à celui des banques locales et régionales) et les banques d'affaires (qui émergent à partir de la Haute banque). Ces banques, et particulièrement les banques de dépôts qui doivent faire face à des retraits en billets, ont accès au vaste réseau de la Banque de France pour réescompter leurs actifs courts.

## **b. Implications sur le plan des instruments monétaires et du mode général d'émission**

Cette bancarisation progressive des particuliers et des entreprises permet, sur le plan des pratiques monétaires, de développer le recours au dépôt bancaire transférable et au billet de

---

<sup>48</sup> Voir « Première notice publicitaire du Crédit lyonnais » (1863). Cité par Jean Bouvier dans *Un siècle de banque française* (1973) puis reproduit dans Bonin (1992, p. 99).

banque, relativement aux pièces métalliques. Si au début du XIXe siècle, les pièces représentent la quasi-totalité de la masse monétaire, les billets de banque et des dépôts à vue se développent progressivement au cours du XIXe siècle. L'usage encore très limité du dépôt à vue comme moyen de paiement en fait un instrument monétaire tout à fait secondaire comparativement au billet de banque qui n'est lui-même utilisé que par les commerçants et pour des transactions importantes jusqu'à la fin du XIXe siècle (Hautcoeur, 2011, p. 3-5 ; Leclercq, 2010). D'après Plessis (1996, p. 86), quand des particuliers souhaitent, au début du XXe siècle, réaliser un paiement, « ils vont à la banque effectuer un retrait, sous forme de billets de banque, qui leur servent de moyen de règlement ». Ainsi, si au début du XXe siècle les dépôts bancaires dépassent, en proportion de la masse monétaire, les espèces métalliques (Nishimura, Yago, 2006, p. 205), ils restent peu utilisés dans la réalisation des paiements et les virements sont rares (Hautcoeur, 2011, p. 6). Sur le plan de l'évolution du poids relatif des instruments monétaires, le billet de banque connaît un essor plus rapide que les dépôts à vue. Ceci s'explique par le fait qu'une partie de la population n'est pas encore bancarisée et n'utilise donc que la forme papier (et les pièces). D'autre part, le billet convertible à vue est directement dérivé des espèces métalliques, tandis que les dépôts bancaires ajoutent une étape de conversion : du dépôt au billet, puis du billet au métal. Il ne faut pas négliger à quel point le passage à une monnaie de papier peut s'avérer difficile à faire accepter aux utilisateurs, dans la mesure où les pièces métalliques étaient au cœur des systèmes monétaires européens du Xe jusqu'au début du XIXe siècle.

« Au fond le billet et le chèque ont bien la même racine – la mobilisation d'un avoir en compte bancaire – mais le billet élargira très vite son aire de circulation bien au-delà du cercle restreint des titulaires d'un compte bancaire. La forme papier sera alors le moyen de gagner la population non bancarisée à la nouvelle monnaie, la monnaie fondée sur le crédit bancaire » (Servet *et al.*, 1991, p. 331).

La mutation qui s'opère à la fin du XIXe et au début du XXe n'est donc pas totale ; les instruments monétaires évoluent mais la logique fondamentale de l'étalon métallique n'est pas altérée. Dans le système d'étalon-or qui prévaut alors, l'émission de billets doit se faire sur la base d'une contrepartie en or, garantissant la possibilité de convertir en métal précieux, au même titre que les pièces métalliques devaient contenir un certain poids en métal précieux lors de leur émission. Sur le plan du mode général d'émission, la contrainte de la convertibilité or



des billets (et des dépôts en billet) est encore un frein notable à l'émission par la monétisation des créances. Le billet permet de se défaire de la contrainte stricte qu'opère le métal précieux quand il est utilisé sous forme de pièces, dans la mesure où quand les billets circulent il n'est pas nécessaire de repasser systématiquement par la forme métallique. Ainsi, il est possible pour la Banque de France d'émettre davantage de billets qu'elle ne dispose de réserves d'or, tout comme il est possible pour une banque de réaliser des emplois sans disposer des ressources correspondantes. Tant que la Banque de France et les banques de dépôts restent liquides, la monétisation des créances peut être réalisée et la masse monétaire peut s'étendre. Cependant, le risque de ruée, que ce soit au guichet des banques pour convertir des dépôts en billet, ou au guichet de la Banque de France pour convertir des billets en or, amène à limiter l'émission. Au niveau de l'émission de billets notamment, la Banque de France recourt à des politiques de limitation, qui passent successivement par des plafonds d'émission (1870 – 1928) puis par un taux minimum de couverture (1928 – 1939). Dans ces régimes d'émission, il y a donc un contrôle quantitatif de l'émission de monnaie.

Les épisodes successifs de suspension de la convertibilité des billets, c'est-à-dire les épisodes où est mis en place un cours forcé des billets, notamment à l'occasion des guerres (1870, 1914), va favoriser la généralisation de l'usage du billet comparativement aux pièces métalliques. Cette dynamique de déconnexion progressive aboutit à la suspension définitive de la convertibilité en métal des billets émis par la Banque de France en 1936. Cependant, la contrainte de convertibilité des dépôts en billet n'est pas levée, et la monétisation des créances doit se faire prudemment car, en l'absence de prêteur en dernier ressort, c'est-à-dire tant que la Banque de France ne garantit pas la fourniture de billets à toutes les banques illiquides mais solvables, une augmentation de la demande de billets de la part du public peut mettre en faillite les établissements bancaires. Or, dans la première moitié du XXe siècle, la Banque de France ne joue pas encore pleinement ce rôle, comme l'illustre la crise bancaire de 1914 :

« La Banque de France a déjà joué le rôle de prêteur en dernier ressort (PDR) par le passé en 1889 en accordant à la demande du ministre des Finances un prêt de 100 millions de francs pour éviter la contagion des difficultés du Comptoir d'escompte de Paris, établissement en faillite frauduleuse. En 1914, il ne s'agit plus de faire face au défaut d'un établissement, même de grande taille, mais d'affronter une crise plus globale de liquidité, produit de l'inquiétude des déposants et des

possédants. [...] [E]n décrétant un moratoire des dépôts bancaires plutôt qu'en déployant une stratégie de large réescompte, la France « rate » son entrée dans ce qu'on appelle en anglais le *modern central banking* » (Blancheton, 2016, p. 200).

Si la crise bancaire déclenchée à la suite de la crise de 1929 « est demeurée, relativement aux autres grands pays capitalistes pendant la crise mondiale, très modérée » (Bouvier, 1989, p. 313-314)<sup>49</sup>, elle fut le théâtre de paniques bancaires et la Banque de France ne semble pas non plus avoir été en mesure de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort. La Banque n'est pas encore une banque centrale à proprement parler :

« [E]lle est gênée par le conflit d'intérêts qu'engendre le chevauchement de sa propre activité de banque privée (elle prête à sa clientèle particulière), avec sa fonction de prêteur ordinaire aux banques qui se refinancent auprès d'elle (par le réescompte du papier commercial escompté à leurs propres clients). Dès lors, la Banque de France, lors des paniques, s'interdit d'augmenter ses prêts à toutes les banques illiquides » (Lacoue-Labarthe, 2005).

C'est dans la seconde moitié du XXe siècle que la Banque de France assumera plus franchement son rôle de banque centrale moderne et que la contrainte de l'or sera pleinement relâchée. C'est aussi dans cette seconde moitié du XXe siècle que les systèmes monétaires modernes, fondés sur des systèmes bancaires hiérarchisés, vont se généraliser et que le mode d'émission va pouvoir achever sa mutation pour s'exprimer pleinement.

### ***1.3.2. La hiérarchisation des institutions bancaires***

#### **a. La régulation fordiste du mode de production capitaliste et l'affirmation des banques centrales dans la seconde moitié du XXe**

La régulation concurrentielle du capitalisme qui s'exerce pleinement à la fin du XIXe et au début du XXe est entrée en crise dans l'entre-deux guerres et a fait émerger une forme de capitalisme qu'on peut qualifier d'administré ou de fordiste (Aglietta, 1976). C'est dans ce contexte, où l'État prend une place grandissante dans le fonctionnement de l'économie, que les banques centrales vont s'affirmer. La régulation fordiste du capitalisme renvoie à la coexistence

---

<sup>49</sup> « Les deux temps forts de la crise des banques (fin 1930, fin 1931) n'ont jamais mis en péril les plus anciens et les plus grands établissements [...]. Les 276 faillites de banques par actions [...] et les bien plus nombreuses disparitions de banquiers (en sociétés de personnes) touchent la masse des professionnels de la province et certaines anciennes maisons locales ou régionales [...]. Mais l'édifice bancaire en sort assaini et davantage concentré ».

d'une production de masse et d'une consommation de masse dans un cadre national, grâce à l'évolution du rapport salarial sous l'impulsion de la représentation collective. Dans un contexte où le capital s'est beaucoup concentré en comparaison au capitalisme de la fin du XIXe siècle<sup>50</sup>, la production s'organise autour de grosses unités productives dans lesquelles la présence de l'État est forte. L'organisation monétaire sous l'ère fordiste, c'est-à-dire pendant la période dite des Trente Glorieuses, est donc modifiée pour être mise en cohérence avec cette stratégie globale de développement.

Si la convertibilité a été abandonnée dès 1936, l'arrivée du Front Populaire fût aussi l'occasion de modifier la gouvernance de la Banque de France, ce qui se traduit par une nationalisation *de facto* qui sera complétée au sortir de la Seconde Guerre Mondiale d'une nationalisation *de jure*. C'est dans ce mouvement historique que « la Banque de France a à la fois subi et engagé une véritable mutation institutionnelle, fonctionnelle et culturelle, au point de devenir un rouage actif d'un appareil de crédit au service d'une politique économique nationale » (Margairaz, 2016)<sup>51</sup>. En même temps que la Banque de France est nationalisée, l'État prend le contrôle des quatre plus grandes banques commerciales (Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir National d'Escompte de Paris et Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie) en vue de « favoriser le développement du commerce et de l'industrie en France » peut-on lire à l'article 6 de la loi n° 45-15 du 2 décembre 1945. Cette loi prévoit également que le Ministre des Finances, par l'intermédiaire de commissaires qu'il nomme, ait un droit de veto sur toutes les décisions prises par les conseils d'administration, et encadre strictement les modalités selon lesquelles les banques d'affaires peuvent opérer (article 11)<sup>52</sup>. En nationalisant la banque centrale et un vaste pan des banques de second rang, l'État se donne

---

<sup>50</sup> Dans les phases de retournement, c'est-à-dire lors des différentes crises, le capital se concentre par à-coups, ce qui réduit le degré de concurrence entre les capitalistes. Dans le même temps, la forme du rapport salarial évolue, dans la mesure où les organisations collectives prennent de l'ampleur, tout particulièrement les forces syndicales. Entre autres choses, les organisations de travailleurs luttent pour limiter l'effondrement des salaires et de l'emploi lors des périodes de retournement ainsi que pour l'indexation des salaires nominaux sur l'inflation.

<sup>51</sup> « Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, la vague de nationalisations qui toucha toutes les banques centrales traduit aussi la part grandissante [...] que prirent à cette date les trésoreries nationales dans la détention de l'expertise et l'exercice du pouvoir monétaire » (Feiertag, 2005, p. 23). Baubeau (2005, p. 170) montre comment, dans la seconde moitié du XXe siècle, le poids du capital de la Banque de France dans son bilan s'est réduit, au point de devenir quasiment nul (le montant nominal de capital est stable mais le bilan augmente fortement). Il insiste sur le fait que l'organisation monétaire a été pleinement mise au service de la reconstruction, de la croissance et de la paix sociale (Baubeau, 2005, p. 176).

<sup>52</sup> <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=LEGITEXT000006072686>

les moyens d'assurer le financement de la production et met la totalité de la chaîne du financement à l'abri du risque d'illiquidité, et même du risque d'insolvabilité :

« Le prêteur en dernier ressort se trouvait doté d'un garant en dernier ressort, annulant, au moins en théorie, le risque de faillite ou de défaut de paiement »  
(Baubeau, 2005, p. 181).

L'usage des dépôts bancaires peut plus facilement se généraliser parmi le public, le risque d'illiquidité (et, dans le cas d'une banque publique, d'insolvabilité) ayant « disparu ». Les billets n'étant plus convertibles en or<sup>53</sup>, ils circulent sans ruée vers la banque centrale. Le passif bancaire court, entendu au sens large, c'est-à-dire en incluant les dépôts à vue au passif des banques et les billets au passif de la banque centrale, deviennent à ce stade les instruments centraux du système monétaire. À partir de la seconde moitié du XXe siècle, les pièces ne servent plus qu'à « diviser » les billets, elles n'ont plus aucune valeur intrinsèque. Si elles continuent à circuler, ce n'est plus qu'à titre complémentaire aux éléments de passif bancaire. Dans l'absolu, il eut été tout à fait possible de supprimer les pièces, mais conserver la pièce c'est maintenir une continuité apparente dans les pratiques monétaires, ce qui facilite l'adoption de la monnaie de banque. À ce stade de notre développement, le rapport entre les instruments de crédits ayant émergé au XIIe siècle et les pièces métalliques s'est donc totalement inversé. Sous l'effet du passage du mode de production féodal au mode de production capitaliste, le système monétaire a profondément muté.

### **c. Monnaie et confiance**

Comme le souligne Simiand (1934, p. 46), « toute monnaie est fiduciaire » (du latin *fiducia*, confiance) y compris les monnaies marchandises, comme l'or, qui « n'est que la première des monnaies fiduciaires : il ne l'est pas plus. Mais il ne l'est pas moins ». Les monnaies métalliques, en tant que monnaies marchandises, étaient cependant un cas spécifique. Bien que fiduciaires dans la mesure où leur pouvoir libérateur est supérieur à leur valeur intrinsèque, elles ne sont pas de « purs » signes. Le « payé » a confiance dans le fait que la pièce

---

<sup>53</sup> À partir de Bretton Woods, le système monétaire international s'organise sur le mode de l'étalon change-or. Dans ce système, les monnaies nationales sont convertibles en dollars et ce dernier reste convertible en or. Les monnaies ne sont donc qu'indirectement exprimées en or et ne sont plus directement convertibles. Ce système explosera dans les années 1970 et laissera place à une période de flottement généralisé des monnaies, où la convertibilité or n'est plus assurée

sera acceptée à l'avenir en paiement mais, à défaut, il a confiance dans sa capacité à tirer de cette pièce *a minima* la valeur du métal qui y est contenue<sup>54</sup>.

C'est une des raisons pour lesquelles la monnaie de papier, quant à elle *totale*ment dépourvue de valeur intrinsèque, est généralement évoquée sous le terme de monnaie fiduciaire. La confiance pouvait porter sur la capacité de la banque émettrice des billets à rester liquide dans le cas de billets convertibles en métaux précieux, c'est-à-dire avant qu'une banque centrale ne se voit dotée d'un monopole d'émission. Aujourd'hui, les billets sont inconvertibles et la confiance porte sur l'autorité collective qui définit le cours légal de ces billets et les émet. Les monnaies de crédit modernes ont émergé sous l'impulsion des puissances marchandes qui ont développé leurs propres moyens d'échange, mais celles-ci ne se sont généralisées qu'avec le concours des puissances publiques qui ont fourni l'espace monétaire adéquat à leur circulation. Dans cet esprit, c'est un certain équilibre entre les puissances publiques et les puissances marchandes qui a permis la généralisation des monnaies scripturales modernes :

« Without a wider base, the liquidity of bills of exchange was almost entirely restricted to banking and mercantile networks, and could not evolve into credit-money currency. In other words, there were definite social and political limits to the market-driven expansion of credit money. The essential monetary space for a genuinely impersonal sphere of exchange was eventually provided by states » (Ingham, 2004, p. 122).

Cet équilibre des puissances dans les systèmes hiérarchisés est ce qui permet de générer une confiance durable dans le signe monétaire. Dans un système où la monnaie scripturale est dominante, la confiance dans le système bancaire est d'autant plus fondamentale que l'intégrité du système de paiement est conditionnée à la liquidité des banques commerciales.

Dans la perspective d'Aglietta (2019), la confiance est un système social qui prend trois formes hiérarchisées et articulées. La confiance méthodique renvoie aux routines, aux régularités dans l'usage quotidien des instruments monétaires. Il s'agit donc d'une forme de confiance procédurale qui repose sur la répétition des actes mobilisant la monnaie. La confiance méthodique, pour le dire autrement, est « une armature de repères et de rôles où se moulent les

---

<sup>54</sup> Sous réserve que son compte bancaire soit suffisamment provisionné dans le cas d'une carte de débit ou, à défaut, qu'il ait une carte de crédit.

agents privés » (Aglietta, Orléan, 2002, p. 104). Elle s'exprime, par exemple, dans le fait que l'utilisateur d'une carte bancaire, quand il se rend dans un commerce qui dispose du terminal nécessaire, n'a pas de doute sur la possibilité de réaliser un paiement<sup>55</sup>. Il s'agit d'une forme de confiance horizontale qui s'établit entre les usagers de la monnaie, successivement payeurs et payés.

La confiance hiérarchique quant à elle est une forme de confiance verticale qui s'exerce entre les usagers de la monnaie et l'institution publique responsable de l'intégrité du système de paiement (Aglietta *et al.*, 2016, p. 72), c'est-à-dire, pour ce qui est des systèmes monétaires modernes, la banque centrale. Maintenir l'intégrité du système de paiement fondé sur la monnaie de banque consiste à garantir l'accès à la liquidité à toute banque solvable en se portant prêteur en dernier ressort. La banque centrale, qui incarne la confiance hiérarchique, peut jouer son rôle dans la mesure où elle a préalablement reçu une délégation de souveraineté pour opérer dans le champ monétaire. Cette souveraineté spécifique lui est déléguée par les institutions détentrices de la souveraineté politique. La dernière forme de confiance, la confiance éthique, renvoie alors à la question de la légitimation de ce pouvoir politique.

Dans les sociétés démocratiques modernes, « les entités qui reçoivent délégation de la souveraineté, l'État en tant qu'exécutif politique d'un côté, la banque centrale de l'autre, doivent collaborer sous l'égide d'un principe unique de souveraineté qui les englobe : l'ordre constitutionnel » (Aglietta, 2019). Pour Aglietta et Orléan (2002, p. 104) les États, au travers d'ordres constitutionnels différenciés, formalisent des espaces de souveraineté distincts traduisant des divergences sur les valeurs, les normes et les principes acceptés par les citoyens. La monnaie est une construction sociale qui véhicule les valeurs et les normes collectives de la communauté dans laquelle elle circule. En ce sens, « l'ordre monétaire a une base morale » (Aglietta *et al.*, 2016, p. 69). Ces auteurs se rapprochent donc de la tradition durkheimienne<sup>56</sup> dans ce que Bourdieu ([2012] 2015, p. 122) appelait la « quête sociologique d'un lieu central où se trouvent concentrées les ressources d'autorité légitime ». Ce n'est qu'une fois ces valeurs éthiques incorporées dans la constitution que découle de celle-ci l'autorité de l'État en tant qu'incarnation de la puissance publique, à même de garantir l'acceptabilité de la monnaie, et partant, de générer de la confiance. L'autorité publique, celle de l'État, est donc bornée par des

---

<sup>55</sup> Sous réserve que son compte bancaire soit suffisamment provisionné dans le cas d'une carte de débit ou, à défaut, qu'il ait une carte de crédit.

<sup>56</sup> Halbwachs (1912, p. I-XVII) parlait, à propos de l'État, du « foyer central des valeurs ».

principes éthiques. Le respect de ces principes (du moins en apparence) permet à l'autorité publique de maintenir la forme de confiance la plus fondamentale : la confiance éthique. C'est l'adhésion collective à ces principes qui fonde la confiance éthique et donne à voir la société comme « communauté de destin » (Aglietta, Orléan, 2002, p. 116).

Cette approche institutionnaliste insiste sur le rôle privilégié de l'État dans la construction de la confiance. Un tel processus est complexe dans la mesure où la confiance collective ne se décrète pas, ne peut pas être imposée. Sur ce point ces auteurs divergent de la pensée (néo)chartaliste<sup>57</sup> qui considère qu'en fixant la monnaie dans laquelle les impôts doivent être payés, les États peuvent imposer la monnaie de leur choix, dans la mesure où il crée une demande incompressible pour ce type de monnaie et où ils disposent d'un pouvoir coercitif. Des épisodes historiques comme l'émission des assignats de la période révolutionnaire amènent cependant à relativiser cette approche. Pour qu'une communauté d'utilisateurs ait confiance en un signe monétaire, il est nécessaire que l'ordre monétaire dans lesquels ils évoluent leur semble légitime, ou du moins suffisamment légitime pour ne pas le contester.

Aglietta et Orléan (2002, pp. 212-213) insistent sur l'importance de deux principes de légitimation du régime monétaire, à savoir le principe de garantie et le principe de croissance. Le premier renvoie à la pérennité de l'unité de compte dans le temps et a vocation à réduire l'incertitude en fournissant un ancrage nominal<sup>58</sup>. Le second principe, dit principe de croissance renvoie quant à lui à une « promesse de prospérité future » qui « s'exprime par une exigence de plein emploi » (2002, p. 213). Dans un esprit similaire, Harribey *et al.* (2018, p. 29) notent que 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 ».

Maintenant que nous avons vu comment les passifs bancaires sont devenus les instruments centraux des systèmes monétaires modernes, nous allons nous pencher plus en détail sur la dynamique de ces systèmes hiérarchisés.

---

<sup>57</sup> La pensée chartaliste, initiée par Knapp ([1905] 1924), considère que la monnaie est une pure création de la loi. Ce courant de pensée a connu plus récemment un regain d'intérêt autour des auteurs néochartalistses, se revendiquant de la *Modern Monetary Theory* (MMT), tels que Wray (2015) ou Kelton (2020).

<sup>58</sup> « *The nominal anchor is to be seen not as an absolute nominal anchor (i.e., no inflation) but as a conventional variation of the price level. Through inflation targeting, for instance, modern central banks allow agents to anchor their inflationary expectations* » (Malherbe *et al.*, 2019, p. 139).

### *1.3.3. Les systèmes hiérarchisés et leur dynamique*

#### **a. De paris microéconomiques décentralisés à l'homogénéisation des signes monétaires**

Les banques sont aujourd'hui au cœur du système monétaire en tant qu'elles sont créatrices de monnaie. Comme le note Aglietta (2008, p. 78), « le pouvoir de création monétaire acquis par les banques a été le fruit d'une longue évolution, qui s'est épanouie au XXe siècle avec la bancarisation générale des paiements ». La création de monnaie scripturale par les banques repose sur le procédé de monétisation des créances, c'est-à-dire par la transformation de créances non transférables en créances liquides<sup>59</sup>. Les banques ayant réussi, au terme du processus de bancarisation, à faire de leur dette un moyen de règlement, peuvent créer de la monnaie en délivrant des crédits (Denizet, 1982, p. 125). John Kenneth Galbraith ([1975] 1994, p. 38) écrivait que « le processus par lequel les banques créent de l'argent est si simple que l'esprit en demeure confondu ». En effet, la monnaie scripturale « n'existe qu'en vertu d'écritures passées dans les comptes des banques au nom des titulaires de cette monnaie » (Poulon, 2015, p. 155). Les écritures en question consistent à porter à l'actif de la banque une créance sur le client et à inscrire à son passif un dépôt à vue d'un montant égal (qui constitue une dette envers le client). La création de monnaie scripturale consiste alors en un « accroissement simultané de l'actif et du passif de l'établissement bancaire concerné » (Plihon, 2013a, p. 18). La monnaie scripturale apparaît donc dans ce qu'Aglietta (2008, p. 76) qualifie d'acte « double et indissoluble par lequel la décision de prêter n'est pas le transfert d'un dépôt préexistant, mais bien la formation d'un nouveau dépôt », conformément à la perspective keynésienne selon laquelle les crédits font les dépôts. Si les banques, prises dans leur ensemble, sont indéniablement créatrices de monnaie, Moschetto et Roussillon (1996, p. 59) notent que « les banques exercent quasi inconsciemment ce pouvoir complexe ».

Le processus de création monétaire est un processus décentralisé. Dans l'absolu, chaque banque émet sa propre monnaie du fait qu'elle ne monétise pas nécessairement le même type de créances que ses concurrentes. En fonction du type de créances monétisées, elle n'expose pas son actif au même niveau de risque. En d'autres termes, la contrepartie (à l'actif) des dépôts à vue (au passif), c'est-à-dire de la monnaie qu'elle émet, peut-être de plus ou moins bonne qualité. Pourtant, dans le système monétaire actuel, tous les dépôts à vue jouissent du même

---

<sup>59</sup> « En substituant son crédit indiscuté à celui d'emprunteurs à faible notoriété, [la banque] permet la monétisation des créances de ces derniers » (Denizet, 1982, p. 18).



pouvoir libérateur et ce quel que soit l'établissement bancaire qui en est à l'origine. Autrement dit, malgré l'hétérogénéité des actifs qui en sont la contrepartie, le passif bancaire court est indifférencié.

A la décentralisation de l'émission répond donc une nécessaire centralisation permettant l'homogénéisation des monnaies bancaires. Cette homogénéisation passe par la banque centrale qui est la seule institution capable de fournir aux banques la monnaie centrale. La monnaie centrale, émise au passif de la banque centrale, est constituée d'une partie fiduciaire en circulation (les billets) ainsi que d'une partie scripturale qui ne circule pas dans l'économie, mais seulement entre les institutions bancaires et financières qui « règlent leurs opérations mutuelles en monnaie centrale » (Poulon, 2015, p. 160). Dès lors, comme le note De Brunhoff (1971, p. 124), il ressort que « la monnaie centrale sert de moyen de règlement commun, et assure l'unité du système malgré la pluralité des monnaies scripturales ». Lorsqu'un client de la banque A transfère un dépôt à vue vers le compte d'un client de la banque B, et dans la mesure où une opération de même nature et de même grandeur n'a pas lieu en sens inverse, la banque A doit fournir ce montant sous forme de monnaie centrale scripturale à la banque B. Lorsqu'un client d'une banque souhaite retirer des espèces au distributeur automatique, la banque en question doit être en mesure de convertir sur demande en monnaie centrale fiduciaire (billets) la monnaie bancaire scripturale (dépôt à vue) de son client.

De l'absolue nécessité d'accéder à la monnaie centrale pour les banques découle une vision selon laquelle la monnaie centrale est une monnaie d'un type supérieure, dans la mesure où « la monnaie scripturale ne peut être définie comme équivalent général que si elle est convertible en monnaie centrale » (De Brunhoff, 1971, p. 125). Aglietta *et al.* (2016, p. 160) évoquent à ce propos le principe d'irrévocabilité des paiements. Pour que les paiements entre les agents, réalisés en monnaie de banque, soient irrévocables, il est nécessaire qu'une compensation permette un règlement ultime entre les banques. Ce règlement s'effectue dans la liquidité ultime, la monnaie centrale. Ainsi, il apparaît que les systèmes hiérarchisés reposent sur une forme de dualité monétaire entre monnaie de banque et monnaie centrale. Cependant, pour De Brunhoff (1971, p. 125) « aucun des deux types de monnaie n'est à lui seul équivalent général, aucun ne l'est en dehors de ses relations avec l'autre ». C'est paradoxalement cette dualité qui donne au système monétaire hiérarchisé son unité et lui permet de former un tout cohérent.

La création de monnaie scripturale repose sur une anticipation de valeur. Cette anticipation procède de paris privés de financement opérés par les institutions bancaires, sur demande des agents non financiers. La discrimination parmi les demandes de crédit est à la discrétion du secteur bancaire. Les banques ont donc pour mission d'évaluer la rentabilité et le risque associés aux demandes de crédit : en ce sens elles sont tournées vers le futur, un futur incertain par nature. Les monnaies scripturales bancaires sont donc des *anticipations de valeur*, tandis que la monnaie centrale permet la validation de ces anticipations, c'est-à-dire de *réalisation de la valeur* une fois les paiements rendus irrévocables. En ce sens, la valeur est monétaire, elle n'est pas une substance préexistante (Orléan, 2011). La valeur ne se révèle que dans l'échange monétaire, validant ainsi *ex post* un processus qui lui est antérieur (Harribey *et al.*, 2018, pp. 36-37)<sup>60</sup>.

Tout en étant tournées vers le futur lorsqu'elles créent de la monnaie dans le cadre de leurs opérations de financement, les banques portent le poids, à leur actif, des choix de monétisation passés. Ces créances anciennes, non échues et toujours soumises à un risque de défaut ou de dévaluation, pèsent (positivement ou négativement) sur le processus décisionnel des banques. Nous pourrions parler à ce propos d'une mémoire ou d'une inertie dans le processus de monétisation des créances. De cette mémoire découle d'ailleurs un effet pro-cyclique du financement bancaire sur l'activité économique qui est à l'origine de l'instabilité financière.

### **b. Dynamique monétaire pro-cyclique et endogénéité des crises financières**

La création de monnaie scripturale se matérialise par l'inscription au passif du bilan bancaire d'un dépôt à vue. Cependant, cette création monétaire est de nature temporaire (Braná, Cazals, 1997, p. 66). C'est pourquoi l'extinction de la créance en question, par exemple le remboursement d'un crédit, entraîne une destruction de monnaie par un dégonflement simultané de l'actif et du passif bancaire (le client mobilise des dépôts à vue au passif bancaire pour éteindre sa dette à l'actif). Il ne peut y avoir de création monétaire nette (*i.e.* une croissance de la masse monétaire) que si les flux de crédits nouveaux sont supérieurs aux flux de

---

<sup>60</sup> Une vision alternative de la dualité entre ces deux formes monétaires peut être trouvée chez Le Héron (1984, 2020) qui considère que la monnaie préexiste à la production et à la valeur. *Ex ante*, lors de sa création, la monnaie est un « pouvoir d'acheter » et ne devient « pouvoir d'achat » qu'*ex post* lorsque les anticipations sont validées. En d'autres termes, Le Héron inverse le « saut périlleux de la valeur en prix » des marxistes et débouche sur l'analyse du « saut périlleux de la monnaie en valeur ».

remboursements, « de la même manière que le niveau d'une piscine s'élève lorsque le flux d'écoulement est inférieur au flux de remplissage » d'après la métaphore de Plihon (2013a, p. 19).

Selon Minsky ([1986] 2015, p. 617), « toute économie capitaliste souffre d'un problème intrinsèque parce que ses processus d'investissement et de financement génèrent des forces déstabilisatrices endogènes ». Bien qu'étant un « facteur essentiel du financement de l'investissement et de la croissance économique », la banque est une « force perturbatrice qui tend à induire et à amplifier l'instabilité » ([1986] 2015, p. 502). Ce qu'illustre le paradoxe de la tranquillité, c'est que l'instabilité financière émerge de la stabilité macroéconomique (Minsky, 1975, p. 11). Minsky fonde son argument sur l'articulation entre différents régimes de financement qui « sont caractérisés par des relations différentes entre les engagements de paiement de liquidités sur les dettes et les rentrées de fonds générées [...] [par le] débiteur » ([1986] 2015, p. 460). L'hypothèse d'instabilité financière de Minsky fait référence à un processus endogène de fragilisation financière, correspondant à un glissement progressif vers la crise, même à partir d'un régime de financement prudent.

En période de stabilité économique (faible volatilité de la croissance et de l'inflation), les contraintes de remboursement (principal et intérêts) sont toujours inférieures aux profits attendus pour les entreprises débitrices. Cette situation correspond à ce que Minsky appelle la « finance prudente » ([1986] 2015, p. 460). Il s'agit du premier régime de financement. Cette période de tranquillité et de croissance de l'activité favorise l'optimisme des agents quant à la continuité de l'expansion économique. Les anticipations étant positives (confiance en l'avenir), les entreprises ont tendance à augmenter leur production en vue de profits anticipés en hausse. Les banques répondent à cette demande de monnaie par une augmentation de l'offre de crédit. L'endettement permet un nouveau cycle d'expansion, et donc une hausse des profits, qui conforte à nouveau la confiance des agents. Les marchés financiers sont aussi impactés positivement par les anticipations favorables ; l'économie devient de moins en moins liquide. Cette confiance accrue prend son origine dans la mémoire de la monnaie scripturale, en ce qu'elle résulte de la validation (*ex post*) des bonnes anticipations réalisées (*ex ante*) par les banques dans le processus de monétisation des créances.

S'appuyant sur cet optimisme généralisé et sur la qualité supposée des créances dont elles disposent à leur actif, les banques réduisent leur vigilance quant à l'évaluation des risques

liés à une expansion trop rapide du crédit. Dans les périodes de croissance économique, les agents ne perçoivent plus la possibilité de survenance d'un choc macroéconomique défavorable, nous pouvons dire que les banques connaissent une forme d'aveuglement au désastre (*disaster myopia*)<sup>61</sup>, d'autant que l'emballlement du crédit est extrêmement rentable pour elles. Dans ce contexte euphorique, les banques ont tendance à être moins regardantes sur les capacités de remboursement des emprunteurs et à augmenter l'offre de crédit.

« Comme les banquiers vivent dans le même climat exceptionnel que les hommes d'affaires, les banquiers en quête de profits trouveront des moyens de satisfaire leurs clients ; ce comportement des banquiers renforce les pressions déséquilibrantes » (Minsky, [1986] 2015, p. 501).

Les moyens en question consistent à introduire dans un système dominé par la finance prudente des mécanismes spéculatifs du fait de la structure des taux d'intérêt. Ceux-ci étant plus faibles à court terme, il s'agit de financer des positions à long terme par de l'endettement à court terme, ce qui ouvre des perspectives de profit<sup>62</sup>, dans la mesure où les conditions du refinancement de la dette sont favorables. Ainsi, « [I]es possibilités de profits présentes au sein d'une structure financière solide font du basculement de la solidité à la fragilité un phénomène endogène » (Minsky, [1986] 2015, p. 467). En effet, le passage au régime de financement qu'il qualifie de « spéculatif » implique la nécessaire reconduction de la dette à court terme. Les profits des débiteurs ne couvrent plus le remboursement du principal, mais seulement celui des intérêts. Les besoins en monnaie du système productif pouvant être limités, dans la mesure où la capacité de développement des entreprises peut être contrainte par d'autres facteurs que l'accès au financement (rareté des ressources, faible demande anticipée...), les crédits bancaires peuvent alimenter des bulles financières. Le rôle du crédit dans le déclenchement du crédit a été illustré par l'étude historique d'Aliber et Kindleberger :

« Asset bubbles – most asset bubbles – are a monetary phenomenon and result from the rapid growth of the supply of credit. [...] [T]he cycle of manias and panics

---

<sup>61</sup> Voir Guttentag, J. M., Herring, R. (1986).

<sup>62</sup> « Les taux à court terme sont beaucoup plus faibles que les taux à long terme. [...] Dans un monde dominé par la finance prudente [...], la structure des taux d'intérêt génère des possibilités de profit dans les positions de financement des actifs immobilisés en recourant à l'endettement à court terme » (Minsky, [1986] 2015, pp. 467-468).

results from the pro-cyclical changes in the supply of credit » ([1978] 2015, pp. 18-20).

Les banques sont incitées à prêter à des fins spéculatives car elles sont guidées par les intérêts à court terme de leurs actionnaires. Dans cette temporalité réduite, les rendements leur apparaissent comme étant plus élevés dans la sphère financière que dans la sphère productive, étant donnée la rapidité des transactions financières et le recours important à des leviers d'endettement (les agents s'endettent massivement pour investir dans des actifs financiers surcotés). La production inclut quant à elle beaucoup d'incertitudes à chaque stade du processus et procède de taux de rentabilité plus faibles, qui plus est à un terme plus long. Dans le cadre de ce mouvement spéculatif le risque lié à l'augmentation du crédit est couvert par la possibilité de revendre les actifs à un prix plus élevé en cas de défaillance individuelle d'une part, ainsi que par le caractère auto-réalisateur de la spéculation d'autre part : plus la demande d'actifs augmente, plus les prix montent<sup>63</sup>.

En d'autres termes, la fragilisation des bilans provient d'une survalorisation de l'actif qui a été permise par la conviction, partagée par tout un chacun, que les créances monétisées ayant été de bonne qualité dans un premier temps, celles-ci continueront à l'être. Qu'il s'agisse de l'actif d'agents non bancaires impliqués dans la spéculation, ayant eu recours à un levier d'endettement auprès des banques, ou bien directement de l'actif des banques, le procédé est identique à l'échelle macroéconomique. Dans le dernier régime de financement décrit par Minsky (« finance Ponzi »), les profits ne permettent plus de couvrir ne serait-ce les intérêts, et les activités des débiteurs ne peuvent alors perdurer que par une hausse continue de la dette et par une prise risque excessive.

Le retournement du cycle financier peut procéder selon différents mécanismes. Chez Minsky, c'est la hausse des taux d'intérêt « induite par une hausse conjointe du 'risque du prêteur' et du 'risque de l'emprunteur' » qui déclenche la crise (Nasica, 2018, p. 90)<sup>64</sup>. La hausse du risque du prêteur renvoie au fait que l'investissement étant financé (au moins en partie) par de la dette, la hausse de l'investissement augmente le risque de défaut de

---

<sup>63</sup> Sapir résume cette idée et insiste sur la fragilisation de la situation des sociétés financières : « La hausse de la valeur [...] des actifs peut être causée par un excès initial du crédit par rapport au rythme de la production. Une fois engagée, cette hausse stimule, dans des mouvements spéculatifs haussiers, le développement du crédit et conduit à masquer une fragilité croissante du bilan des sociétés financières » (2000, p. 122).

<sup>64</sup> L'auteur fait, à la page suivante, une référence au principe du risque croissant de Kalecki (1937).

l'emprunteur. Le risque de l'emprunteur vient quant à lui, dans une perspective keynésienne, de la baisse des profits anticipés par les entrepreneurs. Ainsi, face au coût certain de leur dette et au rendement incertain de leurs investissements, les débiteurs les plus averses au risque commencent à liquider leurs actifs pour se désendetter, c'est-à-dire à les vendre, donc à augmenter l'offre, entraînant avec eux une baisse des prix. Ce retournement du marché annonce l'implosion de la bulle. Le poids de la mémoire ne disparaît pas pour autant une fois que cette bulle, née de la stabilité, explose. Bien au contraire, l'explosion de la bulle ne fera que modifier la forme de la mémoire, et ne laissera pas indemne le cycle économique.

A la confiance succèdera la défiance, tout aussi généralisée. Si cette défiance possède bien une part de rationalité dans les premiers temps faisant suite à l'explosion de la bulle, elle perdurera bien plus longtemps que de raison. Nous retrouvons ici, agissant en sens inverse, l'aspect pro-cyclique de la monétisation des créances. Quand les anticipations sont négatives, on assiste à une contraction du crédit qui asphyxie l'économie réelle, Sapir (2000, p. 122) évoque à ce propos un « phénomène d'autorenforcement dans la phase dépressive ». Lorsque les créances monétisées au cours des périodes précédentes s'avèrent *a posteriori* être de mauvaise qualité et que les banques voient leur actif se déprécier, celles-ci deviennent frileuses à monétiser de nouvelles créances. Cette frilosité est double : elle provient d'une part des entrepreneurs qui, constatant la faiblesse de la demande anticipée et donc des rendements escomptés, hésitent à se lancer dans des projets d'investissement ; elle est renforcée d'autre part par les institutions bancaires<sup>65</sup> qui peuvent refuser le financement des projets qu'elles auraient acceptés dans la phase montante du cycle. Cette atonie économique, fondée sur la mémoire de la mauvaise qualité des créances monétisées avant l'éclatement de la bulle, et donc sur un manque de confiance en l'avenir, est auto-réalisatrice. Il faut donc insister sur la temporalité du bilan des banques et sur le risque, inhérent à l'activité bancaire, de transformation des maturités (Sinapi *et al.*, 2010, p. 89).

### **c. Les interactions entre les banques et la banque centrale**

Si la monnaie bancaire *privée* est dominante du point de vue de la circulation, il n'en demeure pas moins que cette circulation opère dans le cadre d'une hiérarchie monétaire

---

<sup>65</sup> Mentionnons ici les travaux sur la préférence pour la liquidité généralisée aux banques, tels qu'entrepris par Le Héron (1986, 2002). Dans cette approche, la courbe d'offre de monnaie n'est pas totalement horizontale dans la mesure où les banques commerciales elles-mêmes peuvent opérer une contrainte monétaire indépendamment de la banque centrale, par un rationnement du financement lié à la croissance du risque du prêteur.

dominée par la monnaie centrale *publique*. Cette domination dans la hiérarchie monétaire n'implique pas que le système monétaire soit pour autant sous le contrôle de la banque centrale. Celle-ci demeure largement contrainte dans son action, notamment au travers du processus de refinancement des banques. Dans les systèmes monétaires modernes et conformément à la théorie de la monnaie endogène, l'émission monétaire est, selon la formule de Moore (1988), « *demand-led and credit-driven* ». Les banques répondent aux demandes de financement des agents et c'est la quête de profit au travers de ce processus qui guide leur action. La banque centrale n'a pas de prise sur ce processus et n'entre en jeu qu'une fois la monnaie bancaire créée, quand les besoins en monnaie centrale apparaissent.

Le seul rôle que joue la banque centrale *ex ante*, c'est-à-dire avant que le processus d'émission monétaire ne soit initié, consiste en la fixation des taux directeurs, et plus spécifiquement du taux du refinancement. Le besoin de monnaie centrale résultant de l'activité de crédit a vocation à satisfaire aux demandes de retrait des clients, à solder les opérations interbancaires et à remplir les exigences en matière de réserves obligatoires. Ces trois opérations n'ont lieu qu'une fois la monnaie créée (Mc Leay *et al.*, 2014). Ceci est évident pour les retraits de billet et le règlement des soldes interbancaires qui ne peuvent avoir lieu qu'*ex post*. Mais la constitution de réserves obligatoires a elle aussi lieu *ex post* en pratique, contrairement à ce que postule la théorie du multiplicateur monétaire. Le sens de la causalité implique une temporalité qui va de la création de dépôts à la constitution de réserves<sup>66</sup> et non l'inverse, conformément à la théorie du diviseur de crédit (Le Bourva, 1962 ; Lévy-Garboua, 1972)<sup>67</sup>.

Le caractère contraint de l'action de la banque centrale apparaît dans le fait que celle-ci fournit la monnaie centrale sur demande des banques commerciales<sup>68</sup> et que le refinancement ne souffre d'aucune contrainte d'ordre quantitatif<sup>69</sup>. Si la banque centrale refuse de refinancer

---

<sup>66</sup> À titre d'exemple, dans l'Eurosystème, « les données de bilan se rapportant à la fin du mois civil donné servent à déterminer l'assiette des réserves correspondant à la période de constitution débutant au cours du deuxième mois civil suivant le mois civil concerné ». L331/54-5 publié au Journal officiel de l'UE du 14/12/2011

<sup>67</sup> Le terme de diviseur de crédit est attribué à Le Bourva. Cependant son article de 1962, s'il comprend tous les éléments nécessaires à la théorisation du diviseur, ne contient pas pour autant cette formulation. Il faudra attendre l'article de Louis et Vivien Lévy-Garboua (1972) pour que le terme de diviseur apparaisse explicitement. Les auteurs insistent malgré tout dans la note de bas de page 25 (1972, p. 259) sur le fait que le terme de diviseur leur a été suggéré par Le Bourva.

<sup>68</sup> Soit au travers des opérations d'*open market* qui « consistent en des opérations de cession temporaire destinées à fournir des liquidités de manière régulière avec une fréquence hebdomadaire » ou bien de la facilité de prêt marginal qui permet « de fournir de liquidités au jour le jour » (BCE, 2004, p. 10).

<sup>69</sup> « [I]l n'existe aucune limite ni aucune autre restriction à l'accès des contreparties à la facilité, mise à part l'obligation de présenter suffisamment d'actifs en garantie » (BCE, 2004, p. 11). La banque centrale pose cependant des exigences en termes de qualité des actifs qui servent de garantie : « les actifs de niveau 1 comme

sur demande les banques commerciales alors que celles-ci ont déjà créé les dépôts à vue, elles risquent de ne pas pouvoir honorer leurs engagements auprès de leurs clients (retraits) et de leurs concurrentes (soldes interbancaires). Si une banque se trouve incapable d'honorer ses engagements, c'est-à-dire si elle est en situation d'illiquidité, cela peut entraîner des situations dangereuses de *bank run* et de défiance sur le marché interbancaire<sup>70</sup>. En d'autres termes, pour éviter une crise de liquidité qui, bien que localisée initialement peut dégénérer en crise de confiance généralisée, la banque centrale n'a d'autre choix que de satisfaire à toutes les demandes de liquidité bancaire : elle doit assumer pleinement son rôle de prêteur en dernier ressort. Le fait que les banques centrales soient contraintes d'offrir sur demande la monnaie centrale aux banques, ne conservant ainsi que son pouvoir sur les taux d'intérêts directeurs, a été théorisé par les post-keynésiens horizontalistes, donnant à voir une banque centrale accommodante et validant les émissions des banques.

« By the late twentieth century, it had become clear to the monetary authorities of all major capitalist economies that central bank has very little choice, in the short run, but to supply funds to enable commercial banks to balance their books and to augment their reserves after they have met the demand for loans. Apart from any other considerations, not to accede to these requests would jeopardize the liquidity of the payments system » (Ingham, 2004, p. 137).

Dans le cadre d'une telle relation entre banques et banque centrale, relation dans laquelle le refinancement des banques est une condition d'existence du système de paiement, la validation des émissions privées prend donc un caractère quasi automatique. Tant qu'elles sont rentables, les demandes de crédit sont satisfaites par les banques : la monnaie est endogène. Mais avec pour seul critère de financement la rentabilité économique et compte tenu du caractère automatique du refinancement, on peut se demander ce qu'il en est de la dimension

---

ceux de niveau 2 sont admis en garantie des opérations principales de refinancement » (BCE, 2004, p.18). Les actifs de niveau 1 « doivent présenter un degré élevé de qualité de signature. Dans l'évaluation de la qualité de signature des titres de créance, la BCE prend en compte, entre autres éléments, les notations disponibles émanant d'agences spécialisées, les garanties apportées par des garants dont la situation financière n'appelle aucune réserve, ainsi que certains critères institutionnels propres à garantir à tout porteur de titres un niveau de protection particulièrement élevé » (BCE, 2004, p.42). Quant aux actifs de niveau 2, « il doit s'agir d'actions ou de titres de créance émis (ou garantis) par des entités considérées [par les BCN] comme étant financièrement solides » (BCE, 2004, p. 45).

<sup>70</sup> Ce risque est d'autant plus puissant que le secteur bancaire se concentre en une forme d'oligopole constitué de 28 banques dites systémiques ou *too big to fail* (Morin, 2015). La faillite d'une seule de ces banques est inenvisageable car elle mettrait à mal l'intégrité du système de paiement.



qualitative de la monnaie endogène, plus spécifiquement dans le cadre d'une économie financiarisée et dérégulée.

Les banques bénéficient du pouvoir de création monétaire car elles ont une fonction sociale primordiale consistant à financer l'activité économique. Elles sont chargées d'évaluer au mieux le risque des emprunteurs, et de « porter » ce risque à long terme. C'est ce qui justifie le pouvoir de création monétaire qui leur permet de faire crédit sans épargne préalable et selon les besoins de l'économie. En pratique, on constate que les banques ont tendance à ne pas remplir correctement cette mission sociale de financement de l'activité (Aglietta *et al.*, 2016, p. 94). Pour ce qui est de l'évaluation des risques, la crise des *subprimes* a montré que les opérateurs bancaires, dans des périodes d'euphorie, prêtent sans considération pour la solvabilité des emprunteurs. D'autre part, les banques mettent au point des mécanismes, comme la titrisation, leur permettant de ne pas porter elles-mêmes les risques. Ne remplissant pas pleinement leur fonction sociale, les banques peuvent voir leur pouvoir de création monétaire remis en cause. Il s'agit là d'une forme de contestation monétaire portant sur le mode d'émission monétaire. La seconde section se propose d'étudier en détail cet aspect.

## **2. La remise en cause du mode d'émission monétaire dans les grandes crises du capitalisme**

Nous avons vu que la création monétaire par les banques, étant donnée leur fonction de financement de l'activité, permet la croissance économique et l'accumulation du capital. Dans le même temps, ce procédé est un des facteurs de déstabilisation. Nous pourrions alors parler d'une contradiction interne du mode d'émission monétaire. Cette contradiction devient particulièrement saillante au lendemain des crises financières qui apparaissent comme des moments propices aux contestations monétaires. Ce terme a vocation à être entendu dans une acception large et renvoie à toutes les formes de remises en cause, plus ou moins radicales, du fonctionnement du système monétaire sous-jacent à la dynamique d'accumulation (Ould Ahmed, Ponsot, 2015 ; Ponsot, 2017). Les crises, dès lors qu'on les entend non seulement comme des crises d'accumulation mais aussi (et surtout) comme des crises politiques, sont des moments où les règles du jeu monétaire sont susceptibles d'être défaites, puis refaites, donnant à voir un nouvel ordre monétaire. Comme le note Lordon (2008, p. 17), dans la continuité de

Bourdieu (1968, 2001)<sup>71</sup>, ces périodes de recomposition « ont la propriété de faire voir les coups de force inauguraux, oubliés par la suite, qui concentrent comme jamais la charge politique des institutions ». C'est dans cette perspective, insistant sur les dynamiques politiques transformatrices, que l'analyse des contestations monétaires prend tout son intérêt.

Le capitalisme a connu deux crises financières majeures, en 1929 et en 2008. Majeures par l'ampleur de la récession qu'elles ont causée, mais aussi par leur caractère mondial. Si l'on peut mentionner des contestations monétaires *défensives*, comme les projets de monnaies locales, qui ne s'opposent pas au système monétaire mais cherchent plutôt à s'inscrire dans une logique de complémentarité avec lui, à le compléter<sup>72</sup>, il existe aussi des contestations monétaires de nature plus *offensives*, visant non à compléter l'ordre monétaire existant mais à le renverser pour lui en substituer un nouveau. Parmi ces contestations offensives, nous pouvons signaler à titre d'exemple l'émergence des cryptomonnaies, qui se présente comme une contestation monétaire privée d'inspiration libertarienne. Il s'agit de développer un système monétaire fondé sur une innovation technologique, la *blockchain*, et ne reposant sur aucun tiers de confiance, qu'il s'agisse des banques ou des États (Lakomski-Laguerre, Desmedt, 2015 ; Malherbe *et al.*, 2019). Il faut noter aussi l'existence de contestations monétaires offensives « publiques », ou du moins ayant pour objectif de réaffirmer le pouvoir monétaire de la puissance publique. Contrairement à la configuration qui prévalait dans les années 1950 en France par exemple, où la puissance publique avait le contrôle sur l'essentiel du secteur bancaire (ce qui correspond à une forme de capture du pouvoir de création monétaire dans les systèmes monétaires modernes), dans la période qui précède les crises de 1929 et 2008, les banques sont essentiellement privées. En fonction de la part que représentent respectivement les banques publiques et privées dans le secteur bancaire ainsi que du statut de la banque centrale, le pouvoir d'émission monétaire peut être à dominante privée ou publique. Quand les banques privées créent de la monnaie et qu'il n'y a pas de contrôle du crédit, la pro-cyclicité de leur pouvoir monétaire se voit renforcée et d'autant plus fortement remise en cause quand une crise financière advient. Plusieurs réponses visant à redonner à la puissance publique davantage de contrôle sur l'émission monétaire peuvent alors être envisagées, notamment la possibilité de

---

<sup>71</sup> Concepts d'« amnésie de la genèse » et d'« illusion du naturel ».

<sup>72</sup> « Loin de vouloir écarter la monnaie officielle, les monnaies locales s'inscrivent souvent dans une logique de complémentarité avec celle-ci [...]. Dans certains cas, elles peuvent même consolider les schémas monétaires existants en fournissant un débouché circonscrit à des formes de contestation. À l'instar du langage, la monnaie est, ici, de nature polysémique : elle peut être simultanément outil de contestation et de renforcement, selon les circonstances et les groupes d'acteurs concernés » (Ould Ahmed, Ponsot, 2015).

nationaliser une partie conséquente du secteur bancaire mais aussi la possibilité de retirer le pouvoir de création monétaire aux banques pour en faire une prérogative de la banque centrale. C'est ce dernier type de contestation monétaire qui va retenir notre attention.

Nous étudierons dans un premier temps le cas de la crise de 1929 aux États-Unis (2.1). L'enchaînement de la crise financière de 1929, de l'élection présidentielle de F.D Roosevelt en 1932 nous donne à voir une séquence de remise en cause du régime monétaire au cours de laquelle vont être élaborés des projets comme le « *Chicago Plan* » (Knight *et al.*, 1933 ; Simons *et al.*, 1933) et le « *100% Money* » (Fisher, 1935, 1936a, 1936b). Ces économistes s'accordent sur une volonté de sécuriser le système de paiement en séparant la monnaie du crédit. Pour ce faire ils souhaitent appliquer un taux de réserve de 100% sur les dépôts à vue transférables et soutiennent l'idée selon laquelle une autorité publique doit avoir le monopole de la création monétaire. Nous verrons comment l'émergence de ces projets de réforme du système monétaire va influencer les nouvelles législations bancaires établies entre 1933 et 1935 par l'administration Roosevelt. Dans un second temps, nous évoquerons la résurgence et la rénovation de ces projets de réforme après la crise de 2008 (2.2). Nous étudierons dans cette optique les continuités et les ruptures entre les projets de réforme post-1929 et post-2008 et présenterons en détail le projet connu sous le nom de « *Sovereign Money System* » (SMS). Nous tâcherons de montrer à la fois les limites potentielles d'un tel système et les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire qui peuvent le rendre soutenable sur le plan macroéconomique et sur le plan financier.

## **2.1. La crise de 1929 aux États-Unis et la réforme bancaire des années 1930**

André Orléan note que « mutation politique et mutation monétaire vont de pair. Elles prennent appui l'une sur l'autre pour se consolider et s'imposer » (2019, p. 1). C'est ce que va nous donner à voir l'exemple états-unien des années 1930. De la crise financière de 1929 à l'adoption de nouvelles législations bancaires entre 1933 et 1935, le système monétaire américain va connaître une mutation profonde (2.1.1). Dans ce processus, les contestations du pouvoir de création monétaire des banques ont joué un rôle clef dès l'année 1933, avec pour centre de gravité l'Université de Chicago (2.1.2). À partir de 1934, le Chicago Plan (porté par Henry Simons), passe au second plan et la proposition de 100% monnaie (portée par Irving Fisher) tente à son tour d'influencer les réformes bancaires entreprises par l'administration Roosevelt (2.1.3).

### **2.1.1. La mutation du système monétaire américain**

#### **a. Hoover dans l'incapacité de juguler la crise bancaire**

A la fin du mois d'octobre 1929, le marché boursier américain s'effondre. Dans un premier temps, le choc est contenu dans la sphère financière, mais à partir du mois d'octobre 1930, une crise bancaire commence à se former : les banques rencontrent des difficultés à convertir les dépôts de leurs clients en billets, créant rapidement, par contagion, une crise globale de liquidité. En décembre 1930 la *Bank of the United States* fait faillite, aggravant la défiance envers le système bancaire. En Mars 1931, une seconde grande panique bancaire gagne le pays (Friedman, Schwartz, 1963, pp. 305-314). Le républicain Herbert Hoover, contre l'intervention de l'État dans l'économie et partisan du laisser-faire, préside alors les États-Unis. Pourtant, la crise va amener la majorité républicaine au Congrès à proposer des mesures qui vont à l'encontre du libéralisme économique. Par exemple, avant l'été 1930, est mis en place le *Smoot-Hawley Tariff Act* qui hausse fortement les tarifs douaniers et qu'Hoover qualifia de loi « vicieuse, exorbitante et odieuse » (Sobel, 1972, p. 87). Avec l'aggravation de la crise en 1931, Hoover va faire un pas de plus en faveur de l'interventionnisme étatique, en créant au début de 1932 la *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), dotée d'un capital de 2 milliards de dollars. La RFC a permis d'offrir de nombreux crédits aux entreprises stratégiques, comme les chemins de fer, et de financer des travaux publics. La RFC eut aussi pour tâche d'offrir des liquidités aux institutions financières qui, bien que solvables, disposaient de collatéral qui ne remplissait pas les exigences de la Réserve Fédérale (Fed). En effet, le *Federal Reserve Act* de 1913, fondé sur la doctrine des effets réels (*real bills doctrine*) était restrictif en matière de collatéral et limitait la possibilité pour la Fed d'agir en tant que prêteur en dernier ressort :

« Under the Federal Reserve Act, commercial paper was the primary asset eligible for discount by the Fed. Given the decline in business borrowing in 1931, the amount of eligible paper had decreased to the point that the Fed could not take further actions to help the banks » (Phillips, 1995, p. 23)

C'est dans cette optique visant à favoriser la liquidité du système bancaire que Carter Glass et Henry Steagall, membres démocrates de la Chambre des Représentants, font passer ce qui est communément appelé le « premier » *Glass-Steagall Act* le 27 Février 1932. Celui-ci autorise donc la Fed à émettre des billets (*Federal Reserve Notes*) contre des Bons du Trésor et à offrir aux banques des réserves contre tout collatéral de qualité jugée suffisante. Ces mesures

sont pensées comme temporaires, c'est-à-dire comme un moyen de sortir de la crise de revenir à une situation « normale ». Notons que la Fed se voit aussi autorisée en juillet 1932, par l'*Emergency Relief and Construction Act*, à faire directement crédit aux entreprises, ce qui anticipe assez largement certaines politiques monétaires dites non conventionnelles utilisées aujourd'hui. La présidence Hoover est donc celle d'un libéral contraint d'infléchir ses positions, d'autoriser un interventionnisme étatique plus fort. Cependant, Hoover reste profondément attaché à l'équilibre budgétaire et cherche à équilibrer le budget en augmentant les taxes au travers du *Revenue Act* de 1932. C'est dans ce contexte qu'il fait face à un changement de majorité en faveur des démocrates à la Chambre et à un affaiblissement des républicains au Sénat. Surtout, il subira un revers face à Franklin Delano Roosevelt (FDR) aux élections présidentielles de novembre 1932.

#### **b. Roosevelt et la restauration de la confiance**

A l'inverse d'Hoover, « président hésitant » (Lacoue-Labarthe, 2016, p. 207) qui ne prenait qu'à reculons les mesures d'intervention de l'État dans l'économie, Roosevelt va faire de l'interventionnisme le cœur de sa campagne. Si au moment de son élection le programme de Roosevelt, fondé sur le principe du *New Deal*, est encore imprécis quant aux moyens concrets de sa mise en œuvre, l'intention quant à elle est très claire. Il s'agit de relancer l'activité en vue de réduire le chômage et de réformer les institutions bancaires et financières pour favoriser durablement la stabilité financière. Roosevelt s'appuie évidemment sur l'électorat démocrate habituel, plutôt favorable à l'idée du *New Deal* et de la relance. Plus surprenant peut-être, Roosevelt réussit aussi à capter une part de l'électorat acquis au camp républicain, en isolant la frange républicaine ultra-libérale et fondamentalement libre-échangiste, et en attirant la frange libérale modérée, c'est-à-dire ayant conscience de la nécessité d'une intervention étatique (notamment autour de Walter Lippmann), ainsi qu'une frange sensible au discours nationaliste (Audier, 2012, p. 85-91). En se présentant comme leader charismatique et en jouant sur les sympathies de certaines élites pour le corporatisme fasciste de Mussolini, Roosevelt incarne alors un espoir national, celui d'une Amérique forte (Diggins, 1972).

La création de la *National Recovery Administration* (NRA) est un bon exemple de ce mélange des genres caractéristique de la montée en puissance de Roosevelt. La NRA se présente comme une agence de régulation des activités industrielles qui, au travers d'un ensemble de

décrets<sup>73</sup>, vise à encadrer le fonctionnement des industries américaines pour permettre leur rétablissement. La NRA limitera la concurrence entre les groupes industriels et leur fournira des commandes publiques pour relancer leur activité. Ce faisant, Roosevelt s'attaquera à la lutte contre le chômage, mais aussi au rétablissement des profits industriels, en favorisant des structures oligopolistiques. FDR, investi le 4 mars 1933, s'était appuyé sur un groupe de conseillers connus sous le nom de *Brains Trust*<sup>74</sup> pour préparer son investiture et la politique à mener dans le cadre du *New Deal* (Rosen, 1972, 1977 ; Edwards, 2017). Différents groupes d'économistes gravitent aussi autour de Roosevelt et formulent des recommandations pour mettre fin aux faillites bancaires et à l'effondrement de l'économie américaine. Si des divergences existent, un consensus semble néanmoins se dégager sur le fait qu'une réforme radicale du système bancaire est un préalable à la restauration de la confiance et à la lutte contre le chômage.

« [T]he general public was basically expecting measures to counter excess credit for stock market speculation and demanded insurance to compensate for depositor losses » (Lacoue-Labarthe, 2016, p. 207)

Trente-six heures après avoir pris ses fonctions, FDR ordonne la suspension immédiate de toutes les transactions bancaires, entamant ainsi la période dite de « *bank holidays* » :

« No such banking institution or branch shall pay out, export, earmark, or permit the withdrawal or transfer in any manner or by any device whatsoever, of any gold or silver coin or bullion or currency or take any other action which might facilitate the hoarding thereof; nor shall any such banking institution or branch pay out deposits, make loans or discounts, deal in foreign exchange, transfer credits from the United States to any place abroad, or transact any other banking business whatsoever” (Proclamation 2039)<sup>75</sup>.

Les banques resteront fermées jusqu'au 9 mars 1933, jour où sera voté l'*Emergency Banking Act*. L'objectif de cette loi est de remettre sur pied le système bancaire et, au même titre que le premier *Glass-Steagall Act* de février 1932, il s'agit d'une loi d'urgence apportant

---

<sup>73</sup> Le *National Industrial Recovery Act* est adoptée en juin 1933.

<sup>74</sup> On lit parfois « *Brain Trust* » également, les deux formulations sont équivalentes. Il s'agit surtout d'une différence entre un anglais états-unien (sans s) et un anglais britannique plus ancien (avec un s) d'après le *Cambridge Dictionary*.

<sup>75</sup> Cité dans DiNunzio (2014, p. 91).

des solutions temporaires. Les autorités commencèrent par opérer un tri en classant les banques dans trois groupes (A, B, C). Les banques A étaient les banques solvables, les banques B étaient les banques insolubles mais dont on pensait qu'elles pourraient ouvrir à nouveau après une période de réorganisation et les banques C étaient les banques insolubles qui ne seraient pas autorisées à reprendre leur activité<sup>76</sup>. Le titre 2 de l'Emergency Banking Act autorise à examiner en détail la comptabilité de chaque banque et éventuellement à en prendre le contrôle si besoin, tandis que le titre 4 donne à la Fed le droit d'émettre d'urgence, contre n'importe quel actif bancaire, des billets. Ainsi, les banques solvables peuvent satisfaire toute demande de retrait de la clientèle dans la mesure où elles ont la possibilité de liquider leur actif, ce qui instaure, de fait, une forme de garantie indirecte et temporaire des dépôts à leur passif<sup>77</sup>.

A la date du 15 mars 1933, 50% des banques (ayant dans leurs comptes 90% des dépôts) sont ouvertes à nouveau, 45% sont maintenues en phase de réorganisation et 5% sont définitivement fermées (Kennedy, 1973, p. 187). Malgré l'annonce préalable de Roosevelt (Fireside Chat, March 12, 1933) assurant qu'il était « plus sûr de garder son argent dans une banque ré-ouverte que sous le matelas »<sup>78</sup>, un *bank run* se produisit. Cependant, Silber (2009, p. 20) affirme que cette déclaration eut un effet très positif sur la confiance du public étant donné qu'à la fin du mois de mars « *the public had returned to the banks two-thirds of the currency hoarded since the onset of the panic* ». Walter Lippmann remarque : « *In one week, the nation, which had lost confidence in everything and everybody, has regained confidence in the government and in itself* » (Schlesinger, 1958, p. 13)<sup>79</sup>.

Comme nous l'avons signalé, il s'agit là de mesures pensées (et mises en place) comme des mesures d'urgence, n'ayant pas vocation à perdurer mais à mettre un terme à une panique

---

<sup>76</sup> Voir le rapport annuel de la Fed de 1933 pour de plus amples détails, plus particulièrement la page 14 en ce qui concerne les modalités de réouverture des banques.

[https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item\\_id=2491&filepath=/docs/publications/arfr/1930s/arfr\\_1933.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=2491&filepath=/docs/publications/arfr/1930s/arfr_1933.pdf)

<sup>77</sup> Silber (2009, p. 25) est opposé sur ce point précis à la lecture de Friedman et Schwartz (1963, pp. 421-422). Ces derniers refusent de voir dans l'*Emergency Banking Act* la mise en place d'une garantie temporaire mais totale des dépôts. Nous penchons ici pour l'analyse de Silber qui s'appuie sur un télégramme du 11 mars 1933 du secrétaire au Trésor (William Woodin) au gouverneur de la Réserve Fédérale de New York (George Harrison) citant Roosevelt (Silber, 2009, p. 26). Ce dernier signale sans ambiguïté que les pertes pour le système de Réserve Fédérale liées à ces mesures de refinancement d'urgence sur la base d'un collatéral de moindre qualité seront prises en charge par le gouvernement. La garantie gouvernementale des banques de Réserve Fédérale ainsi que des banques membres de leur réseau aboutit en bout de chaîne à une garantie indirecte, mais totale, des dépôts de la clientèle.

<sup>78</sup> Notre traduction. Version originale : « *I can assure you that it is safer to keep your money in a reopened bank than under the mattress* ». Audio et transcription accessible au lien suivant, consulté le 18/07/19 :

<https://millercenter.org/the-presidency/presidential-speeches/march-12-1933-fireside-chat-1-banking-crisis>

<sup>79</sup> Cité dans Philipps (1995, p. 42).

bancaire sans précédent. Cependant, on peut voir dans l'*Emergency Banking Act*, les prémices d'un nouvel ordre monétaire pour les États-Unis. D'une manière générale nous pourrions dire que nous nous situons à un moment historique particulier, moment de mutation profonde des institutions monétaires. Si Roosevelt à la fin du mois de mars 1933 a jugulé avec succès la crise bancaire, il lui reste encore à mettre en place dans le cadre du *New Deal* des dispositifs permanents permettant de relancer l'activité économique et de limiter les risques d'occurrence de ce type de crise bancaire et financière.

### **c. La marche vers une réforme bancaire pérenne**

Certains dans l'entourage de FDR, notamment au sein du *Brains Trust*, sont favorables à une nationalisation du secteur bancaire (Phillips, 1995, p. 39). D'autres, comme le sénateur Glass, mettent l'accent sur la question de la séparation des banques commerciales et des banques d'investissement, et un dernier groupe insiste particulièrement sur le rôle des cycles du crédit dans l'instabilité financière. C'est la seconde de ces trois options qui va prendre l'avantage, avec la promulgation en juin 1933 du premier *Banking Act*. Ce texte prévoit deux éléments importants : (1) la séparation des banques commerciales et des banques d'investissement, (2) la mise en place d'une garantie fédérale des dépôts au travers de la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*). La séparation bancaire est un thème récurrent pour le Sénateur Glass qui, depuis 1930, a fait une quinzaine de propositions de loi visant à séparer les activités des banques commerciales et des banques d'investissement. On parle des « *Glass bills* » (Kennedy, 1973, pp. 50-53). Le principe élémentaire est de distinguer les banques autorisées à faire des crédits et à collecter des dépôts (banques commerciales) et les banques autorisées à opérer sur les marchés financiers pour l'achat et revente de valeurs mobilières (banques d'investissement). Pour garantir la continuité du système de paiement, la mise en place d'une garantie des dépôts est un moyen de redonner aux déposants confiance dans le système bancaire. Pourtant, il est intéressant de noter que sur ce point, ni Glass ni Roosevelt n'étaient initialement favorables. Quelques semaines plus tôt, Roosevelt affirmait :

« The general underlying thought behind the use of the word 'guarantee' with respect to bank deposits is that You guarantee bad banks as well as good banks. The minute the Government starts to do that the Government runs into a probable loss.



*We do not wish to make the United States Government liable for the mistakes and errors of individual banks, and put a premium on unsound banking in the future »<sup>80</sup>.*

Le fait que des mécanismes temporaires, partiels et/ou indirects de garantie des dépôts aient déjà été mis en place, notamment dans l'*Emergency Banking Act*, va favoriser le lancement de la FDIC. Le dispositif comprend une garantie complète des dépôts inférieurs au seuil de 2.500\$<sup>81</sup> et une garantie dégressive au-delà du seuil<sup>82</sup>. C'est Henry Steagall qui va porter ce projet au Congrès, où il bénéficiera d'une alliance entre deux groupes : d'un côté ceux qui voulaient mettre fin à la défiance devant la monnaie due aux faillites bancaires et donc préserver la devise, de l'autre ceux qui voulaient préserver les banques existantes et la structure du secteur (Golembe, 1960, p. 182).

Le *Banking Act* de 1933 offre une solution pour sécuriser le système de paiement en mettant en place la garantie des dépôts et la séparation bancaire. Le second *Banking Act* de 1935 aura quant à lui vocation à réviser et à pérenniser la garantie des dépôts. La nouvelle loi modifie l'organisation du FDIC<sup>83</sup>, le montant du plafond pour la couverture intégrale des dépôts (qui passe à 5.000\$) et donne un caractère permanent à cette garantie. De plus, le second *Banking Act* pose les jalons d'une nouvelle politique de la monnaie et du crédit. Il s'agit, par une révision du *Federal Reserve Act*, de donner à une autorité centrale le contrôle de la politique monétaire, notamment sur les opérations d'*open market* menées par le FOMC (*Federal Open Market Committee*). Ainsi, pour être assurée par le FDIC, les banques doivent en contrepartie satisfaire à des exigences réglementaires en termes de capitaux et les Banques de Réserve Fédérales se voient autorisées, de manière permanente, à faire crédit aux banques membres de leur réseau. En se donnant les moyens d'une politique monétaire opérante, les autorités espèrent alors pouvoir mener une politique expansionniste et relancer le crédit.

Le *Banking Act* de 1935 confirme donc l'orientation prise par les décideurs américains au cours des trois années ayant précédées. Il institutionnalise de manière durable et permanente deux éléments clés du système monétaire qui prévaudront par la suite : la séparation entre

---

<sup>80</sup> Cité dans Phillips (1995, p. 38), FDR exprime son point de vue sur la garantie des dépôts en *off* à la suite de son discours inaugural.

<sup>81</sup> Ce qui couvre en mai 1933 96.5% des déposants et 23.7% du total des dépôts (Flood, 1992, p. 62).

<sup>82</sup> 75% jusqu'à 5.000\$, 50% au-delà de 10.000\$.

<sup>83</sup> Initialement les banques assurées devaient prendre des parts dans le FDIC à hauteur de 1.5% du total des dépôts à leur passif. Dans la nouvelle loi de 1935, elles n'ont plus de participation, le FDIC est détenu par le gouvernement fédéral et les Banques de Réserve Fédérales (Preston, 1935, p. 744).

banques commerciales et banques d'investissement ainsi que la garantie des dépôts. De plus, il crée l'environnement institutionnel d'une politique monétaire moderne dans le cadre d'un système bancaire organisé autour d'une autorité centrale, posant les bases du système monétaire dit hiérarchisé. Cependant, ce que nous allons chercher à mettre en évidence maintenant, c'est que tout au long de cette période de remodelage du secteur bancaire américain, d'autres propositions de réforme ont coexisté avec la proposition de Glass et de Steagall. La crise de 1929 a fait émerger un vaste courant de contestation monétaire portant sur le mode d'émission monétaire par l'octroi de crédit<sup>84</sup>. Ceux que nous allons appeler « les partisans de la réforme monétaire » considèrent que la création monétaire par le crédit bancaire est pro-cyclique et favorise de ce fait l'instabilité financière. Ils souhaitent appliquer un taux de réserve de 100% sur les dépôts à vue transférables et confier à une autorité publique le monopole de la création monétaire. Si leurs propositions ne sont pas retenues pour la rédaction des deux *Banking Acts*, le rôle joué par les tenants de cette réforme radicale dans le processus est important.

### ***2.1.2. L'activisme des partisans de la réforme monétaire***

#### **a. Le Chicago Plan : une option sur la table dès 1933<sup>85</sup>**

Rappelons que FDR prend le pouvoir le 4 mars 1933, que le 9 mars l'*Emergency Banking Act* est voté et qu'à la date du 15 mars la moitié des banques ont repris du service. C'est dans ce contexte mouvementé que les tenants du Chicago Plan font leur proposition de réforme. Le 16 mars, un mémorandum de 6 pages est transmis par Frank Knight à Henry Wallace et à une quarantaine de personnes. Henry Wallace est alors secrétaire d'État à l'agriculture, mais c'est un personnage influent et écouté par FDR ; il deviendra d'ailleurs son Vice-Président à partir de 1941. Les premières lignes du mémorandum du 16 mars 1933 insistent sur le fait que des « mesures drastiques » (Knight *et al.*, 1933) doivent être prises concernant le système bancaire et monétaire. Les huit auteurs<sup>86</sup> souscrivent à la mise en place

---

<sup>84</sup> Nous ne traitons pas des propositions de ce type ayant eu cours au XIXe siècle. En revanche nous pouvons mentionner brièvement Frederick Soddy, par ailleurs Prix Nobel de Chimie (1921), qui proposait en 1926 un système de couverture intégrale des dépôts et la fin de la convertibilité dans son ouvrage *Wealth, Virtual Wealth and Debt*. Cet ouvrage est recensé par des économistes qui seront très actifs dans les années 1930 sur le plan de la réforme monétaire, comme Frank Knight (1927) ou James Angell. (1927). Si certains auteurs voient dans Soddy l'inspiration des auteurs du Chicago Plan et du 100% monnaie, comme Phillips (1995, p. 46), ce point de vue est remis en cause par Tavlas (2018). Sur ce point voir Demeulemeester (2019, n32, p. 36).

<sup>85</sup> Il y a ici un léger anachronisme, dans la mesure où le terme de « *Chicago Plan* » ne survient réellement qu'en 1935, sous la plume de Hart (1935).

<sup>86</sup> Frank Knight, Lloyd Mints, Garfield Cox, Paul Douglas, Albert Hart, Aaron Director, Henry Schultz et Henry Simons.

d'une garantie des dépôts temporaire pour endiguer la crise ; d'ailleurs un groupe de 24 économistes (principalement de l'Université de Chicago) avaient formulé des recommandations en ce sens à Hoover qui servirent de base de travail au premier *Glass-Steagall Act* de 1932<sup>87</sup>. S'ils sont favorables à la garantie temporaire des dépôts pour juguler la crise bancaire, cette mesure doit selon eux n'être considérée que comme un des éléments d'un programme de réforme bien plus large et ne doit pas se faire sans contrepartie vis-à-vis du secteur bancaire.

La première proposition est la prise de possession (« *take over actual ownership and management* ») par le gouvernement fédéral des 12 Banques de Réserve Fédérale privées. Il s'agit ensuite de leur donner, par un amendement du *Federal Reserve Act*, le pouvoir d'émettre à leur convenance des *Federal Reserve Notes* et d'en faire l'unique moyen de paiement ayant cours légal. Les Banques de Réserve Fédérales se verraient alors en mesure de satisfaire aux demandes de refinancement des banques commerciales et donc par extension aux demandes de retrait des déposants. Les Banques de Réserve Fédérales auraient par ailleurs pour mission de liquider les actifs des banques commerciales, car l'objectif premier de cette proposition de réforme est d'opérer une séparation complète des banques en deux catégories distinctes : les banques de dépôts et les sociétés d'investissement.

« The now typical commercial bank would, in effect, be broken up into at least two distinct corporations, say, a Deposit-Bank and a Lending Company » (Knight *et al.*, 1933).

Dans l'esprit des promoteurs du Chicago Plan, les banques de dépôts (*deposit banks*) doivent être cantonnées à la gestion des moyens de paiement. Les activités de crédit devraient revenir à des sociétés d'investissement (*investment trust*). Ainsi, les banques auraient à leur passif des dépôts à vue transférables et à leur actif l'équivalent en réserves (ce qui correspond à un taux de réserve obligatoire de 100%). Les sociétés d'investissement quant à elles auraient à leur actif des crédits et à leur passif des capitaux propres sous la forme d'actions (*equity*). Ces sociétés d'investissement fonctionneraient donc sur le mode des fonds communs de placement (*mutual fund*).

---

<sup>87</sup> Pour un récit plus détaillé des différents groupes d'économistes cherchant à proposer des recommandations politiques, voir Philipps (2015, pp. 26-32).

**Tableau 1 : Bilans des banques et des sociétés d'investissement dans le Chicago Plan<sup>88</sup>**

« Deposit Banks »	
ACTIF	PASSIF
Réserves [100%]	Dépôts à vue transférables

« Investment Trusts »	
ACTIF	PASSIF
Portefeuille de titres	Fonds propres

Le mémorandum est bien accueilli par Wallace qui, en le transmettant à FDR le qualifie de « terriblement bon »<sup>89</sup>. Irving Fisher écrit à Henry Simons que si le Chicago Plan peut être mis en pratique, il le soutiendrait, et qu'il a lui-même pensé à ce type de réforme (March 19, 1933, *Simons Papers*). Keynes aussi écrit à Simons pour lui dire qu'il a été « much interested by the memorandum which you kindly send me » (March 31, 1933, *Simons Papers*)<sup>90</sup>.

Après la promulgation du premier Banking Act en juin 1933, le groupe de Chicago s'est attelé à faire des propositions pour le second Banking Act qui, rappelons-le, avait pour objectif de poser les jalons d'une nouvelle politique de la monnaie et du crédit. Ils rédigent en novembre 1933 une nouvelle version du mémorandum<sup>91</sup> dans laquelle ils plaident pour une centralisation de l'autorité monétaire sous l'égide de la Fed et pour le développement des opérations d'*open market* comme outil principal de sa politique monétaire (Phillips, 1995, p. 63). La version de novembre comporte un supplément de 13 pages portant sur les objectifs de long terme de la gestion de la monnaie et sur les effets du crédit bancaire sur le cycle économique. Ils proposent,

<sup>88</sup> Tableau réalisé à partir de la thèse de doctorat de Samuel Demeulemeester (2019, p. 120).

<sup>89</sup> On trouve en annexe de l'ouvrage de Phillips (1995, pp. 198-199) une lettre du 23 mars 1933 adressée à Roosevelt par Wallace où il évoque en terme dithyrambiques le Chicago Plan : « *The memorandum from the Chicago economists which I gave you [...] is really awfully good. [...] It would be an even more decisive break [in banking history] than the founding of Federal Reserve System* ».

<sup>90</sup> Cité dans Phillips (1995, pp. 50-51).

<sup>91</sup> Ce supplément (Simons *et al.*, 1933) est en réalité rédigé par Simons (Phillips, 1995, p. 203) sur la base de discussion avec les autres membres du groupe.

dans un premier temps, la mise en place d'un objectif d'inflation permettant la reprise (donc élevé compte tenu de la forte déflation qui fit suite à la crise de 1929). Dans un second temps, une fois l'économie stabilisée, les auteurs du Chicago Plan soutiennent la mise en place d'une règle permanente dont il appartiendrait au Congrès de définir la substance (les auteurs évoquent par exemple un objectif portant sur la variation de la masse monétaire).

## **b. Le Chicago Plan au Congrès**

Les économistes de Chicago trouvèrent un écho parlementaire chez les « Républicains Progressistes » du Sénat. N'ayant pas convaincu l'administration Roosevelt de l'intérieur, les tenants du Chicago Plan vont s'appuyer sur ce groupe de 12 sénateurs parmi lesquels Robert LaFollette du Wisconsin et Bronson Cutting du Nouveau-Mexique. Les Républicains Progressistes firent partie, pendant la présidence Hoover, des républicains dissidents, l'appelant à prendre des mesures fortes contre la crise économique et financière. Schlesinger (1960, pp. 389-391) note que l'importance donnée par Cutting à la planification et à l'intervention de l'État dans l'économie pour sortir de la crise était tout à fait en phase avec les *New Dealers* du *Brains Trust*<sup>92</sup>. Les Républicains Progressistes soutiendront la candidature de FDR, contre leur propre parti, en vue de former une majorité. Cutting quand il prend officiellement partie pour FDR en octobre 1932, le décrit alors comme un idéaliste qui tente de mettre ses idéaux en pratique (Feinman, 1981, p. 43).

Cutting avait aussi la particularité d'être très critique vis-à-vis des banquiers privés et de leur rôle dans l'économie<sup>93</sup>. C'est dans ces conditions que le Président de l'Université de Chicago (Robert Hutchins) lui fait parvenir au mois de décembre un exemplaire du mémorandum de novembre 1933<sup>94</sup>. Cutting, séduit par le Chicago Plan, répond à Hutchins et lui propose de rédiger un projet de loi en bonne et due forme (Phillips, 1995, p. 74). En mars 1934, Simons rend visite à Cutting et LaFollette pour discuter en détail du projet de loi. Mais Simons ne se sent pas en mesure de rédiger le projet, notamment tous les détails techniques. La rédaction est alors confiée à Robert Hemphill, journaliste au *Hearst*. Le 6 juin 1934 la

---

<sup>92</sup> Phillips (1995, p. 82) note également leur bagage universitaire commun : « *Cutting, who shared Roosevelt's background as a graduate of Groton and Harvard, should have been a natural political ally for FDR* ».

<sup>93</sup> « *Cutting [...] was highly critical of the role of private bankers in the economy and an advocate of greater government involvement in banking and credit and national planning* » (Phillips, 1992, p. 18). Voir Cutting (1934).

<sup>94</sup> « *Robert M. Hutchins, the President of the University of Chicago, mailed a copy of the November Chicago plan to Senator Bronson Cutting of New Mexico in December 1933* » (Phillips, 1995, p. 73).

proposition est déposée par Cutting au Sénat et par Wright Patman, le représentant démocrate<sup>95</sup> du Texas, à la Chambre des Représentants. La proposition reprend les grandes lignes du Chicago Plan<sup>96</sup>.

Si Hemphill est très enthousiaste et confiant sur la réussite de leur projet (Hemphill, 1934), Cutting est beaucoup plus réaliste. Bien qu'ayant soutenu l'élection de FDR en 1932, Cutting lui en veut d'avoir par la suite tenté de réduire la pension des vétérans (Schlesinger, 1960, p. 140) et de n'avoir pas osé aller jusqu'à nationaliser le secteur bancaire à son arrivée au pouvoir, alors qu'il aurait pu le faire selon lui « sans un mot de contestation »<sup>97</sup>. Compte tenu de ces tensions entre Roosevelt et Cutting, les probabilités de succès de la proposition de loi sont très limitées. Cutting est conscient de cette problématique et considère qu'un succès est impossible mais que cette proposition de loi est un bon moyen pour susciter le débat public et envoyer un signal à FDR. Phillips (1995, p. 83) abonde en ce sens :

« Cutting's bill served to put the Roosevelt administration on notice that there were those in Congress prepared to take drastic and extreme measures if the administration's reform did not go far enough ».

Avec l'échec de la Cutting's bill, les économistes de Chicago et surtout Simons qui en était le leader, vont prendre leurs distances avec le combat législatif. C'est précisément à ce moment-là qu'une seconde dynamique va s'affirmer parmi les partisans de la réforme monétaire.

---

<sup>95</sup> Parmi les démocrates ayant soutenu le Chicago Plan, il convient de mentionner Alan Goldsborough, représentant démocrate du Maryland à la Chambre. Il a essayé de faire passer une loi visant à créer une autorité monétaire centrale indépendante, la *Federal Monetary Authority* (FMA) en 1934. Cette autorité aurait été chargée de créer, seule, la monnaie à l'échelle fédérale, conformément aux propositions des partisans de la réforme monétaire. Cette proposition étant intégrée à celle, plus large, de Cutting, nous ne développons pas ce point ici.

<sup>96</sup> « [T]he bill proposed to (1) segregate demand from saving deposits; (2) require the banks to keep 100 percent reserves against their demand deposits; (3) require them to keep 5 percent reserves against their saving deposits; (4) set up a Federal Monetary Authority with full control over the supply of currency, the buying and selling of government securities, and the gold price of the dollar; (5) have the FMA take over enough of the bonds of the banks to provide 100 percent reserve against their demand deposits; and (6) have the FMA raise the price level to its 1926 position and keep it there by buying and selling government bonds » (Phillips, 1995, p. 82). Sur le point des comptes d'épargne, la proposition a aussi des points communs avec l'approche à la Currie-Fisher (voir *infra*).

<sup>97</sup> « I think back to the events of March 4, 1933, with a sick heart. For then, with even the bankers thinking the whole economic system had crashed to ruin, the nationalization of banks by President Roosevelt could have been accomplished without a word of protest. It was President Roosevelt's great mistake » (Cutting, 1934, p. 12) Cité dans Phillips (1995, pp. 80-81). D'ailleurs Cutting n'apportera pas son soutien au camp démocrate pour les élections de 1934 (le seul des Républicains Progressistes). Il conservera son siège malgré un scrutin serré contre un candidat démocrate.

### ***2.1.3. La réforme monétaire au-delà du Chicago Plan***

#### **a. Subtiles divergences entre l'approche de Chicago et l'approche à la Currie-Fisher**

Les partisans de la réforme monétaire se regroupent, malgré certaines divergences, autour de trois traits communs (Demeulemeester, 2018, pp. 360-361). En premier lieu, ils s'accordent sur le constat selon lequel la création monétaire par le crédit bancaire est procyclique et favorise l'instabilité financière. Ils s'accordent sur une volonté de sécuriser le système de paiement en séparant la monnaie du crédit. Pour ce faire ils souhaitent appliquer un taux de réserve de 100% sur les dépôts à vue transférables et soutiennent l'idée selon laquelle une autorité publique doit avoir le monopole de la création monétaire. Les tenants du Chicago Plan et l'approche « à la Currie-Fisher » se distinguent en revanche sur le type exact de réforme bancaire à mettre en place, et plus spécifiquement sur la fonction d'investissement des banques.

Il n'y a, à notre connaissance, pas trace de collaboration explicite entre Lauchlin Currie et Irving Fisher. Si nous parlons ici d'une version de la réforme monétaire « à la Currie-Fisher », ce n'est que parce que leurs propositions sont similaires sur le fond et sont toutes deux chronologiquement postérieures à celles des économistes de Chicago. Cette distinction entre les deux approches a été établie par Demeulemeester (2018, 2019). Nous avons vu que pour les économistes de Chicago, les banques de dépôts ne gèrent plus que les moyens de paiements transférables à vue et que la fonction de financement est réservée aux sociétés d'investissement. En d'autres termes, le Chicago Plan équivaut à l'abolition de la banque, entendue comme institution à même de fournir des crédits.

Dans l'approche à la Currie-Fisher, les banques peuvent continuer à offrir des crédits au-delà de leurs réserves. La nuance qu'ils intègrent est la distinction entre les dépôts à vue transférables couverts à 100% (*demand deposits*) et les dépôts à terme non transférables (*saving deposits*). Ces dépôts à terme ne sont pas couverts par des réserves dans le projet de Currie, et ne sont que partiellement couverts dans le projet de Fisher<sup>98</sup> ; dans tous les cas ils sont sujets à une période de préavis (*notice period*) pour pouvoir être liquidés avant de pouvoir servir de moyen de paiement.

« Currie and Fisher's aim was not to remove all risk from the activity of banking [...]. Their main point of concern, regarding the loan departments of banks, was

---

<sup>98</sup> Voir la thèse de doctorat de Samuel Demeulemeester, plus précisément son troisième chapitre (pp. 101-126).

thus to make sure that the liabilities they created (*i.e.* savings deposits) could not be used as means of payment. To this effect, they recommended a legal prohibition of the use of money substitutes in transactions (Currie [1934b] 1968, p. 199; Fisher [1935] 1945, pp. 23, 165), as well as prudential rules aiming to somewhat limit the liquidity of savings deposits. But the fundamentals of banking would be left largely unchanged [...]. Under their proposed system, the loan departments of banks would remain able to perform both maturity and risk transformation » (Demeulemeester, 2018).

**Tableau 2 : Bilan des banques dans l'approche à la Currie-Fisher<sup>99</sup>**

« Check Department »	
ACTIF	PASSIF
Réserves [100%]	Dépôts à vue transférables
« Loan Department »	
ACTIF	PASSIF
Créances	Fonds propres
Réserves [< 100%]	Dépôts à terme non transférables

L'approche à la Currie-Fisher ne s'oppose pas à ce que les banques fassent du crédit. Le cœur de leur proposition est de déconnecter la création/destruction de monnaie de l'octroi/remboursement de crédit. Cette nuance est de taille car l'approche des économistes de Chicago limite le financement de l'activité au financement par action :

« In its more important, converse aspect, 100 per cent reserve banking is simply 100 per cent equity financing of all incorporated enterprise » (Simons, 1946, p. 85).

Les « banques » ne seraient alors plus des établissements de crédit mais de simples administrateurs de compte (il n'y aurait pas de *loan department*).

<sup>99</sup> Tableau réalisé à partir de la thèse de doctorat de Samuel Demeulemeester (2019, p. 118).



## **b. Currie et la rédaction du Banking Act de 1935 : l'activisme de l'intérieur**

Quand il reçoit le mémorandum de mars 1933 écrit par les économistes de Chicago, Fisher n'a pas encore rédigé son projet de réforme monétaire, il travaille encore à sa théorie de la déflation par la dette (1932, 1933). Currie quant à lui, devenu docteur en 1931 à Harvard, y enseigne en tant qu'assistant de Schumpeter et de Hawtrey. Ce n'est qu'à partir de 1934 et dans les années qui suivirent que ces deux économistes vont s'impliquer pleinement et formuler leurs propositions de réforme. Currie développe dans son ouvrage de 1934, *The Supply and Control of Money in the United States*, ce que serait selon lui un système monétaire idéal. Ce système est proche des propositions des économistes de Chicago. Comme eux, Currie défendait un taux de réserves de 100% sur les dépôts à vue transférables. En revanche, son projet, comme celui de Fisher, se différencie du Chicago Plan car il ne donnait pas l'exclusivité du financement aux sociétés d'investissement (Currie, 1934a).

Currie va intégrer le Trésor, alors dirigé par Henry Morgenthau, en 1934. Il est invité par Jacob Viner, assistant spécial du ministre, à faire partie d'un comité appelé « *The Freshman Brain Trust* » (Sandilands, 1990, pp. 56-57), chargé de formuler des propositions sur les questions monétaires et bancaires en vue de rédiger le second *Banking Act*. Il est à noter que Viner semble être un sympathisant de la réforme monétaire et que Hart, co-auteur du premier mémorandum du Chicago Plan, est aussi membre de ce comité. C'est dire si les partisans de la réforme monétaire ont été au cœur de la préparation du *Banking Act*. Par ailleurs, Currie est conscient de l'impossibilité politique de mettre en place immédiatement son système idéal ; tout son effort sera alors de chercher à peser sur le *Banking Act* de 1935, afin que celui-ci aille dans le sens d'un contrôle de la monnaie par une autorité centrale. Currie remet en septembre 1934 un mémorandum résumant son projet de réforme au Trésor. Au moment où ces propositions sont transmises au Trésor, celui-ci reçoit également via Roosevelt, un mémorandum de Fisher (1934) formulant des préconisations très similaires<sup>100</sup>.

En novembre 1934, Currie fournit à FDR un document co-écrit avec Marriner Eccles (Currie, 1934b), nouveau directeur de la Fed dont Currie est devenu l'assistant. Un point important qui est développé est la nécessité de renforcer la capacité de l'autorité centrale à mener une politique monétaire par des opérations d'*open market*. Rappelons que dans le

---

<sup>100</sup> Pour ne pas surcharger le développement nous traitons ici surtout du cas de Currie. Fisher sera mobilisé pour traiter de l'activisme des partisans de la réforme monétaire après le Banking Act de 1935.

*Federal Reserve Act* de 1913 il n'est pas possible de mener ce type d'opérations. Le *Banking Act* de 1933 les autorise mais au niveau de chaque Banque de Réserve régionale. Ainsi, il n'y avait pas d'autorité centrale et donc pas de politique monétaire fédérale :

« The flaw in the 1933 revisions was that each regional bank could refuse to participate in decisions by the Open Market Committee » (Phillips, 1995, p. 103).

L'objectif de Currie et d'Eccles est donc de renforcer le pouvoir du *board* de la Fed qui aurait un contrôle total sur le volume et la fréquence des opérations *d'open market*. La contrepartie de ce pouvoir accru est de faire de la Fed une institution responsable devant le Congrès, ce dernier définissant politiquement les objectifs de la politique monétaire. On voit que Currie se positionne davantage dans l'idée d'une indépendance opérationnelle avec pouvoir discrétionnaire que les tenants du Chicago Plan, partisan d'une politique monétaire fondée sur une règle stricte. En ce sens, Currie anticipe assez largement la politique monétaire moderne. Son objectif n'est pas d'aboutir immédiatement à une réforme monétaire complète, mais de réaliser une première étape dans cette direction. Il cherche donc à renforcer le pouvoir du *board* de la Fed, notamment en lui donnant le pouvoir de réhausser le taux de réserve obligatoire sur les dépôts (par une modification du titre 2 du *Banking Act*). Son objectif est de rendre possible le passage à un système de couverture intégrale des dépôts à vue dans le futur, d'en faire une extension envisageable du *Banking Act* de 1935. Cependant cette proposition sera bloquée par le sénateur Glass qui n'était pas favorable à ce renforcement du pouvoir de la Fed<sup>101</sup>.

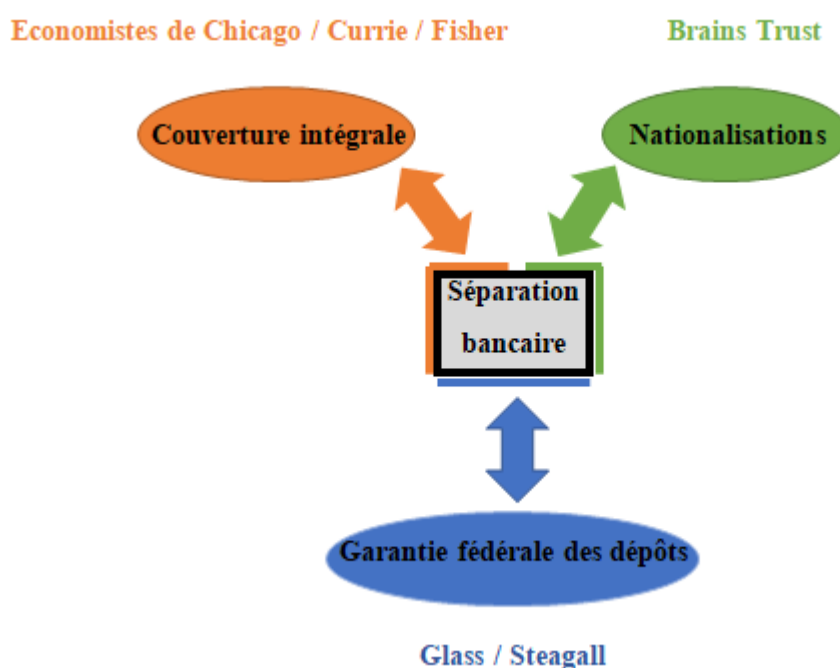
Le vote du *Banking Act* de 1935 entérine la victoire de Glass et de Steagall (séparation bancaire et garantie fédérale des dépôts). Les propositions alternatives étaient la nationalisation partielle du secteur bancaire, défendue notamment au sein du Brains Trust (Phillips, 1995, p. 39), et la couverture intégrale des dépôts à vue. En réalité, ces trois grandes tendances, internes aux *New Dealers*, comportaient toutes l'idée de séparation bancaire, mais différaient sur le moyen d'assurer la stabilité du système de paiement. Pour schématiser, il est possible de dire que la couverture intégrale des dépôts et la nationalisation partielle du secteur bancaire étaient les deux propositions les plus radicales, opposées l'une à l'autre. D'ailleurs selon Simons (1948, pp. 332-333), le Chicago Plan a été développé par lui et ses collègues de Chicago précisément en tant qu'il était une alternative à la nationalisation des banques et à la planification de

---

<sup>101</sup> « Glass set out to rewrite H.R. 7617 to remove those elements which he thought increased unduly the government's role » (Phillips, 1996, p. 109).

l'investissement. Pour Fisher, le 100% monnaie se présente comme un moyen de mettre fin aux appels incessants à la nationalisation du secteur bancaire (Fisher, 1936c) et comme un moyen de sauver le capitalisme à l'américaine (Fisher, 1934). FDR fit donc le choix de prendre une position que l'on peut qualifier d'intermédiaire au travers de la combinaison entre séparation bancaire (point de convergence des différentes propositions) et garantie fédérale des dépôts.

**Figure 3 : Schéma récapitulatif des trois principales propositions de réforme**



Cette combinaison jouissait d'un fort soutien au Congrès et dans l'opinion publique. De plus, le secteur bancaire et financier était hostile aux deux autres options. Dès lors, le choix de s'orienter vers la solution intermédiaire, c'est-à-dire la moins radicale, a permis à Roosevelt de ne pas s'aliéner les milieux financiers, dont il avait peur<sup>102</sup> et sur lesquels il comptait pour relancer le crédit. Ne pas les nationaliser ni leur imposer d'opérer dans un cadre de 100% réserves peut être vu comme un signal, annonçant une collaboration davantage qu'une opposition vis-à-vis des banquiers et des financiers. Le *Banking Act* de 1935, bien que contraignant pour le secteur bancaire, a donc été accepté sans trop de contestation. Le silence relatif du milieu de la banque et de la finance dans les débats politiques peut s'expliquer par le fait qu'une intervention de leur part contre le *Banking Act* de 1935 aurait pu susciter la rédaction d'une loi encore plus contraignante. Au total, les banques et les financiers de Wall Street se

<sup>102</sup> D'après Fisher, dans une lettre à son fils, voir Allen (1993, p. 710).

satisfont du compromis trouvé par Roosevelt : « *Compared with the 100 per cent reserve scheme, [...] the banking act of 1935 is weak tea*<sup>103</sup> » peut-on lire dans le *New York Herald Tribune* en février 1935<sup>104</sup>, « un quotidien réputé à droite et proche des républicains » (Audier, 2012, p. 85).

La période que nous avons observée illustre une séquence partant d'une crise profonde du régime monétaire. De cette crise profonde (celle de 1929), émane une volonté largement partagée dans l'électorat de réformer le système et de repartir sur une base saine au travers d'un *New Deal*. Cette volonté va prendre corps avec l'élection de Roosevelt. L'objectif initial de Roosevelt était de sécuriser le système de paiement, de créer un climat propice à la stabilité financière et de favoriser le redémarrage économique. La forme concrète prise ensuite par la réforme au niveau législatif est le fruit de rapports de force conflictuels. Le *Banking Act* de 1935 clôture cet épisode avec pour éléments centraux la séparation des banques commerciales et des banques d'investissement ainsi que la mise en place de la garantie permanente des dépôts au travers de la création de la FDIC. En ce sens, les objectifs initiaux sont remplis et la législation mise en place sous Roosevelt peut être vue comme un succès, dans la mesure où elle ne sera pas abrogée avant la fin des années 1990.

### **c. Les projets de réforme monétaire après 1935**

Si Fisher, après s'être consacré essentiellement à ses travaux sur la déflation par la dette entre 1932 et 1933, avait publié en 1934 une version de sa proposition de 100% monnaie, il serait faux de croire que son activisme pour la réforme monétaire a pris fin avec le vote du second *Banking Act* en 1935. Au contraire, il développe plus en détail son projet avec plusieurs publications à ce propos au cours de l'année 1936. Fisher sera également à l'initiative du *Program for monetary reform* de 1939 inspiré de ses travaux précédents et coécrit avec 5 autres économistes, dont Paul Douglas qui faisait également partie des signataires du mémorandum de mars 1933. En 1941, une nouvelle version du *Program* de 1939 est rédigée, le groupe s'élargit à 400 économistes (dont la présence notable de Commons). Fisher se situe à la fois sur le plan académique, avec la publication d'ouvrages et d'articles spécialisés, sur le plan

---

<sup>103</sup> Cette expression renvoie au fait d'ajouter de l'eau bouillante dans un thé pour en faire une boisson moins forte, davantage diluée. Appliquée à la politique, il s'agit donc de dire que le *Banking Act* de 1935 est une proposition moins radicale que le 100% monnaie.

<sup>104</sup> « Many Withhold Opposition to Present Banking Bill Lest Legislators Put Forward Measure Requiring 100% Reserves for Demand Deposits », *New York Herald Tribune*, 25/02/ 1935, p. 41. Cité dans Phillips (1995, p. 122).

politique, avec un soutien actif aux propositions de loi comme celle de Cutting, mais aussi sur le plan de la vulgarisation. Cette volonté de faire connaître au grand public les enjeux de sa proposition le distingue vivement de Simons notamment<sup>105</sup>. La Seconde Guerre Mondiale n'arrête pas les efforts de lobbying de Fisher, qui écrit en 1944 à FDR pour suggérer de faire du 100% monnaie un des éléments centraux de la politique économique à la sortie de la guerre. Après une réédition de son livre *100% Money* en 1945, Fisher se lance dans des campagnes d'envoi massif de lettres pour faire connaître le projet de réforme monétaire à ses pairs et recueillir leur soutien<sup>106</sup>. D'après Allen (1993, p. 715), jusque sur son lit de mort Fisher continue à militer pour la réforme monétaire, notamment au travers d'une longue lettre au successeur de FDR à la Maison Blanche, Harry Truman. Après Fisher et les économistes de Chicago de la première vague, Maurice Allais (1947, 1967) et Milton Friedman (1960) continuèrent à défendre le 100% monnaie.

Nous pouvons également mentionner des propositions assez proches comme le projet de James Tobin (1985, 1987). Considérant que la garantie des dépôts est une « délégation à des entreprises privées du droit souverain du gouvernement d'émettre de la monnaie »<sup>107</sup> et que dans le contexte d'innovation et de dérégulation financière qu'il observe les banques « abusent » de cette garantie (1987, p. 12), Tobin plaide pour une réforme proche du 100% monnaie de Currie-Fisher. Il considère qu'il faut proposer au public « un type de dépôt qui soit tellement sûr qu'il ne nécessite pas d'être garanti » (1987, p. 12). Pour ce faire il propose en premier lieu ce qu'il appelle la « *deposited currency* » et évoque deux moyens de la mettre en place. Soit les Banques de Réserve Fédérale développeraient un réseau d'agence et offriraient directement ce type de dépôts, soit les banques commerciales verraient leur bilan compartimenté. Dans le premier cas, ces dépôts sont un passif de la banque centrale, au même titre que les billets. Dans le second cas, ce type de dépôts devrait être couvert intégralement par des réserves en monnaie centrale (Tobin, 1985, p. 25). La partie du bilan des banques commerciales concernée par ce type de dépôts est similaire au « *check department* » du 100% monnaie à la Currie-Fisher (voir tableau 2).

---

<sup>105</sup> « Fisher [...] actively sought to promote legislation and educate the public [...]. Simons was leery of popularization of ideas that should be subjected to serious scholarly debate » (Phillips, 1995, pp. 107-108).

<sup>106</sup> Voir Phillips (1995, pp. 161-163).

<sup>107</sup> Notre traduction : « *Deposit insurance is a delegation to private enterprises of the government's sovereign right to coin money* ».

Tobin considère que d'autres types de moyens de paiement peuvent coexister avec ces dépôts intégralement couverts par des réserves. Il propose de garantir les autres types de dépôts proposés par les banques commerciales, à la condition que ces dépôts répondent à certains critères, notamment qu'ils soient intégralement couverts par des actifs diversifiés, surs et avec des maturités plutôt courtes (Tobin, 1987, p. 13). On parle à ce propos de « *narrow banks* » (Litan, 1987a, 1987b). Tout autre passif bancaire n'étant pas couvert par des actifs satisfaisant aux conditions de la garantie des dépôts<sup>108</sup> n'est pas assuré du tout et relève des banques d'investissement<sup>109</sup>, ce qui correspond peu ou prou au « *loan department* » du 100% monnaie à la Currie-Fisher (voir tableau 2), la différence tenant au fait qu'un département intermédiaire sujet à la garantie des dépôts y est intercalé (tableau 3). La proposition de Tobin comporte de nombreux éléments communs avec les projets de réforme monétaire développés dans les années 1930 (Lainà, 2015).

**Tableau 3 : Bilan des banques commerciales et des banques d'investissement dans l'approche à la Tobin**

<b>« Commercial (narrow) bank »</b>	
<i>Compartiment 1</i>	
ACTIF	PASSIF
Réserves [100%]	« <i>Deposited currency</i> »
<i>Compartiment 2</i>	
ACTIF	PASSIF
Actifs éligibles [100%]	« <i>Insured deposits</i> »

<sup>108</sup> « "Commercial bank" asset portfolios would be subject to regulations, and generous capital-account reserves against losses on these portfolios would be required. Fixed-nominal-interest bonds and mortgages of long maturity are not suitable assets for insured depositories, especially in an era of volatility of actual and expected interest rates and inflation. Asset portfolios heavily concentrated in consumer paper and credit card debts are clearly unsuitable. Commercial banks, with insured deposits, should hold diversified portfolios of relatively short term paper, including Treasury bills as secondary reserves, marketable commercial paper, non-marketable commercial loans, consumer debts, and longer-term variable-rate bonds and mortgages » (Tobin, 1987, p. 13).

<sup>109</sup> « For a current commercial bank [...] an investment affiliate would be established by the transfer of uninsured liabilities and equivalent value of assets from the commercial bank. These transfers would move the commercial bank towards compliance with the new and stricter regulations about asset portfolio composition » (Tobin, 1987, p. 15).

« Investment bank »	
ACTIF	PASSIF
Actifs non éligibles	Fonds propres
Réserves [< 100%]	« <i>Uninsured deposits</i> »

A la fin des années 1980 et au cours des années 1990, la fin annoncée de la séparation bancaire telle qu'elle avait été mise en place sous Roosevelt, le mouvement de dérégulation financière et le passage d'un modèle bancaire *originate and distribute*, entraînent une multiplication des crises financières dans les économies capitalistes. De manière concomitante à l'abrogation du *Glass-Steagall Act*, Minsky écrit plusieurs articles portant sur différentes options de restructuration du système bancaire et financier américain. Après avoir, en 1994, préfacé l'ouvrage de Phillips (1995) sur le Chicago Plan<sup>110</sup>, il publie deux papiers où il évoque le 100% monnaie et le *narrow banking* (Minsky, 1994, 1995). Le 100% monnaie aurait selon lui la « vertu » de séparer les deux fonctions principales qu'il attribue au système bancaire, à savoir la fourniture de moyens de paiement surs d'une part, et le financement de l'activité d'autre part (1994, pp. 20-21)<sup>111</sup>. Minsky (1995, p. 13) écrit que le 100% monnaie est maintenant « faisable » aux États-Unis et que la période récente invite à entreprendre une « réorganisation bancaire significative » en « ravivant les réformes profondes incarnées par le 100% monnaie », capables « à défaut d'éliminer, de réduire l'instabilité inhérente à l'économie de marché »<sup>112</sup>. Cependant, Minsky met en garde. Le 100% monnaie et le *narrow banking*, en mettant l'accent essentiellement sur la première fonction mentionnée (la fourniture d'un moyen

<sup>110</sup> Déjà dans son ouvrage majeur de 1986, il mentionne Simons, aux côtés de Fisher et de Keynes, comme étant les auteurs dont il a tiré les fondements de sa théorie de l'instabilité financière ([1986] 2015, pp. 393-394).

<sup>111</sup> Notre traduction : « *One virtue of the 100% money scheme is that it separates the two functions that the monetary and banking system has to perform: the provision of a safe and secure means of payments, and the capital development of the economy* » (1994, pp. 20-21).

<sup>112</sup> Notre traduction : « *For the United States 100% money is now feasible. By itself the repeal of the Glass Steagall Act will not change much in the way banking and finance operates. [...] However in the light of our experience during the late 1980's and early 1990's a more meaningful reorganization of banking could be undertaken [...] by reviving the deep reforms embodied in 100% money, reforms that for a brief moment were on the agenda in the 1930's. By eliminating the link between the money supply and the performance of private liabilities such reforms could dampen, even as they cannot eliminate, the instabilities inherent in a market economy that follow from linking the quantity of money and the financing of activity to the performance of private liabilities* » (1995, p. 13).

de paiement sûr), peuvent amener à « perdre de vue l'objectif principal » (*losing sight of the main object*) qui est selon lui le financement de l'activité (1992, p. 37).

Sur ce plan, le *narrow banking* est probablement plus souple que le 100% monnaie, dans la mesure où il n'opère pas une séparation totale entre monnaie et crédit<sup>113</sup>, mais a davantage vocation à « mettre la monnaie à l'abri des prêts *risqués* » (Demeulemeester, 2019, p. 63), en opérant une « séparation partielle » (Tobin, 1987, p. 14)<sup>114</sup>. En autorisant que les dépôts garantis soient couverts non seulement par des réserves de la banque centrale (comme la *deposited currency*) mais aussi potentiellement par des actifs d'une autre nature, Tobin se distingue des réformateurs des années 1930. En effet, ce faisant il n'exclut pas que les banques puissent créer des moyens de paiement par monétisation des créances. Ces passifs ne bénéficient cependant d'une garantie publique qu'à condition qu'ils aient pour contrepartie des actifs jugés surs, c'est-à-dire tant qu'ils remplissent les critères préalablement définis par le régulateur. Imprégnés de la tradition keynésienne, des auteurs comme Tobin, mais surtout Minsky, mettent davantage l'accent que leurs prédécesseurs des années 1930 sur la nécessité de mettre en place un système qui permette un financement adéquat de l'activité :

« Within the framework of the Keynesian view the main policy objective is to put a financial structure in place which is conducive to doing the capital development well. This is the criterion by which all policy proposals are to be judged » (Minsky, 1994, p. 34).

Au total, il est difficile de dire si Minsky supportait une réforme inspirée du 100% monnaie et/ou du *narrow banking*, comme le suggère Demeulemeester (2018, p. 358), ou si à l'inverse il s'y opposait, comme le suggèrent Kregel (2012, p. 7) ou Wray (2014). Une manière de sortir de cette façon binaire de poser la question est de s'appuyer le principe minskyen selon lequel la stabilité crée les conditions de l'instabilité. En ce sens, si une réforme de type 100% monnaie ou *narrow banking* pourrait avoir un effet bénéfique sur la stabilité financière, comme le suggère Minsky dans son papier de 1995, il y aurait fort à parier que de nouveaux mécanismes déstabilisateurs émergeraient de façon endogène. D'un autre côté, si cette réforme est mise en œuvre d'une manière qui n'entrave pas le financement de l'activité économique, elle satisfait

---

<sup>113</sup> Contrairement à ce qu'affirment Bossone (2001).

<sup>114</sup> « *The linking of deposit money and commercial banking is an accident of history [...] the proposed "deposited currency" partially breaks the link of deposit money to commercial lending* » (1987, p. 14).



aux principes posés dans son papier de 1994. Minsky n'ayant jamais (à notre connaissance) exprimé un rejet explicite et tranché envers le 100% monnaie ou le *narrow banking*<sup>115</sup>, nous suggérons ici l'hypothèse d'une forme d'*agnosticisme minskyen*<sup>116</sup> au sens où l'enjeu n'est pas de prendre une position binaire quant au bien fondé de la mise en place d'un tel système (« pour » ou « contre »), mais davantage de se questionner sur les différentes modalités possibles de sa mise en œuvre (« comment »), dont certaines sont plus souhaitables que d'autres sur le plan macroéconomique.

## **2.2. La résurgence sous une forme rénovée des projets de réforme des années 1930 après la crise de 2008**

La confiance dans les banques s'est largement détériorée à la suite de la crise financière de 2008 dans les pays de l'OCDE (Stevenson, Wolfers, 2011 ; Fungáčová *et al.*, 2019), ce qui a ramené sur le devant de la scène des propositions de réforme monétaire proches de celles développées dans les années 1930, déjà ravivées par Tobin puis Minsky. Les partisans de la réforme monétaire des années 1930 se regroupaient, malgré certaines divergences, sur le constat selon lequel la création monétaire par le crédit bancaire est pro-cyclique et favorise de ce fait l'instabilité financière. Ils s'accordent sur une volonté de sécuriser le système paiement en le mettant à l'abri des *bank runs*. Enfin, les partisans de la réforme monétaire soutiennent l'idée selon laquelle une autorité publique doit avoir le monopole de la création monétaire (Demeulemeester, 2018, pp. 360-361). C'est toujours dans cet esprit, donc dans une continuité sur le plan des objectifs, que les partisans de la réforme monétaire vont connaître un regain d'attention après la crise de 2008, sous l'impulsion de la *New Economic Foundation* (NEF) qui avait déjà publié l'ouvrage de Joseph Huber et James Robertson (2000), intitulé *Creating New Money*. Dans la continuité de cet ouvrage, l'ONG *Positive Money* (PM) va publier celui de Jackson et Dyson (2013) intitulé *Modernising Money: Why Our Monetary System is Broken and how it Can be Fixed*. Plus récemment, nous pouvons mentionner l'ouvrage *Sovereign Money* de Joseph Huber (2017). Ces auteurs proposent la mise en place d'un « *Sovereign Money System* » (SMS), qui peut à ce stade être brièvement décrit comme un système proche du 100%

---

<sup>115</sup> Kregel (2012, p. 7) affirme que Minsky se serait finalement rétracté concernant ses positions favorables à la réforme monétaire et se serait orienté vers « d'autres alternatives ». Cependant, ce dernier, décédé en 1996, n'a laissé à notre connaissance aucun écrit allant dans le sens de l'affirmation de Kregel.

<sup>116</sup> L'agnosticisme au sens d'une « attitude philosophique qui considère l'absolu inaccessible à l'intelligence humaine ». <https://www.cnrtl.fr/definition/agnosticisme>

monnaie à la Currie-Fisher<sup>117</sup>. C'est ce système que nous allons étudier en détail : après avoir présenté l'organisation générale d'un SMS (2.2.1), nous nous attacherons à discuter le rôle de la banque centrale dans un tel système (2.2.2).

### ***2.2.1. Les contours du Sovereign Money System (SMS)***

#### **a. L'architecture du système de paiement**

Une première différence à signaler entre les projets des années 1930 et leur épigone contemporain est le passage d'un circuit monétaire dual à un circuit monétaire unifié. Par circuit monétaire scindé, Huber (2017, p. 58) renvoie à la séparation existante entre la circulation interbancaire (réserves en monnaie centrale) et la circulation publique, c'est-à-dire celle qui inclut les agents non bancaires. Dans le cadre d'un système où le taux de réserve obligatoire sur les dépôts à vue est porté à 100%, la structure du système monétaire demeure de ce point de vue la même que dans le cadre des arrangements actuels. Il s'agit, pour Huber et Robertson (2000) de la NEF tout comme pour Jackson et Dyson (2013) de PM, d'unifier la circulation monétaire autour d'un médium unique (en l'espèce, la monnaie dite centrale) circulant aussi bien entre les agents bancaires que non bancaires. En ce sens, le SMS proposé par la NEF et par PM n'est pas un système de 100% réserve bien qu'il vise les mêmes objectifs. Jackson (2012) et Huber (2017, p. 145) expliquent que dans le cadre d'un SMS, les agents non financiers ne possèdent pas des dépôts bancaires couverts intégralement par des réserves en monnaie centrale ; ils possèdent directement ces « réserves » qui, dans un SMS, ne sont plus des « réserves » à proprement parler mais simplement de la monnaie<sup>118</sup>.

Pour les partisans actuels de la réforme monétaire, tout comme pour Currie et Fisher avant eux, il convient de distinguer clairement les dépôts à vue (DAV) et les dépôts à terme (DAT). Les premiers sont transférables, servent comme moyen de paiement et sont considérés comme « monnaie ». Les seconds ne peuvent être transférés et servir de moyen de paiement, ils ne sont par conséquent, selon eux, pas considérés comme « monnaie » mais comme du capital financier.

---

<sup>117</sup> Nous ne nous intéressons pas ici à la proposition de Benes et Kumhoff (2012) connue sous le nom de « *Chicago Plan Revisited* ». Ce document contient des confusions, voire de fausses affirmations sur le plan de l'histoire de la pensée économique, attribuant aux auteurs des années 1930 des positions qu'ils n'ont jamais soutenues. Voir à ce propos Demeulemeester (2019 (n105), p. 68).

<sup>118</sup> Cette volonté d'unifier la circulation autour d'un instrument monétaire était déjà présente dans les années 1930. Simons écrit par exemple en 1933 à Fisher qu'un des objectifs de la réforme est d'atteindre une « *substantial homogeneity in the exchange medium* », cité dans Phillips (1995, p. 50).

« Today's monetary aggregates M0 and M1 would no longer exist ; there would be one integrated money supply M [...]. Assets in today's aggregates M2/3/4 such as saving accounts or certificates of deposits would be customer loans to a bank or fund, documented in banking and financial statistics, though not as a monetary aggregate, or near-money, but as short-term financial capital » (Huber, 2017, p. 145).

Cette distinction fondamentale entre les DAV et les DAT renvoie à l'idée qu'une unité monétaire ne peut pas à la fois être investie et utilisée à tout moment comme moyen de paiement. Simons écrivait en 1934 (n7, p. 38) :

« There is likely to be extreme economic instability under any financial system where the same funds are made to serve at once as investment funds for industry and trade and as the liquid cash reserves of individuals. Our financial structure has been built largely on the illusion that funds can at the same time be both available and invested ».

Dans un SMS l'architecture du système de paiement se rapprocherait de la proposition de Fisher, avec une distinction entre la monnaie (DAV), entendue comme moyen de paiement, et les actifs financiers non transférables (DAT). La différence est que les DAV ne seraient pas un passif des banques couvert intégralement par des réserves, mais seraient directement un passif de la banque centrale sur des comptes appelés « comptes transaction ». L'intérêt d'une telle manœuvre est de rendre inutile la constitution de réserves. En sortant les DAV du passif des banques, tout risque d'illiquidité devient ainsi impossible sur les comptes transaction. De plus, cela rend inutile la mise en place d'une garantie des dépôts ; ceux-ci sont garantis *de facto* directement par la banque centrale, d'une manière qui rappelle aussi l'approche en termes de « *deposited currency* » de Tobin. Les comptes transactions sont donc des dépôts transférables à vue, sans risque et à rendement nul. C'est-à-dire une forme de « *digital cash* », ou de *Central Bank Digital Currency* (CBDC)<sup>119</sup>.

Si l'on repart du tableau 2, il s'agit en fait de mettre en place un « passif de conversion » (*conversion liability*), procédé par lequel la banque centrale prend à sa charge la dette à vue des banques envers les déposants, tandis qu'en contrepartie les banques se voient endettées du

---

<sup>119</sup> Pour une discussion récente sur les enjeux des CBDC, voir Larue *et al.*, (2020).

même montant envers la banque centrale. Les banques ne sont plus scindées en deux « départements », seul perdure le « *loan department* » tandis que le « *checking department* » est intégré à la banque centrale<sup>120</sup>.

« The original full-reserve banking proposals stipulated that the reserves held by banks should match the deposits held by their customers. Sovereign money takes it one step further by transferring the deposits themselves to the central bank » (Dyson *et al.*, 2016a, p. 1353)

**Tableau 4 : Bilans simplifiés des banques et de la banque centrale avant la réforme**

<b>Banques</b>	
ACTIF	PASSIF
Créances sur les ANF <sup>121</sup>	DAV
	DAT
Réserves	Fonds propres

<b>Banque centrale<sup>122</sup></b>	
ACTIF	PASSIF
Créance sur l'État	Réserves

<sup>120</sup> Dans un système de couverture intégrale, le « *checking department* » de la banque n'a à son actif que des réserves. Pour rémunérer les banques qui gèrent ces comptes, il est soit nécessaire que les banques chargent à leurs clients des frais de tenue de compte, soit qu'un subside public se substitue à ces frais. Un financement public de la tenue des comptes à vue peut aussi se faire en rémunérant les réserves, afin de créer un différentiel de taux positif entre l'actif et le passif. Dans cette perspective, il serait probablement à la fois plus simple et moins coûteux que la banque centrale gère directement la tenue de ces comptes. Une critique que l'on pourrait faire à un tel système est la concentration d'informations personnelles par la banque centrale et potentiellement par le gouvernement. Cependant, le développement des techniques cryptographiques modernes peut permettre de préserver l'anonymat des transactions.

<sup>121</sup> Agents non financiers.

<sup>122</sup> Nous n'avons pas ici, pour simplifier, intégré de réserves de change ni de billets. Nous avons considéré le cas simple où la banque centrale finance l'Etat et où les banques financent les ANF.

**Tableau 5 : Bilans simplifiés des banques et de la banque centrale avec le passif de conversion**

Banques	
ACTIF	PASSIF
Créances sur les ANF	Comptes investissement
	Dette envers la banque centrale
Compte de fonds prêtables	Fonds propres

Banque centrale	
ACTIF	PASSIF
Créances sur les banques	Comptes transaction
Créances sur l'État	Comptes de fonds prêtables

Entre les tableaux 4 et 5, le SMS est mis en place. Que se passe-t-il du point de vue du système de paiement<sup>123</sup> ? La banque centrale a bien pris à sa charge la dette à vue des banques envers leurs déposants : les DAV n'apparaissent plus au passif des banques et sont maintenant au passif de la banque centrale (comptes transaction). Le passif des banques n'est pas réduit pour autant : la banque centrale remplace la dette à vue des banques envers les déposants par une dette envers elle. La banque centrale dispose donc à son actif d'une créance sur les banques d'une valeur égale aux comptes transaction.

#### **b. Evolution du système de crédit**

Pour être investis, les fonds des particuliers doivent être préalablement transférés depuis un compte transaction vers un compte investissement. Les sommes déposées sur ces comptes

---

<sup>123</sup> Il semble à première vue que les réserves ont disparu dans le processus. Techniquement elles ne disparaissent pas, elles se retrouvent sur le compte de fonds prêtables des banques que nous faisons apparaître explicitement par la suite.

ne sont pas transférables et ne peuvent donc servir à réaliser de paiements. Ce sont des dépôts à terme ou avec préavis : il s'agit d'une dette de la banque envers le déposant dont la maturité et le rendement ont été préalablement définis. En d'autres termes, il s'agit d'une promesse de rembourser à une date future la monnaie déposée ; il ne s'agit pas de monnaie au sens de moyen de paiement. L'ensemble des sommes immobilisées sur les comptes investissement au passif d'une banque est regroupé sous forme liquide à son actif sur son compte de fonds prêtables. C'est uniquement à partir de ce compte que la banque peut accorder des crédits, en transférant la somme empruntée sur le compte transaction de l'emprunteur. Dans le cadre d'un SMS, les banques agissent comme des intermédiaires entre l'épargne et l'investissement, les opérations de crédit n'entraînent aucune création monétaire, pas plus que leur remboursement n'entraîne de destruction monétaire. Notons dès maintenant que ceci n'implique pas qu'à l'échelle macroéconomique le stock de monnaie soit donné une fois pour toute (*i.e.* qu'il n'y ait pas de création monétaire) mais seulement que la création monétaire est déconnectée de la décision microéconomique de financement. Illustrons cette mécanique générale, avec l'exemple d'une entreprise qui emprunte X unités de monnaie :

**Tableau 6 : Bilans simplifiés des banques, de la banque centrale et d'une entreprise lors de la délivrance d'un crédit bancaire d'un montant X**

<b>Entreprise</b>	
ACTIF	PASSIF
Compte transaction [+X]	Dette [+X]

<b>Banques</b>	
ACTIF	PASSIF
Créances [+X]	Comptes investissement
	Dette envers la banque centrale
Compte de fonds prêtables [-X]	Fonds propres

<b>Banque centrale</b>	
ACTIF	PASSIF
Créance sur les banques	Comptes transaction [+X]
Créance sur l'État	Comptes de fonds prêtables [-X]

**Tableau 7 : Bilans simplifiés des banques, de la banque centrale et d'une entreprise lors du remboursement d'un crédit bancaire d'un montant X**

<b>Entreprise</b>	
ACTIF	PASSIF
Compte transaction [-X]	Dettes [-X]

<b>Banques</b>	
ACTIF	PASSIF
Créances [-X]	Comptes investissement
	Dettes envers la banque centrale
Compte de fonds prêtables [+X]	Fonds propres

<b>Banque centrale</b>	
ACTIF	PASSIF
Créance sur les banques	Comptes transaction [-X]
Créance sur l'État	Comptes de fonds prêtables [+X]

### c. La compartimentation des risques

Du point de vue de l'organisation concrète et plus précise du système de crédit dans un SMS, il s'agit de réaliser les crédits au travers de « fonds d'investissement » (« *investment funds* »). Cette appellation est cependant problématique car il ne s'agit pas de fonds d'investissement au sens usuel du terme, mais plutôt de compartiments dans le bilan des banques. Sur ce point, le SMS se situe donc davantage dans la tradition Currie-Fisher-Tobin que dans la celle des économistes de Chicago. Ces fonds d'investissement seraient structurés en combinant des actifs ayant un profil de risque similaire. Chacun d'entre eux serait une entité distincte qui, bien que possédée par une banque mère, aurait une comptabilité séparée (donc ses propres profits et pertes) et son propre capital pour couvrir son actif. Faire de ces fonds des entités distinctes permet de compartimenter au maximum le risque. La banque ne prêterait donc pas directement à partir de son compte de fonds prêtables comme nous l'avons suggéré précédemment pour rendre l'exposé du mécanisme plus simple. En réalité, chaque fonds d'investissement de la banque en question a à son passif un certain nombre de comptes investissement de niveau de risque similaire, permettant de financer les actifs correspondants du fonds en question. Pour chaque fonds d'investissement, tous les comptes investissement au passif seraient donc exposés au même niveau de risque à l'actif. Nous illustrons cela dans le tableau 8 ci-dessous, avec trois catégories de risques (A, B, C).

Les différents fonds d'investissement rassemblent des actifs de niveau de risque similaire. Se pose bien sur la difficile question de l'évaluation du risque après la crise financière de 2008 qui a montré que les agences de notation privées n'étaient pas en mesure d'évaluer correctement le risque, notamment le risque de produits complexes tels que les CDO<sup>124</sup> adossés aux crédits *subprimes*. Dyson *et al.* (2016b, p. 24) proposent d'utiliser un ratio pondéré de risque, à la manière du ratio de Bâle :

« One imperfect but relatively simple way to label the risk would be to follow the Basel capital accords by calculating total Risk-Weighted Assets (RWA) for the fund ».

Il s'agit alors de rapporter aux fonds propres les actifs pondérés par leur niveau de risque. Chaque fonds doit avoir en capitaux propres un certain pourcentage de son actif pondéré

---

<sup>124</sup> CDO : *Collateralized Debt Obligations*



par le risque, 10% par exemple. Il est ainsi possible d’imaginer une large gamme de fonds, certains ayant un niveau de risque nul ou quasi-nul et des rendements faibles (par exemple des fonds n’investissant que dans des Bons du Trésor des pays de l’OCDE) et d’autres ayant un niveau de risque très élevé et des rendements supérieurs (par exemple des fonds de capital-risque investissant dans des sociétés non cotées). Entre ces deux positions extrêmes, on trouverait des fonds aux niveaux de risque et aux rendements intermédiaires.

**Tableau 8 : La compartimentation des bilans bancaires en fonction des catégories de risque**

<b>Banque</b>	
ACTIF	PASSIF
<i>Fonds de catégorie A</i>	
Créances de catégorie A	Comptes investissement de catégorie A
	Dette envers la banque centrale
Compte de fonds prêtables	Fonds propres
<i>Fonds de catégorie B</i>	
Créances de catégorie B	Comptes investissement de catégorie B
	Dette envers la banque centrale
Compte de fonds prêtables	Fonds propres
<i>Fonds de catégorie C</i>	
Créances de catégorie C	Comptes investissement de catégorie C
	Dette envers la banque centrale
Compte de fonds prêtables	Fonds propres

Ce type de « fonds d’investissement » comporte une différence importante vis-à-vis des fonds que nous connaissons. Dans les fonds d’investissement tels qu’ils opèrent actuellement,

et tels qu'ils sont envisagés dans le Chicago Plan (voir tableau 1), les investisseurs achètent des parts d'un portefeuille d'actifs et en fonction de la variation de la valeur des actifs sous-jacents, la valeur de leurs parts évolue. Dans le cadre d'un SMS, les comptes investissement sont une dette à terme vis-à-vis des déposants, c'est-à-dire une promesse de rembourser la valeur nominale à laquelle viendra s'ajouter un niveau de rendement (intérêts) prédéfini, sans faire intervenir un quelconque cours de marché. Le financement des banques par l'intermédiaire des comptes investissement s'apparente ainsi à une forme de financement obligataire, sans marché secondaire pour négocier l'achat et la vente des obligations. Dans ces conditions la valeur des comptes investissement ne subit pas de variation. Les établissements de crédit auraient alors pour mission de gérer le capital de leurs fonds d'investissement en vue de dégager une marge (au travers d'un *mark up* sur les taux) et éventuellement d'absorber sur leurs fonds propres les pertes sur les actifs sous-jacents. Ainsi les pertes mineures ne seraient pas portées par le client. En revanche, dans le cas de pertes qui excéderaient le capital, c'est-à-dire dans le cas d'une prise de risque excessive, des pertes proportionnelles seraient réparties entre tous les possesseurs de comptes investissement du fonds en question.

Pour chaque fonds devra être déterminé contractuellement au préalable comment et à partir de quel niveau de pertes celles-ci seraient partagées avec les clients titulaires de comptes investissement dans le fonds considéré (*risk-sharing agreement*). Par exemple, imaginons un scénario dans lequel le fonds d'investissement absorbe les pertes sur les actifs tant que celles-ci n'excèdent pas un certain pourcentage de la valeur pondérée par le risque de l'actif, tandis que les pertes allant au-delà de ce niveau sont imputées partiellement aux titulaires des comptes investissement. En l'absence de garantie des dépôts sur les comptes investissement et de procédure de sauvetage des banques en faillite (*bail-out*), les pertes sont donc imputées aux actionnaires de la banque (détenteurs du capital), puis aux déposants, conformément aux procédures dites de *bail-in*.

Prenons un exemple simple. Imaginons un fonds à risque faible proposant des rendements de l'ordre de 2% avec un actif total de 1000 et un actif pondéré par le risque de 100. Les exigences réglementaires de fonds propres de 10% correspondent à une valeur de 10 et supposons un *risk sharing agreement* qui fixe un seuil de couverture à 6% de pertes. En cas de pertes sur des actifs, le fonds les absorbe sur ses capitaux propres jusqu'au seuil de couverture (6% de l'actif pondéré). Supposons que ce fonds connaisse une perte de 3% de l'actif pondéré :

les pertes (d'une valeur de 3) sont absorbées par les fonds propres et les titulaires des comptes investissement ne sont pas affectés. Le fonds se retrouve avec des capitaux propres d'une valeur de 7, ce qui est inférieur au seuil réglementaire de 10% de l'actif pondéré mais reste supérieur au seuil de couverture (ici 6%). Dans cette situation, le fonds doit reconstituer des fonds propres jusqu'au niveau réglementaire et ne peut accorder de nouveaux financements tant que cela n'est pas fait.

Si l'on suppose une situation où ce même fonds connaîtrait une perte de 5% de l'actif pondéré, les pertes seraient aussi absorbées par les fonds propres car elles sont toujours inférieures au seuil de couverture de 6%. Les fonds propres sont réduits et ont une valeur de 5. Ceci est inférieur au seuil réglementaire de 10% de l'actif pondéré (comme dans l'exemple précédent), mais est aussi inférieur au seuil de couverture (ici 6%). Dans cette situation, le régulateur doit intervenir plus drastiquement. Dès que les fonds propres passent en dessous du taux de couverture contractuel défini dans le *risk-sharing agreement*, il doit être fermé aux nouveaux investisseurs et les comptes investissement au passif doivent être gelés. En fonction de l'évaluation de la situation par le régulateur, celui-ci peut laisser le temps à la banque de renflouer en capitaux le fonds considéré ou bien choisir de le liquider complètement<sup>125</sup>.

Les comptes investissement, contrairement aux comptes transaction, sont rémunérés et ce précisément en vertu du fait qu'ils sont porteurs de risque. Ils ne bénéficient pas de mécanismes assurantiels comme la garantie des dépôts, car dans l'esprit du SMS il incombe à chacun d'assumer la prise de risque qui, si elle est généralement rémunératrice, peut également être source de pertes. En d'autres termes, les actifs peu risqués seront financés par des épargnants prudents qui acceptent des rendements faibles. Les actifs aux rendements plus élevés seront financés par des épargnants qui acceptent une prise de risque supérieure. Ceci rejoint l'idée de dépôts non garantis (« *uninsured deposits* ») de Tobin (voir tableau 3). La gestion des pertes (et des faillites éventuelles) se font à l'échelle non pas de la banque mais à celle, plus désagrégée, des fonds qui la composent. Chaque fonds d'investissement est une entité séparée de la banque-mère qui le possède et les transferts entre fonds sont interdits. Ainsi, en cas de pertes conséquentes d'un fonds (défaut des débiteurs et dévalorisation de l'actif) ne pouvant pas être épongées par les capitaux propres du fonds, celui-ci sera liquidé, mais la faillite sera

---

<sup>125</sup> Dans le cas où ce fond serait liquidé en l'état, aucun déposant n'aurait connu de pertes.

contenue dans un compartiment de risque bien précis sans nécessairement s'étendre aux autres fonds de la banque-mère, et *a fortiori* aux autres banques ; un point soulevé par Minsky :

« The maintenance of clear and well-defined capital for each subsidiary means that there will be barriers that constrain contagion of a healthy subsidiary by a falling one » (1995, p. 10).

Si les pertes sont proportionnellement distribuées entre les différents comptes investissement constitutifs d'un fonds<sup>126</sup>, en revanche le rendement de ceux-ci n'est pas homogène. Au sein d'un fonds d'investissement, les comptes investissement avec les maturités les plus longues auraient des taux d'intérêt plus élevés, en vue d'inciter les épargnants à porter leurs anticipations sur le long terme. D'une manière générale, le fait que les comptes investissement ne soient pas transférables et ne puissent être transformés en monnaie (comptes transaction) qu'après une période de préavis a pour objectif de limiter la liquidité de ces actifs. En effet, une forte négociabilité des actifs financiers (ce qui renvoie à une possibilité de les liquider rapidement) permet d'après Orléan (1999, p. 32) de transformer ce qui n'est qu'un pari personnel sur des revenus futurs en une richesse immédiate ». Orléan (1999, p. 44) notait dans cette perspective que « moins le marché est liquide, plus les anticipations se portent à long terme ». Keynes insistait déjà sur ce point dans la *Théorie Générale* :

« Il n'y a pas de motif pour qu'on essaye de réévaluer fréquemment les investissements où l'on s'est engagé. Mais le Stock Exchange réévalue tous les jours un grand nombre d'investissements, et ses réévaluations fournissent aux individus (mais non à la communauté dans son ensemble) des occasions fréquentes de réviser leurs engagements. C'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au repas du matin, pouvait décider entre dix et onze heures de retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir à nouveau » ([1936] 2017, p. 216)

Dans un SMS, les établissements de crédit, en tant qu'intermédiaires financiers, cherchent à accommoder au mieux le besoin de financement des emprunteurs et les dépôts de ses clients (à plus court terme et généralement de plus faible montant). Elles ont donc un double

---

<sup>126</sup> Les pertes sur les comptes investissement qui sont au passif, cela pourrait causer des dommages d'ordre réputationnel pour la banque-mère dans la mesure où l'un des fonds qu'elle administre aura été incapable d'opérer une gestion du risque adéquate, ce qui est une forme de sanction « normale » dans une économie concurrentielle.

rôle de transformation à la fois des maturités (financer un crédit à long terme par une succession de placements à court terme) et de la taille (financer un crédit par l'agrégation de placement de montant moindre) pour alimenter la demande de crédit des agents non financiers. Le fait que les comptes investissement soient immobilisés (dans le cas où ils prennent la forme de dépôts à terme), ou peu liquides (dans le cas où ils prennent la forme de dépôts avec préavis) a pour effet de rendre plus simple la transformation des maturités et diminue d'autant le risque d'illiquidité des fonds d'investissement.

#### **d. La crainte d'une insuffisance du crédit**

Une préoccupation agite parfois les commentateurs du SMS, celle d'une possible pénurie de crédit qui pourrait créer une contrainte sur l'investissement (Kregel, 2012 ; Fontana, Sawyer, 2016). Un premier élément qui pourrait expliquer cette préoccupation est le transfert des dépôts à vue du passif des banques vers celui de la banque centrale. Amputées d'une partie conséquente de leur passif, les banques se verraient contraintes de réduire l'encours de crédit. Cependant, dans la mesure où ce transfert est compensé par le passif de conversion (tableau 5), la taille du bilan des banques au lendemain de la réforme demeure identique. Rien n'oblige la banque centrale à demander le remboursement de cette créance : on peut tout à fait imaginer une dette perpétuelle sans intérêt. La conversion de passif remplace des ressources courtes et volatiles (dépôts à vue) par des ressources stables et longues (la dette perpétuelle envers la banque centrale).

Un second élément qui pourrait expliquer la crainte d'une insuffisance du crédit est la non prise en compte du fait que le remboursement des crédits dans un SMS n'entraîne aucune destruction monétaire. Chaque flux de remboursement de crédits bancaires ayant été alloué avant la réforme modifie la structure de l'actif des banques, mais pas sa taille (tableau 7). Quand un remboursement est effectué, le montant des créances à l'actif de la banque diminue et son compte de fonds prêtable est augmenté d'autant. La banque peut donc « recycler » les crédits qui avaient été distribués avant la réforme. Ainsi pour tout niveau de crédit donné à la veille de la réforme, rien n'empêche de maintenir l'encours de crédit à ce niveau.

Fontana et Sawyer (2016, p. 1339) estiment qu'un SMS est incohérent (« *inconsistent* ») en ce que l'origine des fonds prêtables n'y serait pas explicitée clairement : « *it is not clear where the prior savings [...] have come from* ». Nous avons montré que cette incohérence supposée n'existait pas, en explicitant l'origine des fonds prêtables (recyclage des crédits

antérieurs, passif de conversion et comptes investissement). Par construction, c'est-à-dire en raison de l'architecture même d'un SMS, il est vrai que la monnaie doit être immobilisée (épargnée) avant d'être investie, ce qui n'enlève rien au fait que toute monnaie avant d'être épargnée est nécessairement créée en amont ; ceci relève de la logique élémentaire.

Si rien *a priori* ne nous amène à penser qu'une contraction du crédit aurait nécessairement lieu avec une telle réforme, la question se pose en revanche de savoir si l'offre de crédit va pouvoir croître à un rythme adéquat au fil du temps. L'offre de crédits nouveaux ne pouvant se faire par création monétaire des banques, elle dépend en partie de la préférence pour la liquidité des ménages : si les ménages acceptent de devenir moins liquides, la part de leur richesse sur les comptes investissement augmente et les banques se voient dotées de nouvelles ressources. Cependant, il n'est pas concevable de fonder la croissance de l'offre de crédit, et partant de l'économie, sur une préférence pour la liquidité décroissante. Sur le plan macroéconomique, si l'on considère la préférence pour la liquidité et la propension à épargner comme des données stables, pour que l'offre de crédit puisse augmenter au fil du temps, la création monétaire doit être mobilisée. Dans un SMS, c'est la banque centrale qui remplit cette mission. La question qui se pose alors est celle des canaux de la création monétaire et des critères qui en déterminent le rythme.

« This recycling would be sufficient to maintain the stock of loans at its current level, while the injection of new money by the central bank would allow households and businesses to increase their savings so that the stock of loans could increase »  
(Dyson *et al.*, 2016b, p. 46).

## ***2.2.2. Le rôle de la banque centrale***

### **a. Les canaux de création monétaire**

Nous avons vu que dans un SMS les établissements de crédit ne peuvent prêter que sur la base d'une épargne préalable et que les opérations de crédit n'entraînent ni création ni destruction monétaire. Cela ne signifie pas pour autant qu'il n'y ait pas de création monétaire dans le système. Dans un SMS c'est la banque centrale qui a le monopole de la création monétaire. À ce stade, nous allons commencer par présenter les différents canaux d'injection de monnaie dans une optique descriptive, c'est-à-dire sans se préoccuper de la question des critères qui déterminent le rythme de celle-ci.

Les tenants du SMS soutiennent l'idée d'opérer une distinction entre les organes en charge de déterminer la quantité de monnaie à créer et ceux en charge de déterminer l'allocation de ces ressources. En l'espèce, la banque centrale se verrait chargée de déterminer la quantité de monnaie à créer à chaque période. Cette monnaie nouvellement créée est alors enregistrée, du point de vue comptable, comme un revenu supplémentaire pour le gouvernement et celui-ci a ensuite le choix entre différents modes d'allocation (c'est-à-dire d'injection). Il convient de faire apparaître au passif de la banque centrale le compte du Trésor (tableau 9).

**Tableau 9 : Bilan de la banque centrale lors d'une création monétaire d'un montant Y sur le compte du Trésor**

<b>Banque centrale</b>	
ACTIF	PASSIF
Créance sur les banques	Comptes transaction
	Compte de fonds prêtables
Créance sur l'État	Compte du Trésor [+Y]
	Fonds propres [-Y]

La monnaie nouvellement créée par la banque centrale, une fois transférée sur le compte du Trésor, peut entrer dans le circuit économique par l'un des quatre canaux suivants :

- Le versement d'un dividende citoyen (*citizen's dividend*) qui consiste à diviser le montant de la création monétaire réalisée sur la période par le nombre de citoyens enregistrés et à créditer d'un montant égal chacun des comptes transaction.
- L'augmentation de la dépense publique à destination des entreprises.
- La réduction des taxes à dépense inchangée, qui consiste à utiliser la monnaie nouvellement créée pour compenser la perte de recettes fiscales qui serait causée par la réduction de certaines taxes.
- Le remboursement de titres de dette publique.

Par ailleurs, il existe un cinquième canal d'injection qui a la particularité, contrairement aux quatre précédents, de ne pas passer par le compte du Trésor. La banque centrale peut en effet créditer le compte de fonds prêtables des banques. Contrairement aux injections « franches » sur le compte du Trésor, n'ayant pas vocation à être remboursées, il s'agit là d'un prêt (éventuellement reconductible).

« Any loans that the central bank made to banks specifically for the purposes of on-lending to businesses would be funded by the creation of new money by the central bank, and the money would be destroyed on repayment of the loan to the central bank » (Dyson *et al.*, 2016b, p. 36).

**Tableau 10 : Bilan de la banque centrale lors d'une création monétaire d'un montant Z sur le compte de fonds prêtables d'une banque**

Banque centrale	
ACTIF	PASSIF
Créance sur les banques [+Z]	Comptes transaction
	Compte de fonds prêtables [+Z]
Créance sur l'État	Compte du Trésor
	Fonds propres

Dans ce cas de figure, lorsqu'elle crédite le compte de fonds prêtables de la banque, la banque centrale inscrit dans le même temps à son actif une créance sur celle-ci (tableau 10). Dans les cas de figures précédents où la banque centrale crédite le compte du Trésor, la banque centrale n'inscrit pas de nouvelle créance sur l'État à son bilan, les fonds propres de la banque centrale s'enfoncent en territoire négatif (*negative equity*) au fur et à mesure que de la monnaie est créée. Si la monnaie créée dans ce procédé (tableau 9) est inscrite au passif de la banque centrale, c'est par pure convention comptable. Cette augmentation du passif n'équivaut pas à une hausse de la dette publique (Trésor et banque centrale étant deux entités distinctes) ni à une augmentation de la « dette » de la banque centrale. La banque centrale ne s'est pas endettée



envers qui que ce soit dans le processus de création monétaire, et cette monnaie n'a pas vocation à être « remboursée », au même titre qu'un billet de banque présenté au guichet de la banque centrale ne donne droit à rien d'autre qu'un nouveau billet de banque identique. En ce sens, la baisse de sa richesse nette est donc elle aussi purement comptable<sup>127</sup>.

Dans un rapport publié par la BCE en 2016, on peut lire : « *Central banks are protected from insolvency due to their ability to create money and can therefore operate with negative equity* » (Bunea *et al.*, 2016, p. 14). La Banque des Règlements Internationaux (BRI) va aussi dans ce sens « *central banks could lose enough money to drive their equity negative, and still continue to function completely successfully* » (Archer, Moser-Boehm, 2013, p. 1). D'ailleurs, plusieurs banques centrales ont durablement fonctionné en negative equity : « *At the end of 2010, these central banks [Chile, the Czech Republic, Israel and Mexico] had equity levels (relative to total assets) of -23%, -17%, -5% and -6% respectively, and these were not one-off instances of negative equity. Each had experienced negative equity over most of the preceding nine years* » (Archer, Moser-Boehm, 2013, p. 60).

Tant que l'on se situe dans une économie où les mouvements de capitaux internationaux sont interdits, la réduction potentielle du stock de capital de la banque centrale est illimitée. En revanche, dans le cas où le système financier est ouvert aux mouvements de capitaux internationaux, la devise domestique peut être exposée. Auquel cas il faut accumuler des réserves de change à l'actif de la banque centrale par le biais du commerce extérieur.

#### **b. Règle VS discrétion ? La nécessité d'une politique monétaire adaptative dans un SMS**

La présentation des canaux de création monétaire à la disposition des autorités et de la mécanique comptable associée ne nous donne cependant aucune information sur les critères pilotant la création monétaire. Il faudra pour cela se pencher sur les différents régimes de politique monétaire à disposition de la banque centrale. Si les partisans de la réforme monétaire, déjà dans les années 1930 et encore aujourd'hui, considèrent que la monnaie doit être créée par la banque centrale, ils ne s'accordent pas sur les modalités de mise en œuvre pratique de ce

---

<sup>127</sup> Plusieurs options équivalentes sur le plan comptable peuvent être utilisées pour enregistrer ce type de création monétaire au bilan de la banque centrale : réduction des fonds propres (*negative equity*), solution retenue ici), inscription d'une dette perpétuelle sans intérêt envers l'État (*zero coupon perpetual bond*), ou sous la forme d'un *token* (*nation's monetary equity*). Voir Huber (2017, p. 167 et suivantes) et Dyson *et al.* (2014).

principe. Or, le rythme de la création monétaire retenu par la banque centrale va être tout à fait déterminant sur le plan macroéconomique.

Prenons l'exemple d'un régime de politique monétaire dont on peut faire remonter l'inspiration à Simons, où une règle serait adoptée en matière de croissance de la masse monétaire. Un régime fondé sur une règle stricte aurait vocation à neutraliser la politique monétaire et à rendre toute action discrétionnaire impossible (même si, dans l'absolu, fixer une règle arbitraire est en soi un acte discrétionnaire).

« [T]he Federal Reserve Board [should operate] as a strictly administrative body, charged with carrying out the prescribed rule, but vested, with no broad discretionary power as regards fundamental policy » (Simons *et al.*, 1933, p. 5).

L'intention des auteurs favorables à une règle stricte de croissance de la masse monétaire, comme Simons et Mints, est de réduire le degré d'incertitude quant à la politique monétaire et de stabiliser les anticipations des agents privés (Tavlas, 2019, p. 5). Cette règle de croissance de la quantité de monnaie à un taux fixe, a été aussi défendue par Friedman, avec sa fameuse « *k-percent rule* »<sup>128</sup> :

« The stock of money [should be] increased at a fixed rate year-in and year-out without any variation in the rate of increase to meet cyclical needs » (Friedman, 1960 p. 90).

Dans une perspective quantitativiste friedmanienne, une telle règle a vocation à créer une stabilité des prix en alignant la croissance de la masse monétaire sur le taux de croissance de long terme. À partir de l'équation des échanges de Fisher ( $M.V = P.T$ ), Friedman débouche sur l'idée que le taux de croissance de la masse monétaire doit être constant et égal au taux de croissance naturel. En effet, si l'on considère que la vitesse de circulation est stable, et que l'économie tend à être à son niveau de croissance naturel, toute augmentation de la masse monétaire supérieure au taux de croissance naturel résulte en une hausse du niveau des prix. Sur cette base, Friedman considère que l'inflation est partout et toujours monétaire (Friedman,

---

<sup>128</sup> Notons tout de même avec Sylvie Rivot (2013, p. 86) que cette position, dont Friedman ne dérogera plus à partir de 1960, n'était pas la sienne au départ : « *From 1948 to 1959 Friedman moved from a rule in terms of counter-cyclical fluctuations in the stock of money to a rule in terms of constant rate of growth of money. [...] Such a scheme was later considered "more sophisticated and complex than is necessary"* » (Friedman, 1960, p. 90) ».

1963). Allais (1977) se situe dans une perspective théorique similaire<sup>129</sup> et soutient la mise en place d'une règle fixe. Dans un tel régime de politique monétaire, la banque centrale ne saurait avoir d'autre objectif que de faire croître, dans les proportions définies par la règle, la quantité de monnaie. Celle-ci est alors un objectif *per se* de la politique monétaire et cet objectif est totalement déconnecté de la conjoncture économique. Il s'agit alors d'exogénéiser totalement la masse monétaire, dans une perspective de neutralité de la monnaie.

Si un tel régime de politique monétaire était poursuivi par la banque centrale, la question de la soutenabilité macroéconomique du système se poserait rapidement. Avec un taux de croissance de la quantité de monnaie trop faible, l'investissement subirait une contrainte à la hausse, empêchant l'accumulation du capital et entraînant l'entrée probable dans une récession. Avec un taux de croissance trop haut, l'économie pourrait se voir inonder de monnaie qui ne correspondrait à aucune contrepartie économique. Dans une situation proche du plein emploi, par exemple, un tel déversement de monnaie pourrait avoir des conséquences inflationnistes dommageables. Enfin, quel que soit le taux de croissance choisi et même si ce taux permettait miraculeusement à l'économie de fonctionner correctement un certain temps, la politique monétaire ne pourrait s'adapter à une éventuelle évolution de la conjoncture macroéconomique. Il y a sur ce point un clivage fort entre d'une part les partisans de la règle, depuis Simons et ses collègues de Chicago jusqu'à Allais, en passant par Friedman, et, d'autre part, les partisans d'une approche discrétionnaire, telle qu'initiée par Fisher (Tavlas, 2019, p. 12) et qui est dominante parmi les promoteurs actuels du SMS. Ceux-ci ne préconisent donc pas un régime de politique monétaire fondé sur une règle stricte :

« A fixed money supply would cause severe economic problems and limit economic growth. [...] [A] fixed growth rate regime is unlikely to be optimal for the economy. In the same way that a stopped clock is correct twice a day, such a regime might work well when the economy happens to grow at a similar rate to the pre-set growth rate of money supply, but in most other situations it would be inappropriate » (Dyson *et al.*, 2015, p. 9)

---

<sup>129</sup> « Que l'on explique l'inflation par la croissance de la masse monétaire ou par la hausse des rémunérations qui ne peut se réaliser que par l'accroissement de la masse monétaire, l'origine de l'inflation contemporaine doit être recherchée dans la création accélérée de faux droits, suscitée ou permise par le mécanisme du crédit » (Allais, 1977).

« [T]here is no reasonable mechanical rule applicable to monetary policy. Attempts to follow some such univariate rule should not receive consideration, for example the Friedman prescription of continually increasing the stock of money at a fixed rate » (Huber, 2017, p. 157)

Il n'est donc pas fondé d'affirmer, comme le font Fontana et Sawyer (2016, p. 1334), que les partisans du SMS<sup>130</sup>, qualifiés au passage d' « hérétiques » (ou encore d' « excentriques »<sup>131</sup>), raisonnaient selon le principe friedmanien voulant que l'inflation soit un phénomène partout et toujours monétaire. En plus de rejeter le principe d'une règle de croissance de la masse monétaire, les promoteurs du SMS se dissocient très explicitement du monétarisme quant au lien automatique entre quantité de monnaie et inflation, insistant sur la complexité des liens entre ces deux variables. Dyson *et al.* (2016b) concèdent (p. 50) que les descriptions antérieures qu'ils ont pu faire du SMS (notamment Dyson *et al.*, 2011)<sup>132</sup> ont certes pu donner l'impression d'être d'inspiration monétariste, mais exposent ensuite quelques différences fondamentales entre leur conception du SMS et ce courant de pensée. Ils caractérisent le monétarisme par une préoccupation obsessionnelle (*obsessive focus*) sur le contrôle de l'inflation, une compréhension simpliste (*simplistic understanding*) du mécanisme causal à l'origine de l'inflation. Ils concluent sur ce point :

« In a SMS, central banks would not be working on the monetarist assumption that money creation directly creates inflation [...] [since] there is no hard and fast relationship between money creation and inflation » (pp. 50-51).

À ce stade, il apparaît que les promoteurs actuels du SMS ont dépassé l'idée d'une politique monétaire fondée sur une règle de croissance stricte de la masse monétaire et sont

---

<sup>130</sup> Qu'ils appellent d'ailleurs les « supporters du Full Reserve Banking » (2016, p. 1335), alors que les partisans du SMS ne proposent pas un système de couverture intégrale des dépôts par des réserves, comme nous l'avons déjà signalé. Ils écrivent que les comptes transaction « *would have a 100% monetary reserves requirement as far as banks are concerned* » (2016, p. 1341), ce qui est tout bonnement faux et atteste probablement d'une lecture hâtive et caricaturale des propositions de SMS. Dans une publication ultérieure, Fontana et Sawyer persistent et signent dans cette impasse : « *In their response DHVL [i.e. Dyson et al., 2016a] state a preference for the use of the term 'sovereign money' which differs from the original FRB proposals [...] [which is a] particular form of FRB proposals* » (2017, pp. 1-2).

<sup>131</sup> Wray (2014) utilise aussi ce terme (*crank*), même s'il affirme l'utiliser avec « tendresse » (*endearment*). Le *Cambridge Journal of Economics* [2016, 40(5)] consacre un numéro spécial aux « *cranks* » et aux « *brave heretics* ».

<sup>132</sup> Notamment par des énoncés comme celui-ci : « *At the simplest level of analysis, if inflation is below the target, for instance the MPC [Monetary Policy Committee] could increase the money supply, while if inflation was above the target, the MPC would decrease the money supply* » (Dyson *et al.*, 2011, p. 11).

favorables à une politique monétaire fondée sur la discrétion. En effet, compte tenu du contexte incertain dans lequel elle évolue et si l'on souhaite que la banque centrale soit en mesure d'agir sur la conjoncture, celle-ci ne peut pas suivre une règle (Le Héron, 2008a). La politique monétaire doit être souple et adaptative. Se pose donc la question des objectifs de la politique monétaire et des moyens de sa mise en œuvre.

Dans un SMS tel que théorisé aujourd'hui, les objectifs de la politique monétaire sont déterminés par les institutions parlementaires élues. De plus, la banque centrale doit rendre des comptes devant ces institutions démocratiques. Ce projet se situe donc dans une indépendance opérationnelle de la banque centrale, mais non une indépendance d'objectif. Nous considérons ici une banque centrale qui aurait un objectif dual assez classique, consistant à chercher à atteindre le plein emploi (objectif de croissance) tout en maintenant une relative stabilité des prix (objectif d'inflation). Nous évoquons par la suite le rôle du crédit dans la formation des bulles financières et la capacité de la banque centrale à y faire face (objectif de stabilité financière).

Contrairement à Friedman, les promoteurs du SMS ne considèrent pas que la création monétaire soit nécessairement inflationniste. Se basant sur l'équation des échanges, Huber (2017, p. 105) et Dyson *et al.* (2014, p. 49) considèrent que, pour une vitesse de circulation donnée ( $V$ ), la création monétaire (une augmentation de  $M$ ) peut résulter en une hausse de la production ( $T$ ) et non nécessairement en une hausse des prix ( $P$ ) tant que les facteurs de production ne sont pas au plein emploi. Une approche de ce type est compatible avec la vision keynésienne de l'inflation, selon laquelle c'est essentiellement le niveau de l'activité économique et le conflit de répartition capital/travail qui déterminent la dynamique des prix. Plus l'économie se rapproche du plein emploi plus le pouvoir de négociation des travailleurs est élevé. Quand le chômage est faible, les salariés négocient des hausses de salaires qui peuvent être à l'origine de poussées inflationnistes. Les capitalistes quant à eux cherchent à acquérir un pouvoir de marché, c'est-à-dire une capacité à imposer leurs prix.

« L'inflation sera d'autant plus violente que le pouvoir de négociation des travailleurs et le pouvoir de marché des entreprises sont forts » (Marie, Charles, 2018).

Une telle perspective amène à penser que la combinaison d'un niveau d'emploi élevé et d'une concurrence faible génère un risque d'inflation plus élevé<sup>133</sup>. Enfin, si nul ne considère que l'hyperinflation soit souhaitable, il faut reconnaître qu'une inflation positive mais modérée n'a pas que des effets négatifs. Keynes écrivait déjà en 1923 que l'inflation était l'enjeu d'une lutte entre la classe des rentiers et celle des débiteurs<sup>134</sup>. En effet, l'inflation réduit au fil du temps le poids des dettes et érode la valeur des patrimoines déjà constitués.

### **c. Mise en œuvre de la politique monétaire dans un SMS**

Ainsi, dans la perspective du SMS, l'objectif d'inflation n'est pas incompatible avec une politique active de lutte contre le chômage. Il s'agit alors de savoir comment la banque centrale peut gérer la création monétaire pour satisfaire à l'objectif d'emploi et de croissance, qui apparaît comme l'objectif hiérarchiquement supérieur Dyson *et al.* (2014, p. 49). Garantir les conditions monétaires nécessaires à cet objectif de croissance implique, dans un système où les banques ne peuvent financer l'activité en créant de la monnaie, d'injecter régulièrement de la monnaie dans le système. La question fondamentale quant à la mise en œuvre de la politique monétaire est donc celle des critères qui vont déterminer, à chaque période, le rythme de la création monétaire et le choix des canaux mobilisés. Certains, comme Huber (2017, p. 158), proposent de combiner une augmentation régulière de la quantité de monnaie et un réajustement continu de la quantité de monnaie à court terme.

La monnaie créée de manière régulière correspondrait à la monnaie créditée sur le compte du Trésor (tableau 9) qui pourra être injectée par l'un des quatre premiers canaux mentionnés<sup>135</sup>. Le montant de cette augmentation régulière serait estimé à une échelle macroéconomique sur la base des tendances observées. Une façon, imparfaite, est d'appliquer à la masse monétaire un taux de croissance égal à la somme des taux de croissance et d'inflation escomptés pour la période à venir (F. Sigurjónsson, 2015, pp. 78-79). De telles projections peuvent se faire sur la base de données trimestrielles et leur injection peut être réalisée sur une

---

<sup>133</sup> Ce raisonnement s'applique à une économie fermée, nous n'intégrons pas à ce stade la problématique du change et l'inflation importée.

<sup>134</sup> « De tels mouvements séculaires qui ont toujours déprécié la monnaie dans le passé ont donc aidé les 'hommes nouveaux' à s'affranchir de la main morte ; ils profitèrent aux fortunes de fraîche date aux dépens des anciennes et donnèrent à l'esprit d'entreprise des armes contre l'accumulation des privilèges acquis [...] et la transmission des fortunes par héritages. Elle a exercé une influence modératrice sur la rigidité avec laquelle était répartie la richesse anciennement acquise » (Keynes, [1923] 2009, pp. 21-22).

<sup>135</sup> Il apparaît dans la littérature récente sur la question qu'une variation donnée de la quantité de monnaie dans un SMS ne produit pas les mêmes effets selon le canal d'injection utilisé par le gouvernement (Laina, 2018). Les arbitrages entre ces quatre canaux d'injection à la disposition de l'État relèvent de la politique budgétaire.

base mensuelle par exemple. Le montant de ces injections peut être réadapté à chaque trimestre en fonction de l'évolution macroéconomique. Il ne s'agit donc pas d'une règle, mais d'une estimation des besoins à l'échelle agrégée, dont le montant peut être revu à intervalles réguliers. L'idée générale est que le roulement des crédits existants permet de maintenir le stock de crédit et que l'injection régulière de monnaie supplémentaire par la banque centrale, dont une partie sera épargnée, devrait permettre de satisfaire l'accroissement de la demande de crédit ((Dyson *et al.*, 2016b, p. 46 ; Huber, 2017, p. 160). Van Lerven *et al.* (2015) apportent des éléments empiriques qui vont dans ce sens.

Cependant, il est peu probable que cette augmentation corresponde exactement aux besoins de l'économie, d'où la possibilité d'opérer des réajustements de court terme. Ceux-ci correspondent à la création monétaire par l'octroi des crédits de la banque centrale aux banques (tableau 10), c'est-à-dire à l'injection par le cinquième canal précédemment mentionné. Ces injections ont vocation à permettre une réaction rapide face à une éventuelle contraction des financements disponibles et à mener une politique conjoncturelle. En effet, pour mener à bien sa politique, et plus spécifiquement son objectif de croissance, la banque centrale doit porter une attention particulière à l'évolution des conditions de crédit. Les banques centrales utilisent déjà des méthodes de surveillance des conditions de crédit, à la fois quantitatives et qualitatives. Par exemple, la BCE dispose d'informations de ce type à chaque trimestre grâce au *Bank Lending Survey* (BLS)<sup>136</sup> et, avec une fréquence moindre, grâce au *Survey on the Access to Finance of Enterprises* (SAFE)<sup>137</sup>. La Banque d'Angleterre dispose d'outils similaires, notamment grâce au *Credit Conditions Survey* (CCS)<sup>138</sup>.

Les banques sont spécialisées dans l'évaluation microéconomique du risque (Minsky, 1994, p. 20). Dans le cas où les elles ne peuvent pas satisfaire toutes les demandes de crédit qu'elles jugent solvables sur la base des ressources dont elles disposent, elles se présentent donc au guichet de la banque centrale pour obtenir des lignes de crédit. La banque centrale peut offrir des crédits aux banques afin d'alimenter leur compte de fonds prêtables. Ces crédits de la banque centrale vers les banques correspondent au mécanisme de flux/reflux caractéristique de la monnaie scripturale. La différence tient au fait que dans le système actuel les banques créent directement la monnaie en octroyant des crédits dès lors qu'une opportunité de profit se

---

<sup>136</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html)

<sup>137</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)

<sup>138</sup> <https://www.bankofengland.co.uk/credit-conditions-survey/2020/2020-q1>

présente, contraignant ainsi la banque centrale à être accommodante dans les procédures de refinancement. Dans un SMS, les banques désireuses d'étendre le crédit au-delà des ressources dont elles disposent doivent au préalable demander à la banque centrale de créer la monnaie correspondante. En d'autres termes, dans le système actuel le bilan des banques croît en premier lieu et entraîne par suite la croissance du bilan de la banque centrale, tandis que dans un SMS la banque centrale a la *possibilité* de permettre cette augmentation du bilan des banques mais pas l'*obligation*. Il est envisageable de n'opérer aucun rationnement macroéconomique aux demandes de crédit microéconomiques adressées aux banques. Dans ces conditions, la banque centrale accommoderait avec un taux d'intérêt homogène toutes les demandes que les banques adressent à son guichet et l'offre de crédit serait équivalente à celle qui aurait été réalisée dans le système actuel. Dans une telle situation la masse monétaire est endogène au sens post-keynésien du terme. L'intérêt du SMS réside néanmoins dans la possibilité pour la banque centrale de ne pas « valider » tous les crédits que les banques souhaitent délivrer<sup>139</sup>. La banque centrale peut opérer ce rationnement *ex ante*, donc sans faire courir aux banques un risque d'illiquidité (ce qui serait le cas dans le système actuel si la banque centrale rationnait les réserves, puisque celles-ci sont constituées *ex post*).

Il est envisageable par exemple que la banque centrale définisse un taux de croissance conventionnel des financements qu'elle accorde sur demande aux banques. Imaginons que la banque centrale fixe ce taux à 2% par an, cela signifierait que tant que les demandes de financement que les banques lui soumettent n'entraînent pas une hausse de plus de 2% de leur dette envers la banque centrale par rapport à l'année précédente, la banque centrale accepte toutes les demandes qui lui sont formulées sans discrimination. Au-delà de ce taux conventionnel de croissance de l'encours total de crédit, on peut imaginer que la banque centrale se donne le droit de discriminer entre les demandes qui sont faites à son guichet. Le premier levier de rationnement est le prix des liquidités tandis que le second est celui des quantités accordées. Que le rationnement opère par les prix ou les quantités, il est nécessaire de s'appuyer sur la compartimentation des bilans bancaires pour savoir vers quel type d'actif ces financements seraient dirigés s'ils étaient accordés par la banque centrale.

---

<sup>139</sup> D'après Minsky (1994, pp. 11-12), en tant que prêteur ordinaire, la banque centrale « *ha[s] a right to information about the prudence of their member banks who [are] regular borrowers* ». Une telle relation, poursuit-il, « *legitimate[s] the regulation, supervision, and examination of member banks by the Federal Reserve* ».



En ce sens, la banque centrale pratiquerait ce que nous proposons de qualifier de « gestion mesoéconomique » du crédit, d'une autre nature que les arbitrages microéconomiques réalisés par les banques. Celles-ci estiment le risque associé aux demandes de crédit, en se penchant sur la solvabilité et sur les revenus anticipés du demandeur, dans une perspective microéconomique de maximisation de leur profit. En refusant les demandes qu'elles jugent insolubles, les banques opèrent un premier tri, distinguant demande « notionnelle » et demande « effective » de crédit (Wolfson, 1996). Cependant, des demandes de crédit qui, prises individuellement, sont solvables, peuvent, prises dans une perspective holistique, avoir des effets négatifs. L'idée est que la banque centrale puisse discriminer entre les demandes qui lui sont formulées, non en fonction de la solvabilité des débiteurs, ce qui est le travail des banques, mais en fonction des finalités des crédits que les banques souhaitent distribuer et de leur niveau de risque. C'est là où la compartimentation des bilans prend toute son importance (tableau 8). En obligeant les banques à préciser dans quel compartiment (ou « fonds ») elles souhaitent affecter les liquidités qu'elle réclame, la banque centrale est en mesure de savoir quel type d'actif elle finance. Ainsi, le rationnement de la banque centrale ne s'apparente pas à une contrainte quantitative stricte et absolue. Le contrôle de l'activité des banques prend ici un aspect qualitatif avec la sélectivité du crédit. Ce type d'interaction entre la banque centrale et les banques peut rappeler les politiques de contrôle de crédit telles qu'elles existaient en France au sortir de la Seconde Guerre Mondiale par exemple :

« [L]a Banque de France n'avait pas pour seul but d'influencer la quantité globale de monnaie et de crédit, mais son allocation. La banque centrale participait ainsi pleinement à ce que l'on appelait à l'époque la « sélectivité du crédit » qui visait à faire en sorte que les secteurs jugés prioritaires reçoivent des financements [...]. Ainsi, le rôle de la Banque de France ne se résumait pas à la politique conjoncturelle, mais couvrait une politique structurelle de développement du crédit et de financement des entreprises » (Monnet, 2016, p. 286)

En matière de rationnement, les limites imposées peuvent être plus ou moins souples. Une forme souple est de jouer uniquement sur le prix des liquidités. Avec ce type de rationnement, la banque centrale peut déterminer pour chaque compartiment bancaire, c'est-à-dire pour chaque classe d'actif, le taux d'intérêt auquel elle fournit des liquidités pour alimenter le passif des banques. La banque centrale pourrait ensuite satisfaire toutes les demandes au taux

préalablement défini pour chaque classe d'actif. Ce type de rationnement fonctionne surtout sur le mode incitatif et peut rappeler des outils de « politique monétaire verte » mis en œuvre aujourd'hui par certaines banques centrales. Une forme plus restrictive de rationnement consiste à opérer directement sur les quantités. Il s'agirait alors de déterminer, pour chaque classe d'actif, les quantités maximum (cumulées) que la banque centrale peut allouer à l'ensemble des banques. La répartition des liquidités entre les banques peut ensuite se faire, par exemple, sur le mode des enchères descendantes<sup>140</sup>.

La compartimentation des banques en différents fonds, entre lesquels aucun transfert horizontal ne peut se faire, garantit de fait la traçabilité des liquidités prêtées par la banque centrale. Un fonds ne peut pas transférer ses capitaux propres où les ressources prêtées par la banque centrale à un autre fonds car, bien qu'appartenant à la même banque-mère, ils sont deux entités distinctes. Une question essentielle, quelles que soient les modalités de rationnement mise en pratique, est alors la façon dont les autorités définissent les différentes classes d'actif. En effet, la compartimentation peut prendre différentes formes : compartimentation par niveau de risque, compartimentation par secteur économique, compartimentation croisée (par secteur et par niveau de risque), etc...

Les réformateurs des années 1930, tout comme leurs successeurs, avaient pour volonté affichée d'empêcher les phases de croissance disproportionnée du crédit bancaire en vue de limiter l'effet de levier financier et donc le risque de crise financière. Au cours des deux décennies ayant précédées la crise de 2008, Ponsot (2017, p. 118) note que le volume des crédits au secteur privé a cru trois fois plus vite que le PIB nominal. Entre 2000 et 2007 au Royaume-Uni, la masse monétaire a été multipliée par 2,5 et seul 8% de cette création monétaire par le crédit bancaire a servi à financer des crédits productifs aux sociétés non financières (Van Lerven *et al.*, 2015, p. 27) ; ce ratio se situe ensuite entre 12% et 15% après la crise selon les estimations de Turner (2014, p. 6). Il est aujourd'hui bien établi par l'histoire économique que chaque crise financière fut précédée d'un tel gonflement disproportionné du crédit (Aliber, Kindleberger, [1978] 2015 ; Chavagneux, 2011 ; Jorda *et al.*, 2013). On peut parler de gonflement disproportionné du crédit quand le taux de croissance du crédit évolue sans commune mesure avec celui du PIB de l'économie considérée. L'évolution quantitative du

---

<sup>140</sup> Une alternative est de répartir les quantités entre les banques demandeuses sur la base des parts de marché dont elles disposent relativement aux autres banques demandeuses.

crédit bancaire dans les années qui ont précédé les crises financières de 1929 et de 2008 semble donc être un indicateur éprouvé par l'étude historique d'un état de fragilité financière. Le fait de retrouver dans les études empiriques ce gonflement du crédit dans la phase ascendante du cycle financier corrobore donc l'étude théorique de Fisher et de Minsky.

C'est aussi cela qui motive la volonté des partisans de la réforme monétaire d'ôter aux banques leur pouvoir de création monétaire par le crédit. Cependant, nous avons suggéré qu'un rationnement macroéconomique strictement quantitatif, comme dans le cas d'une règle stricte de croissance de la masse monétaire, n'était pas souhaitable sur le plan macroéconomique. Une telle configuration est encore moins souhaitable quand il s'agit d'œuvrer à la stabilité financière. L'arbitrage microéconomique réalisé par les banques consistant en un arbitrage entre différents taux de rentabilité et non entre les finalités du crédit, un rationnement purement quantitatif pourrait avoir l'exact contraire de l'effet espéré sur la stabilité financière, évinçant le financement productif en faveur d'un financement spéculatif, dans la mesure où ce dernier génère des taux de rentabilité plus élevés et à plus court terme que dans la sphère productive. Le danger n'est pas tant le crédit bancaire en lui-même que la mauvaise allocation de celui-ci. La compartimentation peut être vue comme un outil adapté pour atteindre un objectif de stabilité financière.

En effet, la compartimentation peut s'avérer utile pour délimiter le périmètre des « crédits productifs » et, réciproquement, le périmètre des crédits potentiellement spéculatifs, afin de les traiter différemment. Dans la mesure où les crédits se font sur la base d'une épargne préalable, collectée via les comptes investissement, il existe une limite quantitative au crédit bancaire. Si nous avons insisté sur les moyens permettant à la banque centrale de desserrer cette contrainte, le maintien de celle-ci dans certains compartiments peut être vu comme un moyen d'éviter un emballement du crédit qui aurait vocation à alimenter par des effets de levier la formation de bulles financières (au travers de l'achat d'actifs déjà existants). En ce sens, l'architecture compartimenté d'un SMS pourrait être un moyen de lutter contre l'instabilité financière, par une responsabilisation des banques (absence de *bail-out*), des déposants (absence de garantie des dépôts à terme), et par une supervision « mésoéconomique » des risques permettant à la banque centrale de valider *ex ante* les finalités de la création monétaire.

Une telle mission nécessite cependant d'importants moyens informationnels et humains au sein de la banque centrale et des autorités financières<sup>141</sup>. Elle pose aussi la question de la légitimité de la banque centrale pour déterminer ce qui relève des finalités souhaitables et ce qui n'en relève pas. Une telle décision est de nature politique ; elle amène à considérer certaines limites potentielles à l'indépendance opérationnelle de la banque centrale en général et du comité de création monétaire (« *Money Creation Committee* ») en particulier. Nous suggérons qu'une telle réforme, en ce qu'elle donne davantage de pouvoir à la banque centrale, doit être accompagnée de moyens de contrôle démocratique renforcés (Le Héron 2008b, p. 106), puisque pour paraphraser Roosevelt<sup>142</sup>, une grande responsabilité est la suite inséparable d'un grand pouvoir<sup>143</sup>.

## Conclusion du premier chapitre

Ce chapitre a permis de mettre en perspective historique comment des instruments de crédit et de change créés par une classe émergente de marchands dans le contexte de la révolution commerciale du XIIe siècle, initialement limités à des réseaux de circulation très spécifiques, ont progressivement acquis un caractère monétaire et supplantés les espèces métalliques (Laurentjoye, Malherbe, 2019). En arrière-plan de ce processus, c'est une lutte pour la capture du pouvoir d'émission monétaire qui se joue. À mesure que l'usage des instruments monétaires sur lesquels ils ont le contrôle se généralise, les marchands-banquiers européens affirment leur pouvoir monétaire au détriment de la puissance publique. Ce faisant, c'est-à-dire dans le cadre du passage du mode de production féodal au mode de production capitaliste, les systèmes monétaires européens vont se voir profondément restructurés. Dans les systèmes

---

<sup>141</sup> Il faut évaluer les risques, ce qui nécessite en premier lieu d'élaborer des outils d'évaluation. Ensuite il faut analyser ces risques et leur évolution, ce qui nécessite un travail de données, et éventuellement adapter les outils d'évaluation pour les affiner en permanence. Il faut ensuite définir précisément dans quelle situation et selon quelles procédures une action de la banque centrale doit avoir lieu. Une telle discussion dépasse le cadre de nos développements, mais pourrait être l'objet de recherches ultérieures.

<sup>142</sup> Cette phrase est parfois attribuée à Spider-Man, elle provient du dernier discours préparé par Roosevelt à la veille de sa mort, le 11 avril 1945. Ce discours n'a cependant jamais pu être prononcé en public.

<https://www.loc.gov/resource/rbpe.24204300/?st=text>

<sup>143</sup> La responsabilisation démocratique de la banque centrale peut passer par la nomination par les parlementaires de certains membres du comité. Plus généralement, ce comité peut être constitué avec la préoccupation de représenter au mieux les intérêts et les points de vue variés des différents secteurs de la société. À titre d'exemple, le Conseil National du Crédit fonctionnait en France avec 38 membres et se composait de 10 représentants des « usagers du crédits », 7 représentants des « organisations ouvrières les plus représentatives », 7 représentants du gouvernement, 7 représentants du secteur bancaire et financier et enfin par 7 représentants des « établissements dont l'importance dans l'organisation financière et bancaire française est considérable » (comme le directeur de la Caisse des Dépôts et Consignations ou celui des Chèques Postaux). La présidence de ce conseil était entre les mains du gouverneur de la Banque de France (Besse, 1951, p. 581).

monétaires modernes, les passifs bancaires courts sont les instruments monétaires centraux et sont émis par monétisation de créance. Le pouvoir monétaire y est à dominante privée.

La dynamique monétaire des économies capitalistes, celles que Keynes qualifie d'« économies monétaires de production », est cependant pro-cyclique et génère des crises financières endogènes et récurrentes. C'est pourquoi nous avons cherché à insister sur le fait que ces crises sont des moments intenses de contestation monétaire, c'est-à-dire de remise en cause de l'ordre monétaire existant. Parmi les contestations monétaires ayant vocation à renforcer le pouvoir monétaire public, nous nous sommes intéressés spécifiquement à la remise en cause du pouvoir de création monétaire des banques. L'étude des projets de réforme monétaire des années 1930, comme le Chicago Plan et le 100% monnaie, puis de ceux de nos contemporains permet d'entrevoir à la fois des continuités et des nouveautés, notamment sur le plan de la politique monétaire. Nous nous sommes attachés à présenter le projet de réforme connu sous le nom de *Sovereign Money System* (SMS). L'objectif commun de ce type de réforme est d'empêcher la création monétaire par le crédit bancaire d'alimenter la formation de bulles financière en conférant le monopole de la création monétaire à la banque centrale. Après avoir présenté l'architecture générale d'un tel système nous nous sommes intéressés à la question de la mise en œuvre de la politique monétaire dans un tel système.

Nous aboutissons à la conclusion qu'un SMS n'est pas viable si la banque centrale poursuit une règle de croissance de la masse monétaire. Une telle conception relève d'une vision où la monnaie est exogène et neutre. En revanche, nous avons cherché à exposer des modalités de mise en œuvre d'une politique monétaire à même de rendre un SMS soutenable d'un point de vue macroéconomique. Il s'agit alors de définir les interactions entre banques et banque centrale permettant de satisfaire les besoins en monnaie de l'économie et d'éviter qu'un rationnement monétaire injustifié fasse entrer l'économie en crise. La monnaie demeure liée à la dynamique productive, elle est toujours endogène. La nuance tient au fait que dans le système actuel le bilan des banques croît en premier lieu et entraîne, par suite, la croissance du bilan de la banque centrale, tandis que dans un SMS la banque centrale a la *possibilité* de permettre cette augmentation du bilan des banques mais pas l'*obligation*. Il est envisageable de n'opérer aucun rationnement macroéconomique aux demandes de crédit microéconomiques adressées aux banques : la banque centrale accommoderait toutes les demandes que les banques adressent à son guichet. Dans une telle situation, l'offre de crédit serait équivalente à celle qui aurait été

réalisée dans le système actuel. L'intérêt du SMS réside dans la possibilité pour la banque centrale de ne pas « valider » tous les crédits que les banques souhaitent délivrer. Dans un cadre de politique monétaire discrétionnaire, la banque centrale peut opérer ce rationnement *ex ante*, donc sans faire courir aux banques un risque d'illiquidité. Dans cette optique, il apparaît que l'architecture du SMS se prête bien à des politiques de contrôle du crédit, grâce à la compartimentation des bilans bancaires et à la traçabilité des liquidités mises à disposition de chaque compartiment du fait de leur étanchéité. Le SMS, s'il était mis en œuvre selon les modalités que nous suggérons aurait aussi des atouts en matière de stabilité financière<sup>144</sup>. Bien davantage que l'aspect quantitatif, c'est la dimension qualitative et le fléchage du crédit qui apparaissent comme des moyens de limiter les effets de levier financier. Enfin, il faut noter que la mise en place d'un SMS nécessite une forme de planification stratégique de la part du gouvernement<sup>145</sup> ainsi qu'une banque centrale active et dont l'indépendance serait repensée (Do Vale, Malherbe, 2017).

---

<sup>144</sup> Le lecteur peut se référer directement aux deux premières sections du chapitre 3 pour une formalisation détaillée comparant différents régimes de politique monétaire dans un SMS.

<sup>145</sup> Edwin Le Héron nous fait remarquer que ce type de planification peut rappeler la « socialisation de l'investissement » du chapitre 24 de la *Théorie Générale*, en ce sens que c'est sur un choix fait démocratiquement par la société que le périmètre des investissements stratégiques doit être délimité. Nous ne pouvons que souscrire à ce commentaire et nous l'en remercions.



# Chapitre 2 : L'évolution du mode de développement islandais

## Table des matières du chapitre 2

<b>Introduction du second chapitre .....</b>	<b>136</b>
<b>1. L'économie islandaise jusqu'au tournant des années 1990 : un mode de développement fondé sur la pêche .....</b>	<b>142</b>
1.1. Histoire, géographie et société de l'Islande .....	142
1.2. Un régime de croissance tiré par les exportations et une régulation administrée .....	149
<b>2. Le tournant libéral des années 1990 et la redéfinition du mode de développement islandais ....</b>	<b>164</b>
2.1. Un mode de régulation fondé sur les mécanismes de marché .....	164
2.2. Un régime de croissance en mutation (1993 – 2002) .....	173
2.3. Un régime de croissance tiré par la finance (2003 – 2008) .....	186
<b>3. La politique économique de sortie de crise et la contestation du mode d'émission monétaire dans le contexte islandais .....</b>	<b>210</b>
3.1. La politique économique de sortie de crise .....	210
3.2. La crise comme bouleversement politique (2009 – 2013) .....	221
3.3. La remise en cause du mode d'émission monétaire (2013 – 2016) .....	230
<b>Conclusion du second chapitre .....</b>	<b>243</b>



## Introduction du second chapitre

Une fois comprises l'émergence historique des monnaies de crédit, la nature des contestations dont elles font l'objet aux XXe et XXIe siècle ainsi que les conditions macroéconomiques et financières de viabilité d'une réforme de type SMS, le second chapitre s'attache, dans une perspective inspirée de l'école de la régulation, à périodiser les évolutions du mode de développement islandais afin de percevoir comment ce type de contestation monétaire s'y est développé. Il convient donc dans un premier temps de préciser l'approche institutionnaliste que nous avons retenue. Dans un second temps nous présentons comment appliquer ce cadre à l'étude de l'économie islandaise.

Les écoles de pensée institutionnalistes sont nombreuses, mais aussi éparées, et nous nous proposons ici de n'en dresser qu'un tableau partiel, orienté plus spécifiquement vers la présentation de l'école de la régulation. Celle-ci présente l'intérêt de proposer un cadre théorique à même de traiter du changement institutionnel dans une perspective historique. C'est-à-dire qu'au-delà d'intégrer les institutions à la compréhension des phénomènes économiques, l'école de la régulation s'est attachée à en expliciter la genèse et l'évolution. Notons tout d'abord que la pensée classique comportait des éléments institutionnalistes ; en questionnant, par exemple, les rapports sociaux de classe fondés sur la propriété. Cependant, l'économie institutionnelle s'est établie en opposition à l'économie classique, puis en opposition à la l'économie néoclassique après que celle-ci ait fait fi des traces d'institutionnalisme encore présentes dans l'orthodoxie. Face à la théorie classique s'est développée l'école historique allemande, représentée entre autres par Schmoller. Celui-ci propose une définition de l'institution, alors entendue comme « arrangement pris sur un point particulier de la vie de la communauté [...] qui sert de cadre, de moule à l'action » ([1900] 1905, pp. 149-150). Ces « arrangements » peuvent prendre la forme de coutumes, de règles de droit ou tout simplement de routines. Dans cette perspective, le processus de décision individuelle, et par extension les conditions de l'accumulation du capital, sont contraints par le cadre social.

En parallèle de l'école historique allemande naît l'institutionnalisme américain, sous l'égide de Veblen. Celui-ci réalise un apport majeur en introduisant une perspective évolutionniste à l'analyse institutionnelle, dans une optique inspirée de Darwin. Définissant l'économie comme un ensemble d'institutions en perpétuelle évolution, Veblen insiste sur l'idée de causalité cumulative (1898, pp. 375-378). Selon lui, les institutions émergent puis

évoluent, suivant un processus irréversible de transformations successives. On a donc d'une part des conduites individuelles qui créent (puis sélectionnent) les institutions, et d'autre part une rétroaction des institutions vers les individus, orientant leur conduite ([1899] 1970, pp. 124-126). Veblen a cependant une vision critique des institutions et se refuse à adopter une posture normative : il s'intéresse au processus évolutif davantage qu'à l'aboutissement de ce dernier. Insister sur le processus implique également de poser la question des modalités de l'émergence des institutions.

Selon Hamilton (1932, p. 89), continuateur de Veblen, l'émergence peut procéder aussi bien d'une forme de spontanéité que d'une forme d'intentionnalité. C'est sur ce point d'ailleurs que les deux principaux représentants de l'institutionnalisme américain (Veblen et Commons) s'opposent. En effet, Commons a une posture beaucoup moins hostile aux institutions que Veblen. Ainsi, si Commons reprend l'idée de sélection utilisée par Veblen, il la retourne, en évoquant un processus actif de sélection artificielle des institutions (1934, p. 120). Commons se place alors dans une posture normative que rejetait Veblen, cherchant à théoriser les modalités qui peuvent permettre de faire naître délibérément des institutions qui servent des intérêts spécifiques. En l'occurrence, Commons défendait la mise en place d'un capitalisme « raisonnable »<sup>146</sup> (Chavance, 2018, p. 28). Commons développe alors une théorie de l'institution comme « action collective » ([1934] 1990, p. 1), entendue comme un « appareillage de normes comportementales socialement définies guidant et contrôlant l'action individuelle » (Gislain, 2002, p. 53). Avec le concept de « futurité », qui renvoie non au futur en soi mais à la projection d'un futur souhaité, Commons montre que les attentes des acteurs et les conflits entre eux font que les institutions qui encadrent les actions individuelles ne se répliquent pas à l'identique au fil du temps. Apparaît ici l'idée selon laquelle les institutions évoluent dans le cadre de conflits sociaux, au travers d'une action collective organisée, c'est-à-dire d'une futurité partagée.

C'est dans cette optique que s'est construite l'école de la régulation. Celle-ci se donne pour question de recherche centrale celle d'expliquer la reproduction dans le temps d'une structure institutionnelle et l'émergence de nouvelles institutions quand une structure ne parvient pas à se reproduire. Pour ce faire, l'école de la régulation va déployer une grille de concepts imbriqués. Le concept le plus général pour décrire une structure institutionnelle est

---

<sup>146</sup> Il est intéressant de noter les points de convergence entre ce « capitalisme raisonnable » proposé par Commons et les préconisations de Keynes au chapitre 24 de la *Théorie Générale*. Sur les liens entre Commons et Keynes, voir Thabet (2008, 2010).

celui de mode de production qui renvoie aux rapports sociaux de production et d'échange permettant la reproduction des conditions matérielles d'existence d'une société donnée (Boyer, 1986, p. 43). Il s'agit donc d'un concept très large<sup>147</sup> construit en partant du principe marxien selon lequel toute société humaine doit, pour perdurer, mettre en place des relations sociales lui permettant de se reproduire matériellement. Dans la continuité de Marx<sup>148</sup>, il est alors possible de définir le mode de production capitaliste comme une forme particulière des rapports de production et d'échange caractérisée par un processus d'accumulation fondé sur le salariat, la propriété privée des moyens de production et la concurrence. Le mode de production capitaliste, en tant que déclinaison du concept général de mode de production, peut lui-même se décliner en différents régimes d'accumulation. Un régime d'accumulation renvoie à l'« ensemble des régularités assurant une progression générale et relativement cohérente de l'accumulation du capital » (Boyer, 1986, p. 46). En d'autres termes, « le régime d'accumulation décrit les linéaments d'un modèle de croissance à long terme » (Boyer, 2015, p. 59). Il s'agit alors d'expliquer la reproduction dans le temps de ces « régularités », c'est-à-dire la reproduction dans le temps d'une structure institutionnelle. Pour ce faire, le régime d'accumulation doit être soutenu par un mode de régulation. Ce concept renvoie non pas au modèle de croissance à long terme, mais plutôt aux « enchaînements conjoncturels des principales variables macroéconomiques » (Boyer, 2015, p. 59) qui permettent de faire face aux déséquilibres cycliques du régime d'accumulation. Le mode de régulation peut se définir comme l'ensemble des procédures permettant de « reproduire les rapports sociaux fondamentaux à travers la conjonction de formes institutionnelles historiquement déterminées [...] [et] d'assurer la compatibilité dynamique d'un ensemble de décisions décentralisées » (Boyer, 2015, p. 61). La combinaison d'un régime d'accumulation et d'un mode de régulation permet de caractériser un mode de développement.

Dans le cadre du mode de production capitaliste, l'école de la régulation distingue généralement cinq formes institutionnelles, entendues comme la codification des rapports sociaux fondamentaux du capitalisme : la forme du rapport salarial, la forme de la concurrence,

---

<sup>147</sup> Boyer (2015, p. 8) parle du « caractère ouvert » d'un tel concept. Plus généralement, Boyer (2015, p. 47) insiste sur le fait que « la théorie de la régulation développe des concepts intermédiaires entre une théorie valable en tout temps et tout lieu et la simple observation des données macroéconomiques. Elle est donc volontairement sous-déterminée : il appartient à l'analyse empirique de spécifier la nature des formes institutionnelles pour une économie et une période donnée ».

<sup>148</sup> La théorie de la régulation se situe dans la tradition théorique marxiste, qu'elle entend « amender et prolonger » (Boyer, 2015, p. 6).

la forme du rapport monétaire, la forme de l'État et la forme du régime d'insertion international<sup>149</sup>. Ces formes institutionnelles vont conditionner non seulement le régime de croissance à long terme (régime d'accumulation)<sup>150</sup> mais aussi les ajustements de court terme (mode de régulation). Compte tenu des dysfonctionnements qui émergent du processus d'accumulation (et selon la gravité de ces déséquilibres), les formes institutionnelles peuvent être amenées à évoluer. Les crises, quand elles ne peuvent pas être résorbées par le mode de régulation, sont des moments où la conflictualité sociale monte en intensité. C'est alors que « s'impose une redéfinition des règles du jeu que codifient les formes institutionnelles. La sphère politique est directement mobilisée dans ce processus » (Boyer, 2015, p. 33). Un apport essentiel de l'école de la régulation est de proposer une typologie des crises au sein du mode de production capitaliste.

D'abord, la crise comme perturbation externe (1), définie comme « épisode au cours duquel la poursuite de la reproduction économique [...] se trouve bloquée du fait soit de pénuries liées à des catastrophes naturelles ou climatiques, soit d'effondrements économiques qui trouvent leur origine sur un espace extérieur, en particulier international, ou encore de guerres ». Ensuite, la crise endogène ou cyclique, expression du mode de régulation (2) qui correspond à une « phase de résorption des tensions et déséquilibres accumulés lors de l'expansion, au sein même des mécanismes économiques et des régularités sociales, donc du mode de régulation qui prévaut ». La crise du mode de régulation (3) renvoie quant à elle à un « épisode au cours duquel les mécanismes associés au mode de régulation en vigueur se révèlent incapables de renverser les enchaînements conjoncturels défavorables, alors même que, initialement tout au moins, le régime d'accumulation est viable ». Enfin, la crise du régime d'accumulation (4) « se définit par l'arrivée aux limites et à la montée des contradictions au sein des formes institutionnelles les plus essentielles, celles qui conditionnent le régime d'accumulation. Elle implique à terme la crise de la régulation et donc du mode de développement dans son ensemble » (Boyer, 2015, p. 82).

Analyser l'évolution du système monétaire islandais est indissociable de l'analyse de son mode de développement en général. Nous ne pouvons en effet nous limiter à l'analyse du

---

<sup>149</sup> Voir Boyer (2015, p. 46).

<sup>150</sup> Nous utilisons indifféremment les termes « régime d'accumulation » et « régime de croissance ».

régime monétaire *stricto sensu* en raison de la complémentarité<sup>151</sup> et la hiérarchie<sup>152</sup> des formes institutionnelles (Amable, 2005). De plus, nous ne pouvons nous circonscrire à l'étude du régime monétaire à partir de 2008 dans la mesure où il nous semble important de resituer l'étude de cette période dans sa dynamique historique. L'Islande est une ancienne colonie (norvégienne puis danoise) et n'obtient son indépendance qu'en 1944. Avant cette date-là, il n'y a pas à proprement parler de mode de développement « islandais ». Nous identifions trois modes de développement successifs.

Dans une première section nous nous intéresserons au premier mode de développement identifié, qui combine un régime de croissance fondé sur l'exportation de ressources halieutiques et un mode de régulation administré. Pour ce faire, l'Islande va entrer dans une série de conflits internationaux connus sous le nom des Guerres de la morue (entre 1958 et 1976). Ces conflits visent à étendre le territoire maritime de l'Islande afin d'augmenter les ressources tirées de l'exploitation de la rente maritime. La politique islandaise d'extension peut être analysée comme faisant partie intégrante du mode de régulation, en ce sens que celle-ci « soutient » et « pilote » le régime de croissance extensif tiré par l'export de produits de la pêche. La politique monétaire peut être analysée comme le second pilier du mode de régulation, et plus spécifiquement le recours aux dévaluations qui permettent de soutenir le régime de croissance en rétablissant les marges du secteur exportateur. Telles sont les caractéristiques essentielles du mode de développement qui va prévaloir des années 1960 au début des années 1980. Les « petites crises », liées à la baisse des recettes d'exportation (baisse des quantités pêchées et/ou baisse des prix mondiaux) commencent à se faire plus régulières quand l'extension du territoire maritime est rendue impossible par les traités internationaux aux abords de la décennie 1980. Les dévaluations répétées, surtout à partir des années 1970, sont à l'origine d'une inflation chronique par les importations et ne semblent plus en mesure d'endiguer la baisse des recettes d'exportation. Le mode de régulation « administré » entre en crise avec le choc de 1982. De plus, les préoccupations croissantes quant à l'épuisement des ressources maritimes montrent certaines limites du mode de développement fondé sur la rente maritime.

---

<sup>151</sup> « La complémentarité exprime que chaque arrangement institutionnel dans un domaine est renforcé dans son existence ou son fonctionnement par d'autres arrangements institutionnels dans d'autres domaines » (Amable, 2018, p. 231)

<sup>152</sup> « [L]'idée de hiérarchie s'impose lorsqu'une institution particulière prend en compte dans sa conception les contraintes et incitations associées à une autre institution » (Amable, 2018, p. 232)

À la suite du choc de 1988 et jusqu'au début des années 1990, une forte récession va faire entrer en crise le régime de croissance.

Dans une seconde section nous verrons comment, à partir de la décennie 1990, un tournant libéral va être entamé et un nouveau mode de développement va progressivement prendre place. Celui-ci se caractérise par le passage à un mode de régulation concurrentiel et par l'intensification du régime de croissance tiré par les exportations entre 1993 et 2002. Si la force de l'école de la régulation est de fournir un cadre global d'analyse des institutions et de leur évolution dans le temps long, une analyse institutionnelle d'inspiration post-keynésienne peut permettre d'affiner la compréhension des logiques macroéconomiques à l'œuvre. En mobilisant l'équation des trois soldes<sup>153</sup> telle qu'initiée par Godley et Cripps (Cripps *et al.*, 1974), nous illustrons la rupture que représente le tournant libéral des années 1990 sur le plan macroéconomique à partir d'une étude des dynamiques des balances sectorielles. Au cours de la décennie 1990, la droite islandaise va réaliser les réformes permettant la mise en place d'un troisième mode de développement, combinant le mode de régulation concurrentiel avec un régime de croissance tiré par la finance. Celui-ci va générer un enrichissement rapide de l'Islande à partir de 2003 mais aura aussi pour conséquence de mener à une crise financière qui montre ses premiers signes dès l'année 2006 et qui s'achèvera à la fin de l'année 2008.

Après avoir étudié la gestion immédiate de la crise et les politiques économiques de sortie de crise, nous verrons dans une troisième section que la période qui fait suite à la crise financière est une période d'ébullition politique qui traduit une volonté de redéfinir les règles du jeu monétaire. Les propositions fusent sur tous les aspects de la vie collective, mais notre intérêt va se porter sur le terrain des évolutions possibles du régime monétaire. Une tension fondamentale que cristallise le compromis monétaire est la tension entre pouvoir monétaire public et pouvoir monétaire privé. Au-delà de la restructuration sur longue période des systèmes monétaires (à l'échelle de plusieurs siècles) qui a abouti aux systèmes hiérarchisés modernes (chapitre 1), apparaît une alternance de phases plus courtes, de l'ordre de quelques décennies. Il s'agit alors d'une alternance entre des périodes où l'on cherche à augmenter le « pouvoir » de la sphère privée sur les questions monétaires et des phases où le mouvement s'inverse et appelle à un retour en force de l'État dans la gestion des questions monétaires. Cette volonté de renforcer le pouvoir monétaire public en Islande se traduit notamment par la mise en place d'un

---

<sup>153</sup> Voir Dos Santos, Macedo e Silva (2010), et Maloney (2012).

contrôle des capitaux et la nationalisation de la majeure partie du secteur bancaire. Ces mesures sont pensées comme temporaires par les autorités, et dans un contexte de profond rejet des banques et de la finance, va émerger une proposition de réforme permanente et radicale du système monétaire islandais (F. Sigurjónsson, 2015). Ce type de projet, inspiré de ceux étudiés au chapitre 1, commence à se faire entendre en 2010 – 2011 et connaîtra un écho continu jusqu'en 2016. Notre intérêt se portera sur les dynamiques socio-politiques ayant permis l'émergence d'un tel projet de réforme et sur les raisons de son échec sur la scène parlementaire.

## **1. L'économie islandaise jusqu'au tournant des années 1990 : un mode de développement fondé sur la pêche**

### **1.1. Histoire, géographie et société de l'Islande**

#### ***1.1.1. Des origines de l'Islande à son indépendance***

Dans une perspective d'histoire longue, notons tout d'abord qu'il est difficile de dater avec exactitude l'époque où le territoire que l'on appelle aujourd'hui Islande a été découvert. Certains évoquent l'hypothèse d'une découverte antique<sup>154</sup>, mais ce que nous pouvons avancer avec une quasi-certitude c'est que dès la fin du VIII<sup>e</sup> siècle des moines irlandais ont vécu sur l'île, ayant fait le choix d'aller y vivre en ermites<sup>155</sup>. Ce peuplement humain de l'île demeure cependant marginal et probablement discontinu. D'autre part, il ne semble pas qu'il y ait eu de population indigène (Biays, 1983, p. 58). La véritable colonisation de l'île n'aura lieu que dans la seconde moitié du IX<sup>e</sup> siècle et sera le fait de vikings<sup>156</sup>, notamment avec l'arrivée d'Ingólfur Arnarson, considéré comme le premier résident permanent de l'île à partir de 874. À cette époque, l'île commence à se peupler, au travers d'une phase de colonisation s'étendant sur plus de 50 ans. On estime qu'à son terme, en 930, l'Islande devait compter environ 20.000 habitants

---

<sup>154</sup> Phytéas, un navigateur marseillais, aurait dès le 4<sup>e</sup>me siècle avant JC découvert une terre inconnue (qu'il nomma alors Thulé) située au Nord de l'Angleterre. Cependant, il semble qu'il s'agisse en réalité non pas de la côte islandaise mais de la côte norvégienne (Marmier, 1840, p. 33)

<sup>155</sup> Dicuil, lui-même moine irlandais, relate dans son ouvrage *De Mensura Orbis Terrae* de 825 le voyage érémitique des moines vers l'île qu'on nommera ensuite Islande en l'an 795.

<sup>156</sup> En 861 un marin norvégien du nom de Naddoddr et son équipage aurait accosté sur ce qui correspond au territoire islandais après s'être perdu en quittant les îles Féroé. Ils auraient appelé ce territoire le "Pays de la neige" (*Snaeland*). Par la suite un viking suédois du nom de Gardar Svavarsson et son équipage auraient été les premiers à découvrir qu'il s'agissait d'une île qu'ils appelèrent « l'île de Gardar » (*Gardarshólmur*) (J. Jóhannesson, 2007, pp. 9-10). Enfin, il convient de signaler le périple de Flóki Vilgerðarson, qui fût le premier à naviguer volontairement vers l'île et qui y séjourna deux hivers durant. C'est lui qui donnera son nom définitif à l'île, « Pays de glace » (*Ísland*).

(Biays, 1983, p. 59 ; Jakobsson, Halfdanarson, 2016, p. 203). C'est à cette époque qu'émergent les premières institutions politiques d'Islande, en l'occurrence on assiste alors à la constitution de l'État libre islandais (*Þjóðveldisöld*) et du Parlement islandais appelé Althing (*Alþingi*), sous l'impulsion de migrants norvégiens. Cet État a la particularité de n'avoir ni Roi ni pouvoir exécutif central : l'Althing fait office à la fois de chambre législative et de pouvoir judiciaire<sup>157</sup>. Le Parlement islandais est considéré comme le plus ancien d'Europe (Hamon, Keller, 1997, p. 17). À la fin du Xe siècle, l'Islande, jusqu'ici païenne, entame une conversion généralisée au christianisme sous la menace du Roi de Norvège Ólafur Tryggvason. Lors de la session annuelle de l'Althing de l'an 1000, Þorgeir Þorkelsson proclame la christianisation de l'Islande. S'ensuit une assez longue période de paix, où la démographie augmente fortement<sup>158</sup>.

Dans la première moitié du XIIIe siècle, une guerre civile éclate quand le Roi de Norvège tente de prendre le contrôle de l'Islande à l'aide de quelques soutiens locaux. Cette guerre civile s'achève en 1262 avec le passage de l'île sous domination norvégienne, obtenu après presque 30 ans de manœuvres guerrières et politiques et finalement matérialisé par la signature du Vieux Pacte (*Gamli sáttmáliest*). La nation islandaise en tant que nation indépendante et souveraine disparaît donc à cette date. Après la période de domination norvégienne démarre une période de domination danoise en 1380<sup>159</sup>. Cette domination s'étendra sur plusieurs siècles et ce n'est qu'à partir de 1830 qu'un mouvement indépendantiste islandais va se structurer réellement. En 1874, pour les 1000 ans de la colonisation de l'île, les islandais obtiennent de la part du Danemark une nouvelle constitution qui leur redonne une certaine autonomie, bien que chaque décision prise par l'Althing doive être contresignée par le Roi du Danemark (Hjálmarsson, 2007, pp. 114-116). À la fin de l'année 1918, l'Islande obtient à la suite d'un référendum la création du Royaume d'Islande, qui devient donc un royaume distinct du Royaume du Danemark. La nation islandaise récupère alors, dans le cadre de l'Acte

---

<sup>157</sup> L'Althing était divisée en nombreux clans (*goðorð*), constitués sur la base de l'adhésion volontaire et non sur une base territoriale. La fonction judiciaire de l'Althing sera par la suite réduite : « Débordé par les procès, l'Althing donnera naissance à quatre tribunaux régionaux et à une sorte de cour d'appel, tandis qu'il se réservera les litiges d'importance nationale, ainsi que le travail législatif. Notons, au passage, qu'avant tous les autres pays l'Islande institua un jury pour les affaires criminelles » (Biays, 1983, p. 61).

<sup>158</sup> On parle de 70.000 ou 80.000 habitants au milieu du 12ème siècle (Biays, 1983, p. 62). Cependant il faut savoir que la population islandaise a connu de fortes variations au fil de son histoire ; sa progression n'est pas linéaire.

<sup>159</sup> Le Roi de Norvège d'alors ayant épousé la fille du Roi du Danemark, à la mort de ce dernier, le fils du Roi de Norvège et de la Princesse du Danemark est couronné Roi du Danemark. À la mort du Roi de Norvège il hérite également des terres de son père (Norvège et Islande).



d'Union islando-danois de 1918, sa souveraineté dans tous les domaines à l'exception de la défense et des affaires étrangères qui demeurent la compétence du Danemark.

Le 9 avril 1940, le Danemark est envahi par l'Allemagne nazie et les britanniques prennent alors le contrôle de l'Islande<sup>160</sup> pour conserver leur emprise sur l'Atlantique Nord. La situation stratégique de l'Islande sur le plan géographique est un atout de taille pour les Alliés et permet aux islandais de rompre avec le Danemark (Hjálmarsson, 2007, pp. 155-157). Le 17 mai 1941 une résolution de l'Althing adoptée à l'unanimité affirme le droit d'abolir l'union avec le Danemark, étant donné l'incapacité de celui-ci à assurer la défense de l'île<sup>161</sup>. L'Acte d'Union fut aboli en 1944, quand la décision fut confirmée par un référendum portant sur la sécession dans lequel le « oui » l'emporte avec 97.3% des voix. L'Islande retrouve alors, après 682 ans de domination étrangère, son indépendance nationale. Si l'Islande a bien retrouvé son indépendance au niveau constitutionnel, elle demeure sous influence américaine après la Seconde Guerre Mondiale, notamment du fait de l'implantation d'une base aérienne américaine à Keflavik<sup>162</sup>. Étant donné son emplacement stratégique, l'Islande devient par la suite un point clé de la Guerre Froide et l'île adhère à l'OTAN dès sa fondation en 1949, en échange d'une protection américaine.

### ***1.1.2. Une situation géographique spécifique***

Du point de vue géographique, l'Islande se situe dans l'Atlantique Nord et constitue la seule partie émergée de la dorsale médio-Atlantique, point de jonction entre les plaques américaine et eurasiatique<sup>163</sup>. L'Islande a un climat océanique tempéré sur les côtes et un climat dit « de toundra » à l'intérieur des terres. La présence du courant marin appelé Gulf-Stream aux côtes Sud-Ouest de l'île permet d'avoir un climat plus tempéré que ne pourrait le laisser

---

<sup>160</sup> Ils seront remplacés un an plus tard par les troupes américaines.

<sup>161</sup> Dans cette résolution unanime, les islandais annoncent ne pas souhaiter renouveler l'Acte d'Union (prévu pour une durée de 25 ans, et devant donc être renouvelé en 1943). Les parlementaires ajoutent cependant que « le moment présent n'est pas, en raison de la situation, considéré comme approprié à l'abolition entière et formelle de l'Union, et à la détermination du statut constitutionnel définitif du pays » (Ó. Jóhannesson, 1953, p. 818).

<sup>162</sup> Pendant la Seconde Guerre Mondiale, les forces américaines construisent un aéroport à vocation militaire (*Keflavik Naval Air Station*) qui ouvrira en 1943. Par la suite Keflavik restera une base américaine jusqu'en 2006 tout en devenant le principal aéroport du pays.

<sup>163</sup> À 287 kilomètres au Sud-Est du Groenland et à 798 kilomètres au Nord-Est de l'Ecosse, l'Islande se situe très légèrement en dessous du cercle polaire arctique, par 65° Nord 18° Est. L'île de Grimsey, qui fait partie du territoire islandais, se situe précisément sur le cercle polaire arctique. <http://www.lmi.is/en/island-i-tolum/>

présager la situation géographique de l'Islande<sup>164</sup>. Ce climat difficile n'a pas été sans conséquence sur le peuplement de l'Islande d'une part, mais aussi sur le développement et la structuration de son économie. Avant de s'avérer être un atout stratégique au cours de la Guerre Froide, la situation géographique de l'île est avant tout une contrainte, particulièrement pesante pour le secteur agricole. Les étés courts, les températures faibles, sont autant de problématiques pour la production de vivres, notamment pour les productions maraîchères. La majorité des terres cultivables servent soit de pâturage, soit à la production de foin pour l'élevage animal qui représente la majorité de la production agricole islandaise. Les contraintes qui pénalisent la production agricole, génèrent un nécessaire recours aux importations (particulièrement en hiver) ainsi qu'une faible compétitivité à l'exportation de produits agricoles.

Jusqu'au XXe siècle, l'économie islandaise est fondée sur l'agriculture. À la fin du XIXe siècle, ce sont les trois quarts de la population active qui sont employés dans ce secteur. La population rurale va se réduire fortement au cours du XXe siècle, à mesure que se développent les pêcheries et qu'une forme d'exode rural à destination des ports se met en place. À titre d'illustration, notons que la part de la population rurale dans la population totale est passée de 77.4% en 1901 à 17.7% en 1960<sup>165</sup>. Au début du XXe siècle, la pêche est encore une activité marginale en Islande dans la mesure où, d'une part, la majorité de la population tente tant bien que mal de vivre de l'exploitation agricole d'une terre difficile et, d'autre part, dans la mesure où les techniques de pêche sont peu développées. Historiquement, les eaux islandaises attirent surtout des pêcheurs étrangers, mieux équipés (notamment anglais, allemands, mais aussi français<sup>166</sup>).

Au moment de son indépendance en 1944 et dans un contexte de forte croissance démographique<sup>167</sup>, l'Islande va fonder son modèle de croissance sur un secteur des pêcheries orienté vers l'exportation, afin de dégager les recettes nécessaires à l'importation des denrées (notamment alimentaires) qu'elle ne peut pas (ou difficilement) produire compte tenu de sa

---

<sup>164</sup> Les températures moyennes sont comprises entre 0° et -5° en hiver selon les régions et autour de 10° en juillet (Statistics Iceland). L'île connaît, en raison de sa latitude, une forte variabilité des heures d'ensoleillement journalier.

<sup>165</sup> Source : Statistics Iceland. Voir le dossier *Icelandic Agricultural Statistics* (2009) pour plus de détails.

<sup>166</sup> Signalons ici le roman de Pierre Loti, *Pêcheurs d'Islande*, paru en 1886 chez Calmann-Lévy, qui relate au fil d'une histoire d'amour, la vie des pêcheurs français partant faire de longues campagnes (février à août) dans les eaux islandaises.

<sup>167</sup> L'Islande passe la barre des 100.000 habitants en 1926, en compte plus de 125.000 au moment de l'indépendance et plus de 364.000 pour l'année 2020 (Statistics Iceland).

situation géographique. La forme institutionnelle fondamentale de ce mode de développement en construction semble ainsi être la forme du régime d'insertion international. L'Islande va, dans la seconde moitié du XXe, devoir se donner les moyens concrets permettant de mettre en place un régime de croissance fondé sur l'exportation de produits tirés de l'exploitation de la rente maritime.

Pour être le cœur du régime de croissance et générer suffisamment de ressources, la spécialisation dans les pêcheries doit changer d'échelle après la Seconde Guerre Mondiale. De plus, ce choix de spécialisation expose l'économie islandaise à une forte variabilité des recettes d'exportation, dans la mesure où l'exportation de poissons est soumise à la fois aux variations des cours mondiaux et à l'évolution des ressources disponibles sur le territoire maritime islandais. Le meilleur moyen de se prémunir face à ces risques de perturbations exogènes a été pour l'Islande, devenue nation indépendante, d'étendre le périmètre des eaux sur lesquelles elle revendique une souveraineté. Ce faisant, l'île va entrer en conflit avec les puissances étrangères qui pêchaient jusque-là sur les eaux qui la bordent. Afin de comprendre comment s'est structuré le régime de croissance islandais au travers de ces extensions unilatérales, précisons rapidement quelques éléments de base sur l'organisation de la vie politique de l'île.

### ***1.1.3. Le système des quatre partis et la structure historique de la vie politique islandaise***

Après l'émergence du mouvement indépendantiste islandais au XIXe siècle, le système politique islandais va se structurer dans la première moitié du XXe siècle sous la forme du *Fjórflokkakerfið* (Helgason, 2015, p. 21), que l'on peut traduire par « système des quatre partis »<sup>168</sup>. Nous faisons le choix délibéré de nous intéresser spécifiquement à l'Althing et non au Président de la République car celui-ci joue un rôle relativement faible en matière politique. Le Président est surtout le représentant du pays à l'extérieur ; il n'influe que peu sur la politique intérieure (bien qu'il dispose constitutionnellement d'un droit de veto sur les lois votées à l'Althing, celui-ci n'est généralement pas utilisé). Les présidents successifs se présentent

---

<sup>168</sup> Demker (2006, p. 481), dans son article « Essor et déclin du modèle nordique à cinq partis », intègre l'Islande à son échantillon, remarquant cependant que l'Islande « n'a jamais été un candidat clair pour le modèle à cinq partis. D'ailleurs, l'Islande ne correspond pas au modèle nordique de « *consensus democracy* » (G. Jonsson, 2014). Mjøset (2011, pp. 372-373) insiste lui aussi sur les spécificités de l'Islande vis-à-vis de ses voisins nordiques.

comme des personnages en surplomb des clivages partisans et sont souvent réélus à plusieurs reprises<sup>169</sup>.

Pour ce qui est de l'émergence du système des quatre partis, c'est en 1916 que sont fondés deux partis majeurs du paysage politique moderne : le Parti du Progrès (*Framsoknarflokkur*) et le Parti Social-Démocrate (*Alpyouflokkur*). En 1929 le Parti de l'Indépendance (*Sjalfstaeoiskflokkur*) est créé, suivi en 1938 du Parti de l'Unité Populaire, appelé Parti Socialiste (*Sosialistaflokkur*). Ces partis existent donc en amont de l'indépendance de l'île, et sont eux-mêmes le produit de fusions entre mouvances politiques déjà existantes<sup>170</sup>. Nous avons donc, au moment de l'indépendance, un paysage politique qui se structure autour de quatre forces. Deux partis « de droite », le Parti de l'Indépendance (PI) et le Parti du Progrès (PP), ainsi que deux partis « de gauche », le Parti Social-Démocrate (PSD) et le Parti Socialiste (PS).

Mjøset (2011, pp. 373-374) insiste sur le poids du clientélisme dans la structure historique de la vie politique islandaise. D'après lui, chacun de ces quatre partis sert une clientèle spécifique, à l'exception des socialistes, seul parti « programmatique », « idéaliste ». Le PS est un parti de gauche radicale, formé de la fusion entre le Parti Communiste et l'aile gauche des sociaux-démocrates. Il défend des positions similaires aux autres partis communistes et séduit essentiellement les ouvriers et une certaine frange des intellectuels islandais. Le PS change de nom en 1956 et est rebaptisé Alliance du Peuple (*Alþýðubandalagið*). Le premier parti en matière d'électorat est le PI, plutôt orienté à droite. Comme son nom l'indique, le PI se situe sur une ligne visant à garantir l'indépendance du pays. Celle-ci se décline sur le plan politique, vis-à-vis du Danemark, mais aussi sur le plan de l'indépendance économique de l'île<sup>171</sup>. Si ce parti séduit essentiellement les populations urbaines et les commerçants, il est aussi présent chez certains ruraux et certains ouvriers<sup>172</sup>. Le

---

<sup>169</sup> À l'exception de Sveinn Björnsson, décédé au cours de son mandat, chaque président en a réalisé au moins trois. Ásgeir Ásgeirsson réalise quatre mandats, Kristján Eldjárn en fera trois, Vigdís Finnbogadóttir présidera pendant quatre mandats, tandis qu'Ólafur Ragnar Grímsson en totalisera cinq. Le nouveau président est élu depuis 2016 et se nomme Guðni Thorlacius Jóhannesson. Nous noterons qu'à l'exception d'Ásgeirsson (membre du PP), tous les présidents sont sans étiquette partisane.

<sup>170</sup> Par exemple, le PI est né en 1929 de la fusion des Conservateurs (majoritaire en son sein et créé en 1924) et des Libéraux (parti formé en 1926).

<sup>171</sup> Kristjánsson (1979) note que le terme « indépendance » renvoie aussi à une morale individualiste. Celle-ci serait profondément ancrée dans « l'identité islandaise » (Ólafsson, 2003).

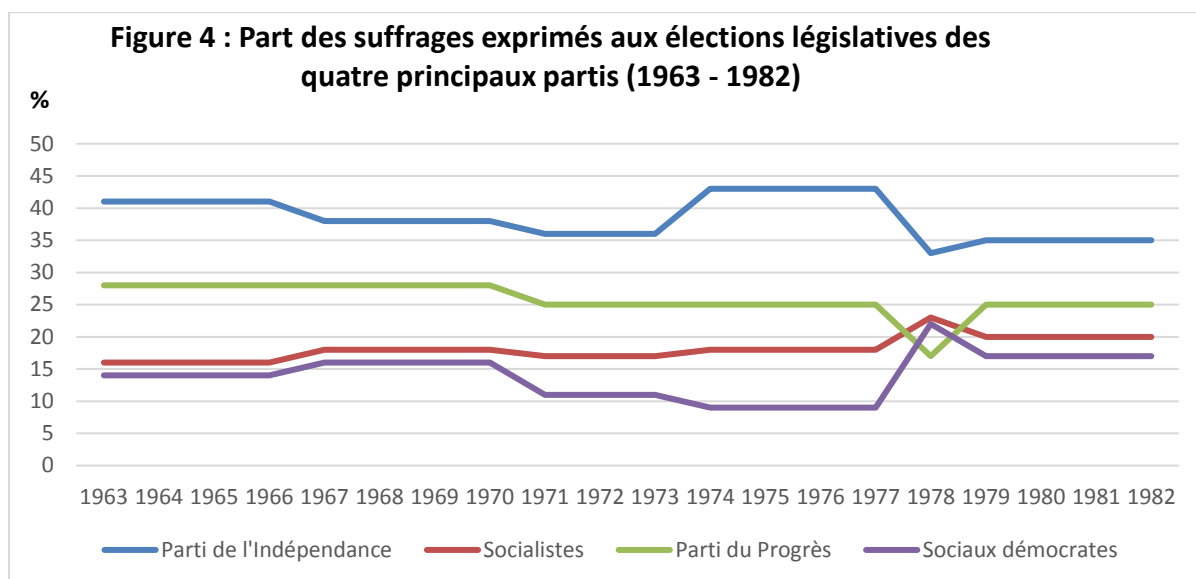
<sup>172</sup> D'après Mjøset, le PI « *served the private sector and parts of the farming sector, with the capital Reykjavik as their stronghold* » (2011, p. 373).

PI domine assez largement la politique islandaise et se présente comme un parti interclasses, avec son slogan « Class with Class » (Ornston, 2018, p. 104). Le second parti est le PP, parti de droite, ayant vocation à représenter les intérêts des populations agricoles (G.H. Kristinsson, 1991), historiquement prédominantes en Islande. On parle parfois à son propos de parti agrarien (Ó . Jóhannesson, 1953). Le PP s'appuie sur le mouvement des coopératives agricoles qui représente sa clientèle principale (Mjøset, 2011, p. 373). Le PSD est un parti social-démocrate classique, c'est-à-dire un parti réformiste de centre gauche, qui a la particularité d'être extrêmement faible en comparaison à ses homologues nordiques (G. Jónsson, 2014, p. 517). C'est un parti urbain représenté essentiellement chez les fonctionnaires et parmi les employés syndiqués du secteur des pêcheries (Mjøset, 2011, p. 373).

Dès l'indépendance du pays, ces quatre partis montrèrent des divergences assez fortes sur les questions géopolitiques. Avec l'adhésion à l'OTAN en 1949 puis l'accord de défense avec les États-Unis en 1951, les divisions firent jour, dépassant la simple opposition gauche/droite.

« Trois partis agirent pour, et consentirent à, la participation de l'Islande au Pacte : le Parti de l'Indépendance, le Parti progressiste et le Parti travailliste [*i.e.* le PSD]. Mais ces partis, ou du moins les deux derniers n'y apportèrent pas un consentement unanime. Le Parti Socialiste tout entier lutta contre la participation de l'Islande » (Ó . Jóhannesson, 1953, p. 829).

La domination du PI sur la vie politique islandaise est sans conteste sur toute la seconde moitié du 20ème siècle (figure 4). Dans ces conditions, les sociaux-démocrates auront tendance à s'allier avec les partis de droite pour participer à des coalitions gouvernementales (G. Jónsson, 2014, p. 518).

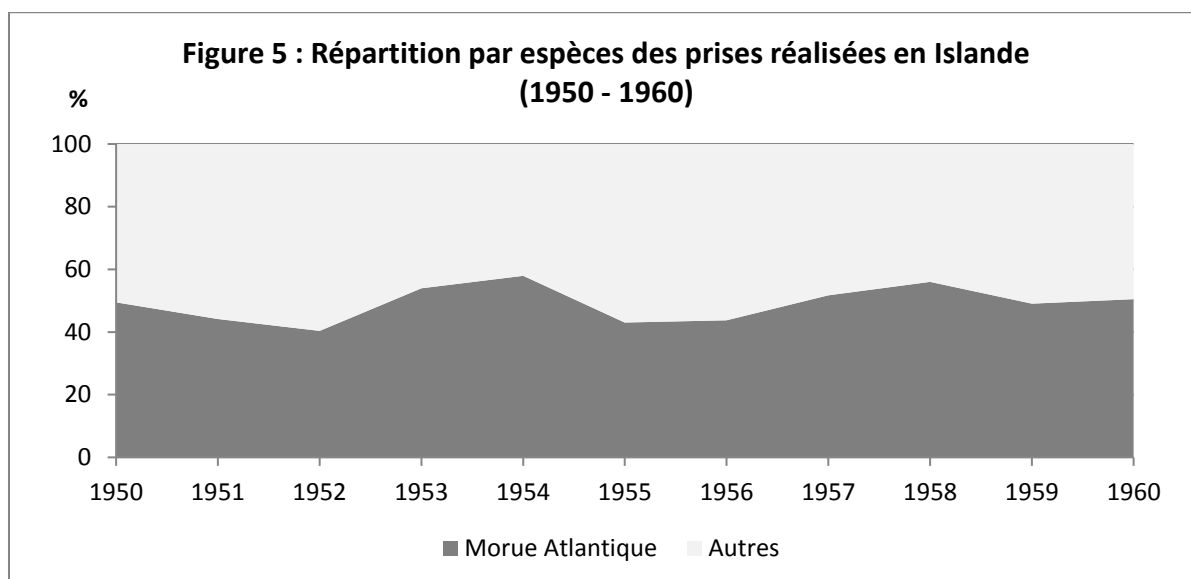


Source : Auteur. Données : Statistics Iceland

## **1.2. Un régime de croissance tiré par les exportations et une régulation administrée**

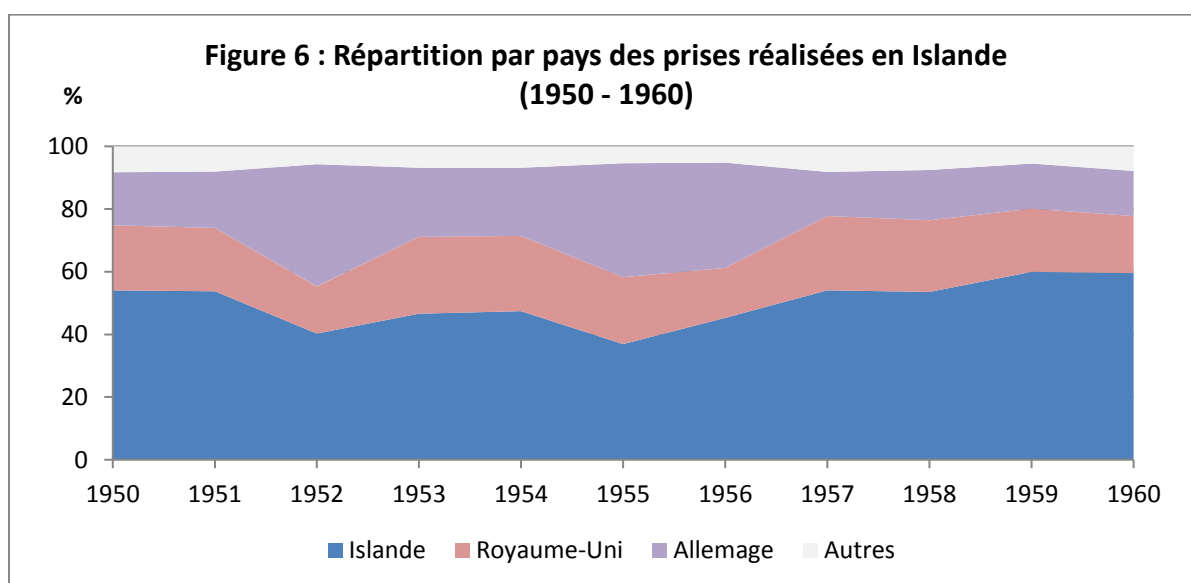
### ***1.2.1. Les Guerres de la morue : des conflits d'appropriation au fondement du mode de développement islandais***

Pays sous domination danoise, puis sous protection américaine au sortir de la Seconde Guerre Mondiale, l'Islande n'a pas d'armée. Cependant, son histoire contemporaine est jonchée de conflits. Depuis l'indépendance, une série de différends, connus sous le nom des Guerres de la morue, opposent l'Islande au Royaume-Uni. La première Guerre de la morue commence en 1958, tandis que la troisième se termine en 1976. Sur cette période de 18 ans, ce sont trois épisodes conflictuels relativement brefs qui se déroulent (1958-1961 ; 1972-1973 ; 1975-1976). Les Guerres de la morue sont à mettre en lien avec le mode de développement islandais tel qu'il se dessine à partir de l'indépendance. L'Islande fonde son développement économique sur l'exportation des produits de la pêche. Ceux-ci représentent jusqu'à 95% des recettes d'exportation dans les années 1950 (Agnarson, Árnason, 2005). À cette époque, c'est la pêche à la morue qui domine, représentant à elle seule environ la moitié des prises réalisées en Islande entre 1950 et 1960.



*Source : Auteur. Données : Sea Around Us*

Au sortir de la Seconde Guerre Mondiale, l'Islande dispose d'un territoire maritime de 3 miles à partir des côtes et la plupart du poisson pêché dans les eaux qui bordent l'Islande<sup>173</sup> l'est par des pêcheurs étrangers, essentiellement allemands et anglais. En moyenne, entre 1950 et 1960, 50.11% des prises en Islande le sont par des navires islandais, avec un minimum à 36.9% en 1955<sup>174</sup>.



*Source : Auteur. Données : Sea Around Us*

<sup>173</sup> C'est-à-dire dans l'actuelle Zone Economique Exclusive islandaise.

<sup>174</sup> Calculs de l'auteur à partir de la base de données *Sea Around Us*.

Il faut noter qu'à la fin de la Seconde Guerre Mondiale, il n'existe aucun standard juridique international en matière de délimitation maritime. C'est pour pallier ce manque que la Commission sur le Droit International de l'ONU se voit chargée de codifier le droit de la mer à partir de 1949. Dans son rapport final, daté de 1956, la Commission reconnaît l'absence d'uniformité des pratiques de délimitation des territoires maritimes et considère, compte tenu de l'état actuel des pratiques observées, que le droit international ne devrait pas permettre de nouvelles extensions au-delà de 12 miles. Ce faisant, la Commission n'approuve pas pour autant explicitement la limite des 12 miles car différents groupes d'États pratiquent des limites comprises entre 3 et 12 miles. Dans ce contexte, la Commission suggère d'organiser une conférence internationale pour codifier le droit de la mer dans le cadre de traités. Les Conférences des Nations-Unies sur le Droit de la Mer (CNUDM) sont nées. La première se tiendra en 1956 et n'aboutira en 1958 à aucun accord. La tendance générale est favorable à une extension au-delà des 3 miles, mais aucun consensus n'émerge entre les différentes propositions, dont certaines, comme celle du Chili, vont déjà jusqu'à 200 miles. La CNUDM 1 se clôt en suggérant de passer la limite des eaux territoriales à 12 miles et en proposant de fixer un accord international dans le cadre d'une seconde conférence. L'Islande n'attendra pas cette seconde conférence et appliquera unilatéralement au 1er septembre 1958 la limite des 12 miles. En l'absence d'un consensus et d'une codification précise, l'Islande se fonde en 1958 sur la pratique la plus répandue et sur la limite tolérée depuis 1956 quand elle effectua cette extension unilatérale, extension qui entraînera le lancement de la première Guerre de la morue.

Il s'agit alors pour les islandais de se réapproprier l'exploitation de la rente et d'étendre leur territoire maritime. Ceci a pour objectif d'évincer les pêcheurs étrangers afin de pouvoir développer une flotte islandaise<sup>175</sup>, mais aussi d'augmenter le total des quantités pêchées, puis exportées, afin de satisfaire le besoin structurel en importations. Les extensions islandaises peuvent dès lors être analysées comme le cœur du mode de régulation, en ce sens qu'elles viennent « soutenir et piloter le régime d'accumulation en vigueur » (Boyer, 2015, p. 61). Au début des Guerres de la morue perdurent certaines divisions entre les partis politiques islandais avec, schématiquement, d'un côté le Parti du Progrès (droite) et l'Alliance du Peuple (gauche), favorables à une extension unilatérale des eaux islandaises, et de l'autre, le Parti de

---

<sup>175</sup> L'Islande a pu pendant la Seconde Guerre Mondiale accumuler des devises au travers de la base américaine de Keflavik. Celles-ci furent utilisées pour augmenter la capacité de la flotte de pêche en réalisant d'importants investissements de modernisation Snævarr (1993).



l'Indépendance (centre droit) et le Parti Social-Démocrate (centre gauche), plus réservés sur la question. Toutes les formations politiques vont cependant converger vers la première option et structurer de ce fait ce qu'on pourrait appeler un « intérêt national islandais » (Magnússon, 2010, p. 246). D'ailleurs, pendant les trois années que durera la première Guerre de la morue, les quatre partis participeront à des coalitions gouvernementales et maintiendront une ligne similaire dans le conflit islando-britannique.

En plein contexte de Guerre Froide, l'arme la plus efficace des islandais fut de menacer de quitter l'OTAN et de se rapprocher de l'URSS. Dès avant le début de la première Guerre de la morue, au cours de l'été 1958, le Premier Ministre Hermann Jónasson (PP) et le Ministre des Affaires Etrangères Guðmundur Í. Guðmundsson (PSD)<sup>176</sup> menacent de quitter l'OTAN et de fermer la base américaine de Keflavik<sup>177</sup>. En conséquence, les britanniques recevaient des pressions de l'extérieur, du moins des appels à la modération, pour éviter de faire exploser l'OTAN, et ce plus spécifiquement de la part des États-Unis (G.T. Jóhannesson, 2004, p. 568). Lúðvík Jósepsson, membre de l'AP et Ministre des Pêcheries au lancement de la première Guerre de la morue, affirme que l'Islande « s'est longuement battue pour obtenir son indépendance » et qu'au cours de ce long combat, l'Islande a appris que « la base de l'indépendance est l'indépendance économique »<sup>178</sup>. Dans ces conditions il considère, et la coalition gouvernementale avec lui, que la réappropriation de la rente maritime relève des intérêts vitaux de la nation. Bien que Lúðvík Jósepsson soit vivement critiqué par l'opposition (PI) pour ses accointances supposées avec les soviétiques<sup>179</sup>, la coalition se maintient<sup>180</sup>.

A la fin de l'année 1958, la coalition PP/PSD/AP finit par se défaire et le PSD forme un gouvernement minoritaire dirigé par Emil Jónsson. Dans un contexte où des rassemblements

---

<sup>176</sup> Notons qu'il était à cette époque Vice-Président du PSD et qu'il conserva ce ministère de 1956 à 1965, ce qui atteste d'une forte continuité dans la gestion politique du dossier.

<sup>177</sup> Deux ans plus tard, le Ministre de la Justice Bjarni Benediktsson (PI), pourtant l'un des plus fervents défenseurs de l'OTAN en Islande, ayant lui-même signé l'accord de 1949, réitère cette menace à l'Ambassadeur états-unien (G.J. Guðmundsson, 2006, p. 102).

<sup>178</sup> Notre traduction. Documentaire de la BBC « *History of the Cod War* ».

<sup>179</sup> Voir notamment le *Times* du 15/10/1958, p. 10

<sup>180</sup> « *The coalition with the Socialists was on the verge of collapse and neither the Progressives nor the Social Democrats wanted to fight a parliamentary election where they would have to face accusations of subservience to Britain and NATO and a total disregard for Iceland's vital interests. As things had developed, no political party in the country could advocate moderation or respect for foreign wishes on fishing limits. On May 24, it was announced in Reykjavik that on June 30, new regulations on a 12-mile fishing limit would be issued, taking effect on September 1* » (G. T. Jóhannesson, 2005, p. 58).

sont organisés en Islande où l'on peut entendre des slogans comme « *Vikings never give up* »<sup>181</sup>, ou encore « *We don't deal with the Brits, we beat them* »<sup>182</sup>, Emil Jónsson déclare qu'il serait « suicidaire pour un gouvernement d'abandonner »<sup>183</sup>. Quelques mois plus tard, en mai 1959, l'Althing réaffirme de manière unanime : « *fishery limits of less than 12 miles from baselines around the country are out of the question* » (H. Jónsson, 1982, p. 106). À la fin de l'année 1959 le PSD et le PI forment un nouveau gouvernement, dirigé par Ólafur Thors du PI. Pendant l'été 1960, les premiers ministres anglais et islandais se rencontrent en Islande. Thors indique alors à Macmillan qu'il ne souhaite pas mettre en péril le contrôle de l'OTAN sur l'Atlantique Nord, mais que la situation politique interne ne lui permet aucune concession vis-à-vis de son homologue, au risque d'être remplacé par un « gouvernement communiste » (G. J. Guðmundsson, 2006, p. 102 ; G. T. Jóhannesson, 2004, p. 570)<sup>184</sup>. . Ainsi, à l'époque de la première Guerre de la morue, un consensus large se forme pour soutenir l'extension à 12 miles, même si les motifs des différentes formations politiques peuvent diverger<sup>185</sup>.

Trois ans durant les garde-côtes islandais maintinrent la pression sur les chalutiers anglais, jusqu'à ce que ceux-ci se retirent. L'idée était d'harcéler les pêcheurs britanniques et les navires de la *Royal Navy* pour rendre leur pêche difficile et pas (ou peu) rentable. Les garde-côtes islandais ont par exemple été à l'origine de nombreuses collisions avec des chalutiers britanniques, causant de nombreux dommages matériels, essentiellement par le coulage des filets (réalisé en coupant les chaluts). Ils allaient parfois jusqu'à lancer quelques tirs de canon pour faire déguerpir les navires. La première Guerre de la morue s'est soldée par un accord bilatéral mettant fin au conflit. Nous avons là un cas original de guerre commerciale entre un « grand » et un « petit » pays, dans lequel le « petit » pays sort vainqueur du conflit, ce qui va à l'encontre des prédictions de l'économie politique internationale de Conybeare (1987, p.

---

<sup>181</sup> Ce slogan aurait été prononcé lors de rassemblements devant l'ambassade anglaise. Voir G. T. Jóhannesson (2004, pp. 566-567).

<sup>182</sup> Formule attribuée au député de l'AP Magnús Kjartansson. Voir par exemple le *Thjóðviljinn* du 5/09/1958.

<sup>183</sup> Notre traduction. Cité dans G. T. Jóhannesson (2005, p. 65).

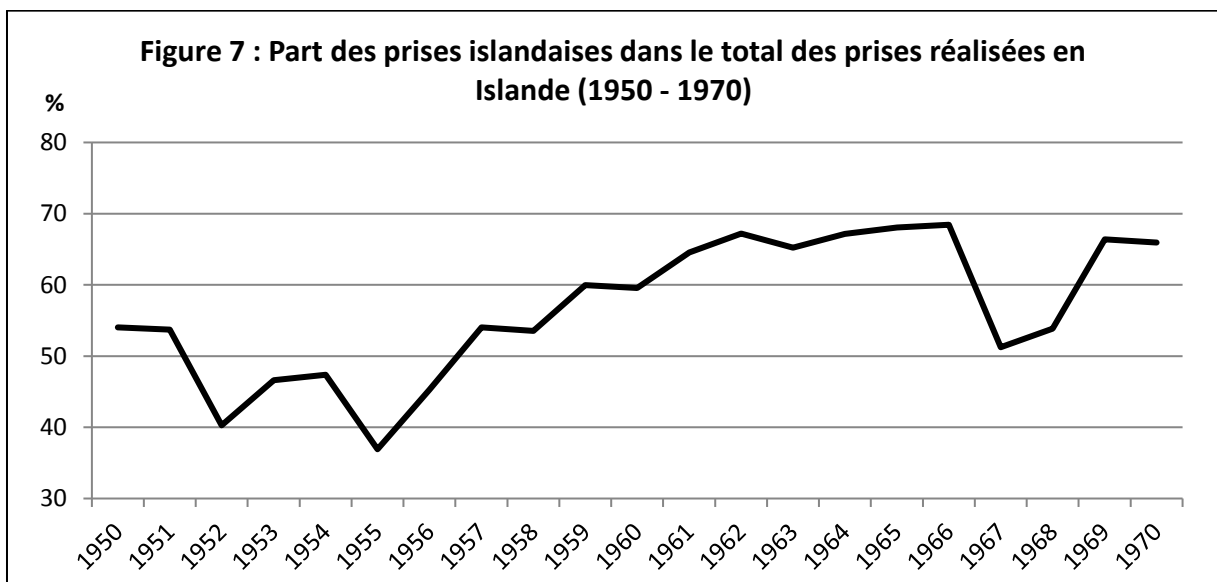
<sup>184</sup> G. T. Jóhannesson (2004, p. 570) écrit : « *the non-communist politicians [...] ought to have murmured, less heroically, that 'we don't deal with the Brits, for we fear the communists'* ».

<sup>185</sup> « *[L]eaders of the Independence Party and the Social Democrats supported extension but most of them were quite eager to prevent confrontations with other NATO governments and were willing to reach out to meet their demands in some way. They accused the People's Alliance of using the extension to cause trouble within NATO but the Socialists replied by accusing their opponents of putting NATO's interests before Iceland's. Neither was completely true. The Socialists' primary purpose was not to hurt NATO, but they considered it an extra bonus. The same applies to their opponents. They were ready to reach further out for a compromise with the British than the Progressives and the Socialists, but most of them were not ready to sacrifice any important interests* » (G. J. Guðmundsson, 2006, pp. 99-100).

180)<sup>186</sup>. La tactique d'harcèlement des chalutiers britanniques et de pressions diplomatiques s'est révélée efficace puisque l'accord de 1961 se fait dans des termes quasiment identiques aux conditions initialement proposées aux britanniques par l'Islande en 1958, lors de l'annonce de l'extension à 12 miles.

### 1.2.2. Le régime de croissance extensif tiré par les exportations

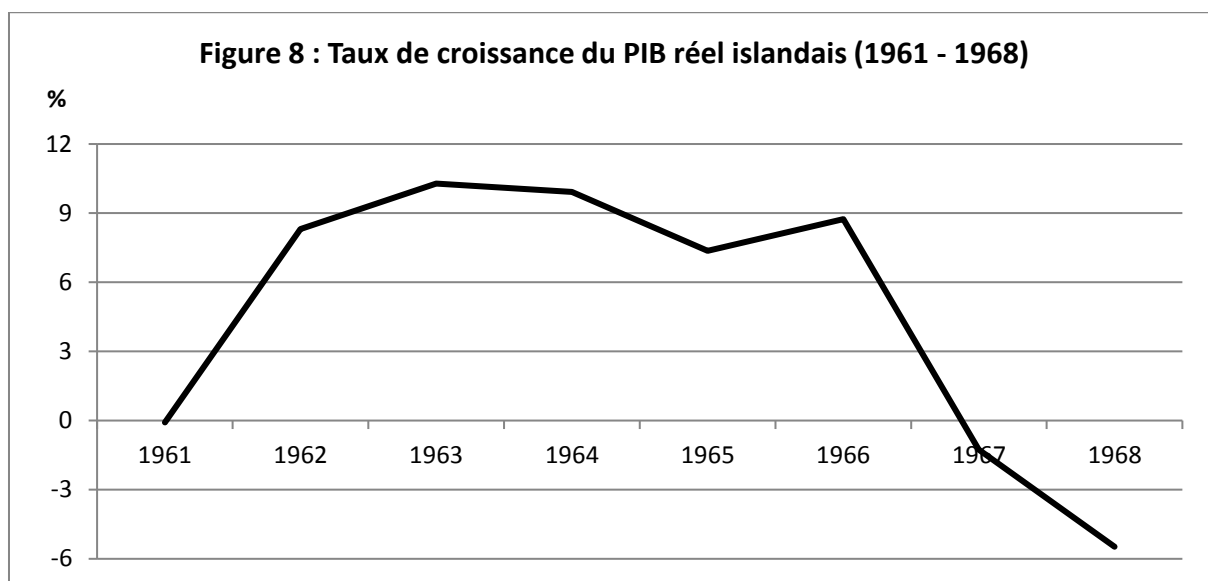
L'extension à 12 miles et la fin de la première Guerre de la morue ont permis d'augmenter la part des prises de poissons réalisées par des navires islandais en Islande au cours de la décennie 1960 (figure 7).



*Source : Auteur. Données : Sea Around Us*

Cette première réappropriation des ressources maritimes va alimenter une forte croissance entre 1962 et 1966 (figure 8). L'essoufflement des prises dans la seconde moitié de la décennie 1960 entraîne un ralentissement de la croissance islandaise, puis une récession à partir de 1968 (Agnarsson, Árnason, 2003, p. 9). Comme le notait déjà très justement Germe, « un maintien de l'activité suppose que les réserves de poisson s'accroîtront, d'où la politique nationaliste des eaux territoriales » (1967, p. 48).

<sup>186</sup> Celui-ci considère, dans une perspective teintée de théorie des jeux où les pays cherchent à maximiser le revenu national, que dans les conflits entre grand et petit pays, le grand pays va, en général, désertier (« *defection* »), tandis que le petit pays va chercher à coopérer. Cependant, le cadre de Conybeare est un cadre d'analyse de conflits bilatéraux, d'où son incapacité à prendre en compte le rôle des tierces parties dans les guerres commerciales.



*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale*

La décennie 1970 va être marquée par deux nouvelles extensions unilatérales qui correspondent au déclenchement de la seconde (1972-1973) et de la troisième (1975-1976) Guerres de la morue. En ce sens, le régime de croissance islandais est « extensif », c'est-à-dire que le modèle de croissance repose sur l'extension d'un secteur moteur qui, après avoir surpassé les secteurs anciens, étend sa logique de fonctionnement, sans changement majeur des techniques de production et de la structure productive du pays.

Nous avons mentionné précédemment les enjeux des extensions islandaises sur le plan du droit international, et notamment l'échec de la CNUDM 1 à proposer une codification consensuelle du droit de la mer. Une seconde CNUDM s'était tenue en 1960 et n'avait pas apporté davantage de solution, la majorité des deux tiers n'étant toujours pas atteinte<sup>187</sup>. Au terme de la seconde Guerre de la morue, faisant suite à l'extension islandaise de 1972 de 12 à 50 miles, c'est-à-dire en novembre 1973, un accord est conclu entre les britanniques et les islandais qui les autorisent à pêcher pendant deux ans dans certaines zones concernées par l'extension. Pourtant, les britanniques continuent à ne pas reconnaître l'extension islandaise sur le plan juridique. C'est dans ce contexte que la CNUDM 3 est mise en place à partir de 1974. Il ressort de la première session de la CNUDM 3 que non seulement la tendance vers l'extension

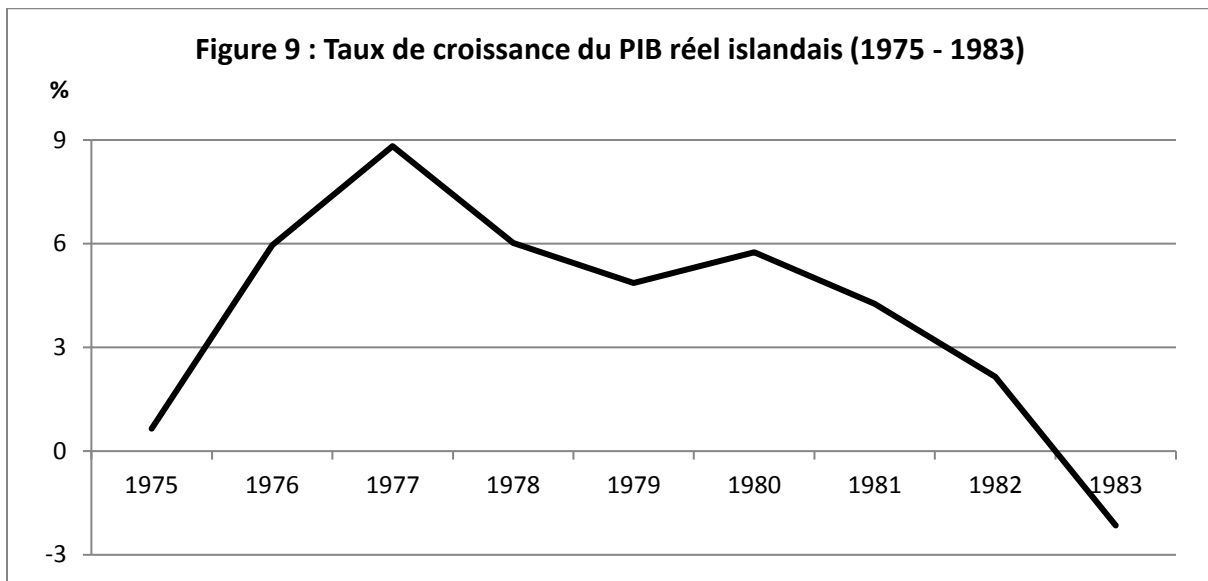
<sup>187</sup> Le Major Behuniak note que la règle traditionnelle des 3 miles est fortement remise en cause. Il précise : « *in fact, the specific territorial claims of members of the international community reveal a pronounced trend toward 12-mile territorial seas* » (Behuniak, 1978, p. 119). Il dénombre (*ibid*, p. 120), parmi les 103 pays participants à la conférence, 33% qui réclament une limite de 12 miles contre 25% favorables à la limite de 3 miles. Dans ces conditions, aucune des deux principales options n'arrive à obtenir la majorité des deux-tiers nécessaire à leur adoption.

des eaux territoriales se maintient, mais qu'elle s'amplifie, dans la mesure où de nombreux pays revendiquent maintenant une limite à 200 miles. En ce sens, au lancement de la CNUDM 3 en 1974, l'extension de 1972 à 50 miles semble *a posteriori* raisonnable. Sur le plan strictement légal elle est en revanche contestable car dépassant les 12 miles tolérés par la communauté internationale. Le Royaume-Uni et l'Allemagne de l'Ouest saisiront la Cour Internationale de Justice, qui considèrera dans un arrêt de 1974 que « la notion de droits préférentiels des États riverains est de plus en plus largement acceptée, en particulier pour les pays ou territoires se trouvant dans une situation de dépendance spéciale à l'égard de leurs pêcheries côtières »<sup>188</sup>. Cette position mesurée, dans laquelle la Cour a refusé de considérer la règle des 12 miles comme encore applicable, va dans le sens de l'Islande. La limite des 12 miles apparaît aux yeux des commentateurs de l'époque comme une « règle en voie de disparition » (Favoreu, 1974, p. 276).

Dans ces conditions favorables, l'Islande effectuera dès la fin de l'accord de deux ans avec les britanniques une nouvelle extension, fixant en 1975 la limite de ses eaux à 200 miles. Cette extension, finalement reconnue en 1976 par les britanniques, deviendra *in fine* le nouveau standard international. En effet, au terme de plusieurs sessions constituant un processus de 22 ans, la CNUDM 3 s'achève en 1982 avec la convention de Montego Bay. Celle-ci apporte enfin une codification du droit de la mer, aboutissant en ce sens le projet entamé par l'ONU en 1949. La convention de Montego Bay fixe la limite des eaux territoriales à 12 miles. Dans cette zone, l'État côtier peut exercer sa souveraineté pleine. Au-delà de cette zone, l'État côtier exerce une souveraineté limitée ; le droit international s'applique et encadre cette souveraineté. La Convention de Montego Bay crée alors (article 55) le principe des Zones Economiques Exclusives (ZEE) s'étendant à 200 miles. Sur cette espace, l'État côtier conserve une souveraineté pleine sur l'exploitation des ressources (article 56). Au terme de ces extensions, l'Islande dispose d'une ZEE de plus de 750.000km<sup>2</sup>, soit plus de sept fois la superficie de son territoire émergé. Les extensions à 50 puis à 200 miles vont permettre d'enclencher un nouveau cycle de croissance à partir de 1975 et jusque dans les années 1980 (figure 9).

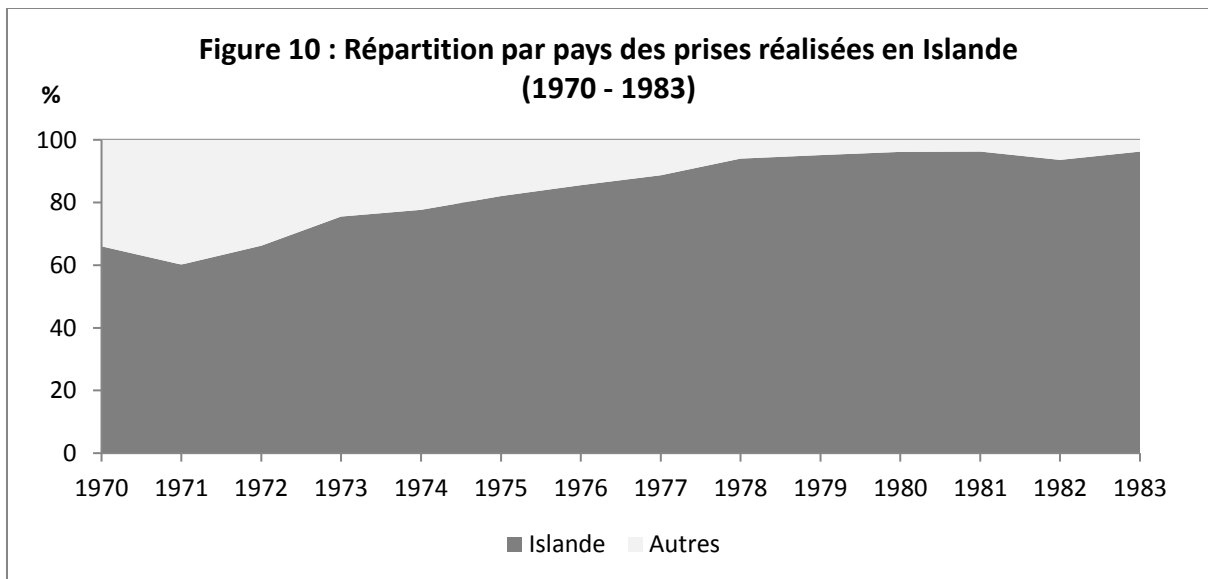
---

<sup>188</sup> Arrêt RFA contre Islande (paragraphe 50).



*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale*

Les extensions successives ont donc alimenté des cycles de croissance : un premier fait suite à l'extension à 12 miles en 1961 et s'épuise en 1967, tandis que le second correspond aux extensions à 50, puis 200 miles, et donne à voir un cycle de croissance soutenue entre 1975 et 1982. On constatera par la même occasion qu'à partir de la fin de la troisième Guerre de la morue, les prises dans les eaux islandaises sont presque totalement le fait de la flotte islandaise (figure 10). Le processus de réappropriation de la rente tirée des produits de la mer est arrivé à son terme (Fawaz, Malherbe, 2021).



*Source : Auteur. Données : Sea Around Us*

Les extensions des eaux islandaises, telles qu'elles ont été réalisées dans le cadre des Guerres de la morue, ont donc permis de soutenir un régime de croissance extensif, intrinsèquement instable et qui tend à s'épuiser de lui-même. La « première régulation », en ce qu'elle est fondamentale, consiste à étendre les eaux sur lesquelles l'Islande revendique une souveraineté afin de permettre le développement du secteur des pêcheries. Ces extensions permirent une hausse du volume des prises islandaises de 278,8% entre 1950 et 1980, soit une croissance annuelle moyenne des quantités pêchées de 4,54%<sup>189</sup>. Une « seconde régulation », seconde en ce qu'elle est complémentaire, renvoie quant à elle aux ajustements monétaires qui caractérisent la période. On peut qualifier le mode de régulation d' « administré » en ce que la puissance publique contrôle les deux aspects essentiels de celui-ci. Nous allons voir comment la crise de 1982 fait entrer ce mode de régulation en crise.

### ***1.2.3. Les ajustements monétaires et leurs limites : une crise du mode de régulation***

Le régime monétaire islandais est caractérisé, de l'après-guerre jusqu'aux abords de la décennie 1990, par une inflation à la fois élevée et volatile. Cette inflation chronique n'est cependant pas homogène sur la période 1945-1990. Andersen et M. Gudmundsson (1998), se fondant sur la classification de Dornbusch et Fischer (1991), distinguent trois sous-périodes. Une première période (1945-1973) correspond à une inflation dite « basse », dans la mesure où le taux d'inflation n'excède pas 15% par an (avec une moyenne de 9.5% par an). L'Islande entre en 1974 dans une période d'inflation dite « haute » car comprise entre 30% et 100% par an (avec une moyenne de 49% par an). Ce n'est qu'après la mise en place d'une politique de stabilisation, initiée en 1983, que l'Islande ramène son taux d'inflation à un niveau dit « modéré » jusqu'en 1989, c'est-à-dire compris entre 15 et 30% (avec une moyenne de l'ordre de 25% par an). L'Islande ira jusqu'à rejoindre la moyenne des pays de l'OCDE à partir de 1990 et à retrouver une inflation dite « basse », achevant ainsi avec succès le processus de désinflation entamé en 1983. Au travers de ces évolutions du taux d'inflation, nous allons chercher à décrire les aspects monétaires du mode de régulation et son entrée en crise.

La réponse traditionnelle à une baisse des recettes d'exportations était de recourir à un ajustement monétaire externe par la dévaluation de la couronne islandaise. Ce faisant, la profitabilité du secteur exportateur se voyait préservée, et le chômage était maintenu à un niveau faible. Si la Banque Centrale d'Islande (BCI) avait depuis sa création en 1961 un mandat dual

---

<sup>189</sup> Calculs de l'auteur, à partir de la base de données *Sea Around Us*.

visant à soutenir l'activité tout en maintenant les prix à un niveau stable, on peut dire qu'il était d'usage de favoriser l'objectif de plein emploi par rapport à celui de stabilité des prix. Le recours aux dévaluations est historiquement ambivalent :

« Exchange rate policy did play an important role in adjusting the economy to external shocks, with relatively good success on the real side of the economy but at the cost of high and variable inflation » (M. Gudmundsson, Y.Ö. Kristinsson, 1997, p. 51).

Les dévaluations faisant suite aux chocs extérieurs, si elles avaient bien pour effet de soutenir le secteur exportateur, avaient également pour conséquence de renchérir les importations, créant par ce biais un phénomène d'inflation importée. L'inflation semble donc prendre sa source première dans le commerce international et ne pas être endiguée par la politique monétaire, extrêmement accommodante en matière de change. La dynamique inflationniste se voyait renforcée et alimentée par les modalités institutionnelles de formation des salaires. En l'espèce, l'inflation causée initialement par les dévaluations massives avait pour effet de tirer les salaires nominaux à la hausse étant donné que ceux-ci étaient indexés sur l'indice des prix à la consommation, induisant ainsi avec elle une inflation dite de revenu.

« Policymakers generally put greater weight on accommodating to adverse external shocks, maintaining the profitability of the export sector and defending high employment in the short-run without much regard to any long-term consequences of high and volatile inflation » (Honohan, Orphanides, 2018, p. 9).

Andersen et M. Gudmundsson (1998) étudient l'efficacité des ajustements monétaires réalisés après les chocs extérieurs ayant entraîné une réduction des revenus réels de l'exportation. À partir du tableau 11, nous pouvons constater que l'Islande fait face à des pics d'inflation de plus en plus fréquents et atteignant des niveaux de plus en plus élevés alors même que l'ampleur des chocs va décroissante.



**Tableau 11 : Chocs extérieurs et ajustement du taux de change en Islande**

<i>Periods</i>	<i>Cumulative % ch. in real export revenue (1)</i>	<i>Inflation Peak, % (2)</i>	<i>Year of real exchange rate peak (3)</i>	<i>Year of real exchange bottom (4)</i>	<i>Real exchange rate % ch. (5)</i>	<i>Cumulative nominal depreciation (%) (6)</i>	<i>Response ratio: (7) = (6)/-(1)</i>	<i>"Success" ratio: (8) = -(5)/(6)</i>
1967-1968	-20.0	21.7	1966	1969	-36.3	50.0	2.5	0.7
1974-1975	-17.0	49.0	1974	1975	-21.9	36.1	2.1	0.6
1979-1980	-4.7	58.5	1977	1980	-11.6	63.3	13.5	0.2
1982	-9.7	84.3	1981	1983	-13.9	65.3	6.7	0.2
1988-1992	-13.6	25.5	1988	1994	-21.1	37.6	2.8	0.6

*Source : Andersen et M. Gudmundsson (1998)*

Les deux premiers chocs mentionnés (1967, 1974) sont caractérisés par un « *response ratio* » (rapport entre la dévaluation et la baisse des revenus de l'exportation) relativement faible et un « *success ratio* » (rapport entre la chute du change en termes réels et la dévaluation nominale cumulée) relativement élevé. Le mode de régulation est, à ce stade, efficace : les chocs extérieurs sont résorbés par des ajustements de change. L'ajustement difficile aux chocs de 1979 et 1982 est en revanche un signe de l'épuisement du mode de régulation. Les ajustements monétaires habituels ne semblent pas en mesure d'enrayer la crise. C'est d'ailleurs à la suite du choc de 1982 que des mesures de stabilisation seront mises en place en vue de contenir l'inflation galopante qui menaçait alors de passer à un niveau dit « extrême », c'est-à-dire supérieur à 100% (ce qui fut le cas dans les premiers mois de l'année 1983).

La première mesure est la suspension temporaire de l'indexation des salaires, complétée par un accord plafonnant les augmentations de salaire jusqu'à la fin de l'année 1983. Les augmentations de salaire nominal devenant, de fait, inférieures au taux d'inflation, on assiste donc à une baisse du salaire réel en Islande. Sur le plan de la politique de change, après une dévaluation initiale de 15%, la banque centrale s'engage à maintenir le taux de change stable. Cet objectif de stabilité du taux de change devient alors un objectif intermédiaire pour remplir l'objectif de stabilité des prix, faisant office d'ancrage nominal. Cette première étape dans le processus de désinflation permet de ramener le taux d'inflation aux alentours de 30% dès 1984. Le problème inflationniste a donc été momentanément contenu à l'aide des mesures de stabilisations prises en 1983. Celles-ci tranchent avec les mécanismes qui avaient jusque-là permis de résorber les déséquilibres cycliques du régime de croissance. C'est en ce sens que l'on peut affirmer qu'avec le choc de 1982, le mode de régulation entre en crise. Celui-ci

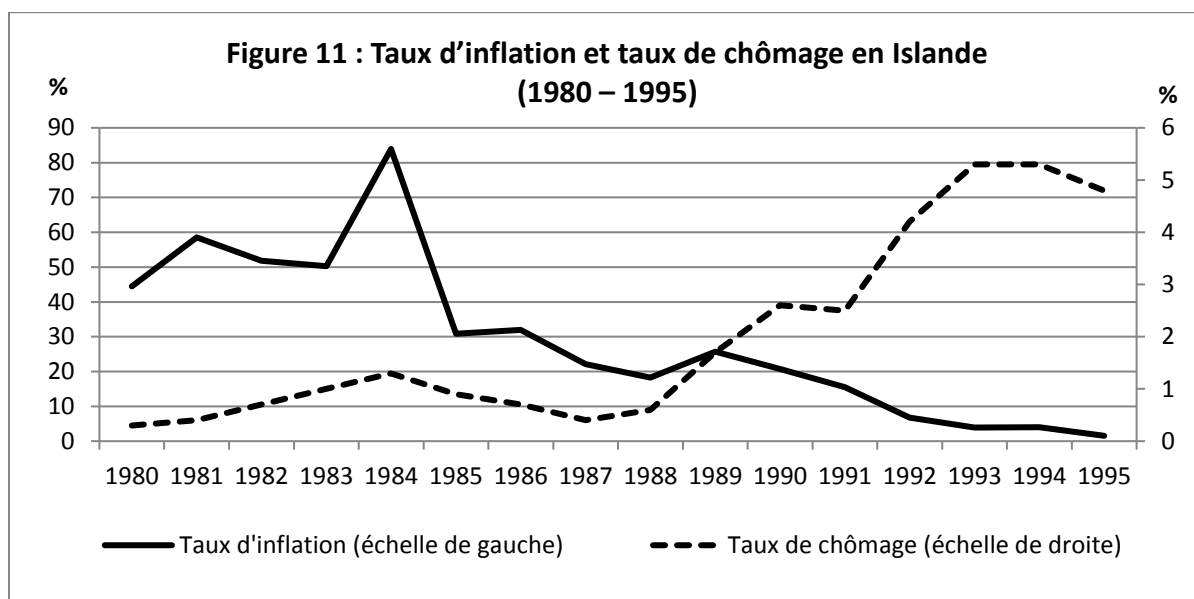
reposait sur deux mécanismes : l'extension du territoire maritime pour augmenter les recettes d'exportations et les ajustements de change pour gérer les variations des termes de l'échange. Les extensions ne sont plus possibles puisque le standard de 200 miles prévaut à l'échelle internationale à partir de 1982 ; les ajustements monétaires s'avèrent être de moins en moins efficaces pour résorber les chocs et génèrent une crise inflationniste (M. Gudmundsson, 2002, p. 19). De nouveaux mécanismes de régulation macroéconomique se substituent alors temporairement aux anciens pour faire face à l'inflation, et plus généralement à la crise : la modération salariale d'une part, et l'ancrage du taux de change d'autre part.

Lors du choc suivant, en 1988, on assiste à la mise en place de mesures ayant vocation non plus à répondre dans l'urgence au choc mais plutôt à s'installer dans la durée. On assiste alors à une inversion dans la priorité donnée aux deux objectifs de la politique monétaire : la lutte contre l'inflation devient prioritaire par rapport à l'objectif de plein-emploi (Macheda, 2012, p. 447). La modération salariale<sup>190</sup> et l'ancrage du taux de change<sup>191</sup> permettent de contenir l'inflation avec un relatif succès dès 1990. En 1991, le taux d'inflation tombe à 7% et va même jusqu'à passer en dessous de la moyenne des pays de l'OCDE l'année suivante. Cet enrayerment de l'inflation s'est cependant fait au prix d'une hausse du chômage, dans un pays traditionnellement au plein emploi (figure 11).

---

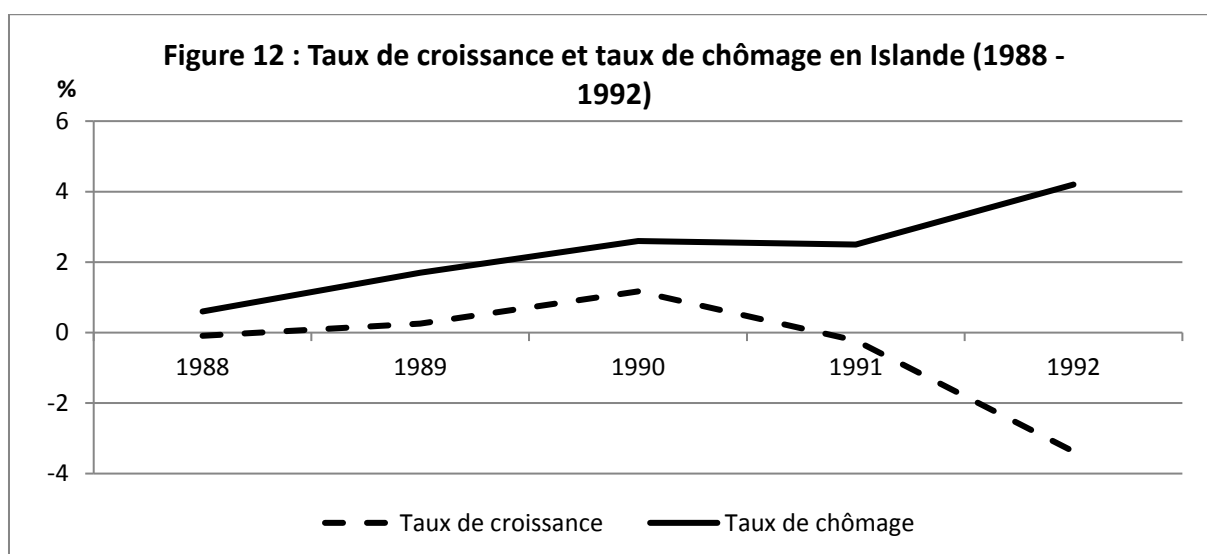
<sup>190</sup> Le gouvernement arrive à négocier rapidement un gel total des salaires s'étendant jusqu'au mois de février 1989. Un accord obtenu en mai 1989 sur l'évolution future des salaires entraîne une nouvelle déflation salariale. Enfin, le « Pacte National » de 1990 posera des bases pour pérenniser la modération salariale (*cf infra*).

<sup>191</sup> Dès décembre 1989, la politique de fixité du taux de change est remise en place, celui-ci se voyant aligné sur un panier de 17 devises, pondéré en fonction du commerce extérieur de l'Islande (*trade weighted basket*). Une fluctuation de l'ordre de +/- 2.25% était prévue en cas de nécessité d'ajustement léger mais elle ne fut pas utilisée. Pour M. Gudmundsson, Pétursson et Sighvatsson (2000, p. 10), cette rigidité ne reflète pas le degré d'engagement à maintenir stable le taux de change mais plutôt l'absence d'un marché des changes domestiques suffisamment développé : « *Without a functioning inter-bank market for foreign exchange, changes within the formal fluctuation limits would lack credibility and any depreciation be interpreted as a permanent devaluation and hence have larger impact on the domestic price level than a transitory market-driven change in the exchange rate* ».



*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Fonds Monétaire International*

L’ancrage durable du taux de change parachève la crise du mode de régulation qui prévalait jusque-là, c’est-à-dire que « les mécanismes associés au mode de régulation en vigueur se révèlent incapables de renverser les enchainements conjoncturels défavorables, alors même que, initialement tout au moins, le régime d’accumulation est viable » (Boyer, 2015, p. 82). Dans le même temps, de sérieux doutes commencent à émerger sur la viabilité du régime de croissance fondé sur les pêcheries, et la crise du mode de régulation (à partir de 1983) va dégénérer en crise du régime de croissance (à partir de 1989). L’effondrement de la croissance et la hausse du chômage attestent de l’épuisement de ce mode de développement (figure 10).



*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Fonds Monétaire International*

La décennie 1990 sera celle d'un renouvellement profond du mode de développement, c'est-à-dire à la fois du régime de croissance et du mode de régulation qui le soutient, dans le cadre du tournant libéral islandais. Les réformes menées au début des années 1990 visent à créer les conditions du désengagement de l'État dans l'économie, pour favoriser un recours plus large à une régulation par le marché libre et les mécanismes de la concurrence. En parallèle, les linéaments du modèle de croissance à long terme se voient modifiés par une nouvelle stratégie de spécialisation. Dans ce double mouvement, c'est un nouveau mode de développement qui émerge. Le tableau 12 résume les caractéristiques principales du mode de développement islandais entre 1961 et 1991 et décrit les formes institutionnelles qui y sont associées.

**Tableau 12 : Caractérisation du mode de développement islandais entre 1961 et 1991**

Période	1961 – 1991
Régime de croissance	Tiré par les exportations (extensif)
Mode de régulation	Régulation administrée
Forme du rapport monétaire	Contrôle du crédit, des taux d'intérêt et des mouvements de capitaux.  Politique monétaire donnant la priorité à l'objectif de plein emploi
Forme du rapport salarial	Indexation des salaires et corporatisme sectoriel
Forme d'adhésion au régime international	Protection du marché intérieur, recours systématique aux ajustements de change et extensions des eaux territoriales
Forme de la concurrence	Petites unités productives, prégnance du mouvement des coopératives
Forme de l'État	Interventionnisme fort

## **2. Le tournant libéral des années 1990 et la redéfinition du mode de développement islandais**

### **2.1. Un mode de régulation fondé sur les mécanismes de marché**

#### ***2.1.1. Le contexte politique national et international***

Le régime de croissance fondé sur les exportations des produits tirés de la pêche avait bénéficié du contexte international de la Guerre froide, tout particulièrement dans les conflits islando-britanniques connus sous le nom des Guerres de la morue. Au moment où le mode de régulation et le régime de croissance sont entrés en crise, c'est-à-dire à la fin des années 1980 et au début des années 1990, l'évolution du contexte international va à nouveau être structurante dans l'émergence du nouveau mode de développement. Les années 1980 sont caractérisées sur le plan international par l'affaiblissement progressif du bloc soviétique vis-à-vis de son rival américain. La chute du mur en 1989 puis la dislocation de l'URSS, entamée en 1990 et achevée en 1991, bouleversent l'équilibre des puissances à l'échelle mondiale. Avec Reagan et Thatcher, c'est un virage néolibéral qui s'opère progressivement à partir des années 1980, virage qui peut être analysé comme une tentative de réinstauration d'une régulation concurrentielle du capitalisme, au terme de la période de régulation administrée qui avait caractérisé les années 1950-1980. Autrement dit, sur le plan international, l'antagonisme entre systèmes socialistes et capitalistes s'amenuise à la fin des années 1980, et c'est un capitalisme dans lequel l'État se désengage de l'économie qui se profile dans la plupart des pays occidentaux.

Historiquement, le capitalisme islandais était dominé sur le plan économique par un groupe de quatorze familles, connu sous le nom d'Octopus (Wade, Sigurgeirsdóttir, 2010, p. 10), très proche des réseaux politiques, notamment du parti principal qu'est le PI. Ce parti de centre droit était dominé depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale par une ligne politique « libérale-sociale », favorable au capitalisme certes, mais protectionniste, nationaliste et laissant une place à l'État-providence. Certains observateurs parlent d'une division interne au PI entre cette première frange, constituée de « tenants de l'économie sociale de marché », et des « libéraux purs et durs » (Mer, 1994, p. 44). Ces derniers se renforcent dans les années 1970, avec l'affirmation progressive d'une frange « libérale-orthodoxe », regroupée autour du Locomotive Group (*Eimreiðarhópurinn*). Avec le Locomotive Group, c'est une nouvelle

élite politique, plus jeune et plus internationalisée, qui est en train de naître. Cette nouvelle tendance au sein du PI rejette, du moins dans le discours, le clientélisme qui caractérise jusqu'alors les liens entre élites économiques et politiques ; elle souhaite faire du PI un parti « programmatique », c'est-à-dire porté par une idéologie, qui soit ouvertement orienté vers le néolibéralisme (Mjøset, 2011). Pour autant, les néolibéraux du PI conservent des liens privilégiés avec l'Octopus sur le plan économique (Bergmann, 2014). Initialement, le Locomotive Group renvoie à un groupe d'étudiants, inscrits notamment en droit et en gestion d'entreprises, qui publient un petit journal et cherchent à diffuser les thèses libre-échangistes à partir de 1972. En 1979, le groupe publie un livre intitulé *The Revolt of Neoliberalism (Uppreisn frjálshyggjunnar)*, contenant des essais rédigés par des membres qui deviendront des membres éminents du PI (Ólafsson, 2016, p. 61). Kjartan Gunnarsson, jeune avocat et éditeur de l'ouvrage en question, deviendra l'année suivante (en 1980), le directeur exécutif du PI, et conservera ce poste jusqu'en 2006. Hannes Hólmsteinn Gissurarson, alors étudiant, est l'un des auteurs de l'ouvrage. Il deviendra par la suite l'un des fondateurs de l'*Oxford Hayek Society*, puis un membre du directoire de la Société du Mont Pèlerin. Devenu professeur de théorie politique à l'Université d'Islande, Gissurarson incarne les fondations idéologiques du Locomotive Group.

Au-delà de la diffusion des idées néolibérales<sup>192</sup>, le groupe cherche dès les années 1980 à influencer la ligne du PI. Dans le contexte de fort ralentissement de la croissance et de montée du chômage à la fin des années 1980 et au début des années 1990, le Locomotive Group va se présenter comme la force politique modernisatrice, à même de faire prendre à l'Islande le virage néolibéral. Cette nouvelle tendance interne au PI va évincer la branche clientéliste-populiste, notamment Albert Gudmundsson, figure historique du PI. Ce dernier formera le Parti des Citoyens (*Borgaraflokkurinn*) en 1987 (Jakobsson, Halfdanarson, 2016, p. 93). Sur le plan politique, c'est le nom de David Oddsson qui, au sein du Locomotive Group, va retenir le plus notre attention. Juriste de formation, il devient maire de la capitale entre 1982 et 1991 sous la bannière du PI. Il prend la présidence du parti en mars 1991, alors en compétition avec Thorsteinn Palsson (un autre membre du Locomotive Group<sup>193</sup>), et restera à sa tête jusqu'en

---

<sup>192</sup> « *During the 1980s the Icelandic neoliberals worked hard to increase the influence of neoliberal ideas, with publications of articles, books and journals and by importing most of the leading world authorities of neoliberalism for lecturing, including Friedrich von Hayek, Milton Friedman, James Buchanan and ending with Arthur Laffer* » (Ólafsson, 2011, p. 24).

<sup>193</sup> Il est d'ailleurs intéressant de noter que Gissurarson, lui-même membre, considère dans une conférence de 2013 que le Locomotiv Group était « an innocent luncheon group, not a power elite ». Il affirme également que

2005. Un mois et demi après avoir pris le contrôle du parti, il accède au poste de Premier Ministre d'Islande à la suite des élections d'avril 1991.

C'est donc autour du PI et dans une idéologie néolibérale assumée que va se dessiner le nouveau mode de développement à partir de 1991. David Oddsson restera aux commandes du pays jusqu'en 2004, à la tête de quatre coalitions successives, d'abord avec les Sociaux-Démocrates (1991 – 1995) puis avec le Parti du Progrès (1995 – 2004). En quittant le poste de Premier Ministre en 2004, son Ministre des Affaires Etrangères (Halldor Asgrimsson) lui succède, puis cèdera lui-même le poste en 2006 au Ministre des Finances (en place depuis 1998), Geir Haarde, « protégé » de David Oddsson au sein du Locomotive Group (Wade, Sigurgeirsdóttir, 2010, p. 12). Celui-ci restera au pouvoir jusqu'en janvier 2009, moment où il sera poussé à la démission à la suite de la crise bancaire traversée par l'Islande<sup>194</sup>. Ces éléments de contexte intérieur visent à insister sur la forte continuité qui a prévalu dans la politique économique islandaise à partir de 1991, et ce jusqu'à l'éclatement bancaire de 2008. Au cours de cette période, le mode de développement va être profondément restructuré. En premier lieu, ce sont les mécanismes de régulation qui vont être modifiés dans la décennie 1990, pendant que sont posés les jalons d'un nouveau régime d'accumulation tiré par la finance qui ne s'exprima pleinement qu'au début du nouveau millénaire.

### ***2.1.2. Le passage à une régulation concurrentielle***

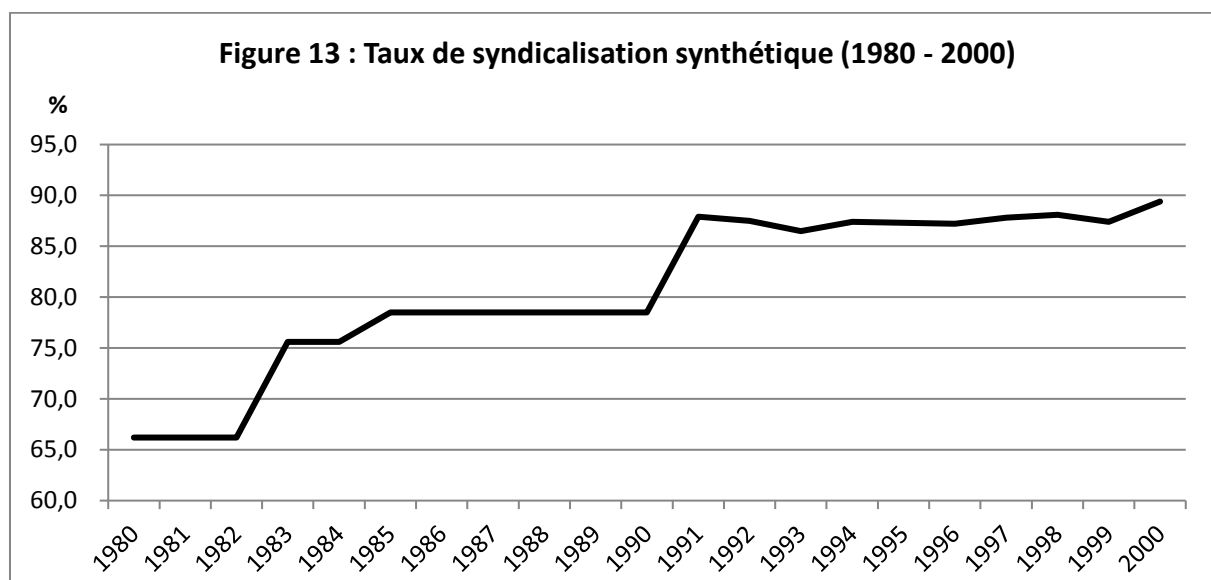
La crise du mode de développement que connaît l'Islande à la fin des années 1980 va déboucher en premier lieu, dans le cadre du processus de désinflation lui-même, sur la signature, en février 1990, d'un accord concernant le marché du travail. Accord que certains considèrent comme révolutionnaire (Andersen, M. Gudmundsson, 1998, p. 15 ; Pétursson, 2002, p. 21). Ólafsson, (2011a, p. 18) évoque un « pacte social révolutionnaire contre l'inflation », et l'on se réfère en général à ce pacte sous le nom de *Pjóðarsáttin*, littéralement « Pacte National » (Bergmann, 2014, p. 43). L'engagement consistait à limiter la hausse des salaires à un total de 10.5% sur une période d'un an et demi ; en d'autres termes, il s'agissait de négocier une hausse des salaires qui n'excède pas 7% par an dans un pays où le taux

---

l'opposition entre Oddsson et Pálsson indique que le groupe était varié et atteste du caractère « innocent », « idéaliste » (sic) de celui-ci. Il y aurait pourtant lieu de penser qu'une telle configuration (Oddsson VS Pálsson) ne laisse, en 1991, d'autre option que de mettre à la tête du PI un membre du Locomotiv Group.

<sup>194</sup> Après avoir quitté le poste de chef du gouvernement en 2004, David Oddsson devient quant à lui Gouverneur de la Banque Centrale d'Islande en 2005, jusqu'à ce qu'il soit à son tour contraint de démissionner en février 2009.

d'inflation annuel était alors aux alentours de 20%. Malgré un taux de syndicalisation élevé (figure 13) et des conséquences fortes en matière de chômage ainsi que de salaires réels, le « Pacte National » permit de réduire les tensions inflationnistes sur le long terme, en brisant brutalement la spirale entre inflation et salaires nominaux.



Source : Auteur. Données : Organisation de Coopération et de Développement Economique<sup>195</sup>

La faible inflation de la décennie 1990 doit beaucoup à l'implication des syndicats dans le programme de stabilisation monétaire, qui ont concédé des baisses de salaires réels. La Fédération Islandaise du Travail (ASI), représentant les travailleurs, et la Fédération Islandaise des Industries (SI), représentant le patronat, négocièrent à partir de la crise de 1988, renouvelant le syndicalisme islandais et modifiant durablement la stratégie de l'ASI. Les syndicats islandais sont historiquement actifs et combatifs en comparaison à leurs voisins nordiques. Macheda (2012, p. 445) montre par exemple qu'en Islande le nombre annuel de jours de grève pour 1000 employés était en moyenne de 1310 entre 1960 et 1979. Ceci est près de cinquante fois plus élevé qu'en Suède, plus de vingt-cinq fois plus élevé qu'en Norvège ou encore presque huit fois plus élevé qu'au Danemark (sur la même période). Le syndicalisme islandais s'appuyait alors sur un corporatisme sectoriel (B. Thorhallsson, 2010, p. 379)<sup>196</sup>, mais c'est progressivement un système néo-corporatiste, c'est-à-dire fondé sur des négociations tripartites nationales,

<sup>195</sup> Série reconstruite en croisant données administratives et données d'enquête.

<sup>196</sup> « In the 1990s, when the IP started to implement its neo-liberal policies, it kept agrarian and fisheries interest intact by means of a sectoral corporatist structure [...]. Sectoral corporatism continued to flourish, but there was less tension in the labour market because of greater cooperation between the main labour federations and employer's associations » (B. Thorhallsson, 2010, p. 379).



centralisées, entre « partenaires sociaux », qui va émerger, réduisant fortement le nombre de jours de grève à partir de 1990 (Magone, 2019).

« Following the crisis in 1988, it now became possible for ASI to deter individual unions and federations from pursuing militant wage strategies, convincing them that it was more convenient to move from a zero-sum type of conflict to a positive-sum type, where both parties could expect to gain from cooperation to increase economic growth » (Macheda, 2012, p. 448).

Le premier gouvernement Oddsson (1991 – 1995) repose sur une coalition entre PI et PSD. Les liens clientélistes entre le PSD et les syndicats de pêcheurs (Mjøset, 2011) vont permettre à la coalition gouvernementale de modifier profondément le système de retraite. Ce faisant, c'est la nature même du syndicalisme islandais et ses fonctions sociales qui vont muter. Le nouveau système de retraite qui émerge est construit sur le modèle anglo-saxon de la retraite par capitalisation, au travers de fonds de pension. Les représentants des travailleurs passent alors d'une logique de combat à une logique de cogestion.

« Since the unions and employers' federations nominated board members of their individual pension funds the leadership of the unions became quite involved in the operations of the funds. [...] Thus union leaders to some extent gradually became investment agents [...] and even common members of unions, who increasingly perceive themselves as stakeholders in the market and business environment » (Ólafsson, 2011a, pp. 18-19)

La réduction de la conflictualité sociale engendrée par le néo-corporatisme syndical et le contexte de faible inflation qu'il permet au cours des années 1990 pose, en retour, les conditions nécessaires au développement des marchés de capitaux, jusque là quasiment inexistants. Les fonds de pensions cogérés par les syndicats vont alimenter la première vague de développement des marchés financiers en Islande, en créant une forte demande d'actifs et de services financiers (Eggertson, Herbertsson, 2005, p. 18). D'une part les actifs des fonds de pensions augmentent quantitativement : représentant moins de 20% du PIB au début des années 1980<sup>197</sup>, les actifs des fonds de pension connaissent une hausse rapide et représentent plus de

---

<sup>197</sup> En réalité les fonds de pension avaient été créés dans les années 1960 (déjà dans le cadre d'une coalition PI/PSD), mais n'étaient vus que comme des compléments au système de retraite public. La décennie 1990 marque le début de la généralisation de ce système.

80% du PIB au début du nouveau millénaire. D'autre part, la nature des actifs évolue. Nulle avant 1993, la part des actions dans les actifs des fonds de pension passe à presque 30% en 2000 (B.R. Gudmundsson, 2015, p. 8).

Ces changements drastiques sur le plan de la régulation du marché du travail et de la financiarisation du système de retraite, qui marquent l'entrée dans le tournant néolibéral, vont être accompagnés par une évolution de l'organisation du secteur économique principal : celui des pêcheries. Le passage à un mode de régulation concurrentiel dans ce secteur appelle la mise en place d'un système de droits de propriété privés et transférables. Ici aussi, les liens clientélistes entre le PSD et les syndicats de pêcheurs ont été un atout majeur pour faire accepter les réformes (Macheda, 2012, p. 451). La nouvelle élite du PI va être très active pour mettre en place un système de droits de propriété transférables dans le secteur des pêcheries.

« This was perfectly in line with neoliberal economic imaginary of breaking the boom-and-bust nature of the fisheries cycle by engineering productive efficiency in the fisheries sector through market mechanisms » (Bergmann, 2014, p. 42)

Dès son arrivée au pouvoir, le gouvernement Oddsson mettra en place le *Fisheries Management Act*, qui instaure un système de quotas individuels transférables (QIT). Un tel système avait déjà été mis en place en 1984, mais les quotas n'étaient pas (ou difficilement) transférables. D'autre part, ce premier système de quotas s'est avéré inadapté car il n'incluait pas les petits bateaux et autorisait la pratique de la pêche à l'effort. Dans ce nouveau système, le Ministère des Pêcheries détermine pour chaque année, en collaboration avec l'Institut de Recherche Marine, un Total Admissible de Captures (TAC). Le TAC se répartit ensuite en QIT alloués à chaque navire en fonction des prises réalisées l'année précédente. Les quotas ainsi alloués peuvent ensuite s'échanger librement entre les différents acteurs du secteur<sup>198</sup>. L'idée est de permettre une dynamique de concentration du secteur des pêcheries, dans laquelle les unités les plus efficaces rachètent les droits des unités les moins efficaces (Mongruel, Pálsson, 2004, p. 30)<sup>199</sup>.

---

<sup>198</sup> Un système de QIT similaire est mis en place à partir de 1992 pour le secteur agricole.

<sup>199</sup> Les auteurs listent cependant les inconvénients des systèmes de QIT, notamment le mode de définition des droits individuels en fonction du quota global et son évolution, l'équité du système d'allocation initiale des droits et le respect des quotas (particulièrement problématique dans le cadre des pêches multispécifiques).

« That meant in effect that the operation of the fishing sector had become significantly more marketized and in effect the fishing grounds can be said to have been privatized, since transferable quotas were defined as property rights could be bought and sold, and also used as collateral for loans » (Ólafsson, 2011a, pp. 17-18)

Ces changements sur le marché du travail et dans la logique de fonctionnement du secteur des pêcheries peuvent être vus comme ayant pour résultat de créer un compromis *de facto* entre des groupes sociaux aux intérêts initialement divergents. Qu'il s'agisse d'un employé ayant sa retraite dans un fonds de pension ou d'un pêcheur indépendant devant acquérir des droits, ces réformes ont pour conséquence de financiariser l'ensemble des groupes sociaux. Par ailleurs, les coordonnées de l'opposition traditionnelle capital/travail sont durablement modifiées par cette dynamique de financiarisation : des groupes sociaux aux intérêts initialement opposés vont alors converger vers un compromis politique favorable à une faible inflation et à de forts rendements du capital. Ainsi, le dernier aspect du nouveau mode de régulation qu'il convient de mentionner avant de traiter de la rénovation du régime de croissance est l'évolution de la politique monétaire et du statut de la banque centrale.

### ***2.1.3. Indépendance de la banque centrale et évolution de la politique monétaire***

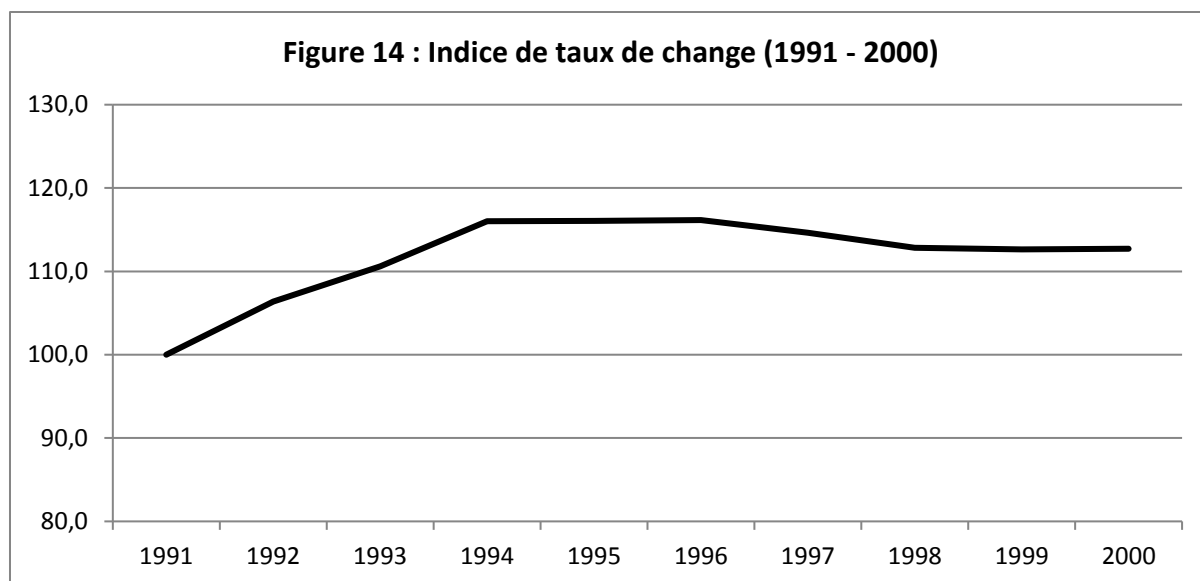
Le processus de désinflation mené de 1983 à 1991 a été marqué par un recours à la modération salariale et un ancrage du taux de change. Cependant, la dévaluation de la livre à la fin de l'année 1992<sup>200</sup>, suivie par d'autres pays européens, va provoquer un choc des termes de l'échange, c'est-à-dire une réévaluation du change islandais en termes réels. La couronne va alors se voir dévaluée de 6% en 1992. Une seconde dévaluation eut lieu en 1993 (7,8%), qui avait quant à elle vocation à faire face à une baisse des recettes d'exportations<sup>201</sup>. En dehors de ces deux dévaluations, on observe une relative stabilité du taux de change de la couronne islandaise sur toute la décennie (figure 14). Par ailleurs, la question de la stabilité des changes est à mettre en lien avec la libéralisation progressive des mouvements de capitaux, jusque-là

---

<sup>200</sup> Bien que la livre ne représente que 10% du nouveau panier de devises qui servait d'ancrage à la couronne, environ 25% des exportations islandaises étaient alors dirigées vers la Grande-Bretagne. Les autorités redéfinissent alors le panier de devises sur lequel l'ancrage du taux de change est réalisé. Ce panier avait été redéfini plus tôt en 1992, donnant un poids prépondérant à l'ECU, mais le choc de 1992 a amené les autorités à revenir à un panier de devises pondéré en fonction de la réalité du commerce extérieur de l'Islande.

<sup>201</sup> Sur ce cas précis, on constate que malgré la volonté d'ancrer le taux de change, celui-ci demeure une variable d'ajustement macroéconomique pour résorber les chocs extérieurs.

fermement contrôlés. La libéralisation des mouvements de capitaux, initiée en 1991 et achevée en 1995 pour mettre l'Islande en phase avec les exigences de l'Espace Economique Européen (EEE), peut créer des variations soudaines et parfois colossales du taux de change. Du fait de ce risque, la banque centrale fera passer la bande de fluctuations du change de +/-2.25% à +/- 6% en septembre 1995.



Source : Auteur. Données : Banque Centrale d'Islande<sup>202</sup>

La politique monétaire reposait depuis la période de désinflation sur un ancrage fort du taux de change qui faisait office d'objectif intermédiaire pour contenir l'inflation. Une fois rendu crédible cet ancrage du taux de change sur une décennie (1991-2001), le mandat de la banque centrale est revu en 2001. L'entrée en vigueur en mai 2001 de l'*Act on the Central Bank of Iceland*<sup>203</sup> redéfinit le mandat de la banque centrale et celle-ci obtient une indépendance opérationnelle pour le satisfaire. Ce nouveau mandat consiste à passer à une politique de ciblage d'inflation par les taux d'intérêt<sup>204</sup>. L'objectif d'inflation est fixé à 2.5% par an et devient explicitement l'objectif prioritaire de la politique monétaire dans le cadre d'un mandat hiérarchique<sup>205</sup>, contrairement au mandat dual qui prévalait jusqu'alors. À partir de 2001, la détermination du taux de change de la couronne islandaise vis-à-vis des autres devises est

<sup>202</sup> Il s'agit là du *trade-weighted index* en moyenne annuelle.

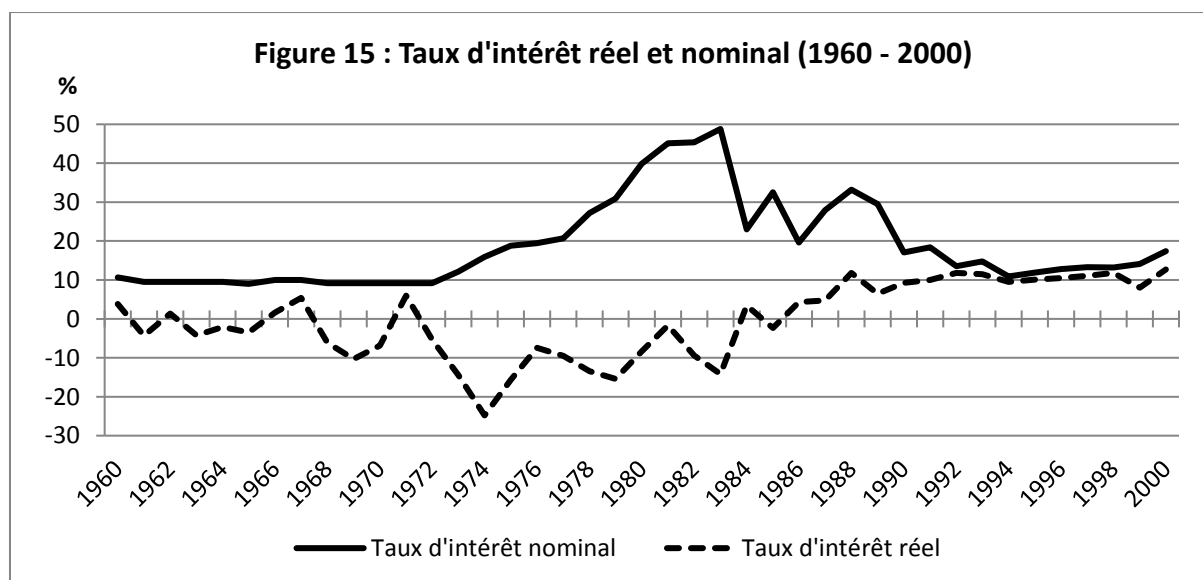
<sup>203</sup> [https://www.cb.is/library/Skraarsafn--EN/Central-Bank/Central\\_Bank\\_Act.pdf](https://www.cb.is/library/Skraarsafn--EN/Central-Bank/Central_Bank_Act.pdf)

<sup>204</sup> « The interest rate that has the strongest effect on short-term market rates and is therefore considered the Central Bank's key rate may change from time to time. Prior to the financial crisis of autumn 2008, the Bank's key rate was the rate on its collateralised loans to financial institutions » <https://www.cb.is/other/key-interest-rates/>

<sup>205</sup> <https://www.cb.is/about-the-bank/central-bank-of-iceland/laws-and-rules/>

laissée au marché, dans un cadre où les mouvements de capitaux sont libéralisés. La BCI reste en capacité d'œuvrer sur le marché des changes, mais elle ne fixe plus quotidiennement les taux de change. De plus, une éventuelle intervention sur les taux de change doit rester compatible avec l'objectif principal de stabilité des prix et être soumise à l'accord du préalable du Premier Ministre. Le principal outil de la politique monétaire devient la variation des taux d'intérêt directs. Cependant, nous allons voir que cette politique de taux tranche assez radicalement avec les pratiques « traditionnelles » de l'Islande en la matière.

Historiquement, le système bancaire était constitué de grandes banques publiques, fortement régulées et dont les dirigeants étaient en liens étroits avec les partis politiques (Danielsson, Zoega, 2009, p. 3). Les principaux partis politiques étaient également représentés parmi les gouverneurs de la BCI. Dans ce contexte, et jusqu'à la fin des années 1980, les taux d'intérêt nominaux étaient fixés par la BCI et maintenus à des niveaux réels négatifs (figure 15), tandis que les banques publiques contrôlaient l'orientation des crédits. C'est en 1987, avec la signature de l'*Interest Rate Act* que les banques obtiennent le droit de fixer librement leurs taux d'intérêt. Ici encore la régulation du système de crédit passe d'une logique administrée à une logique concurrentielle, régie par le marché.



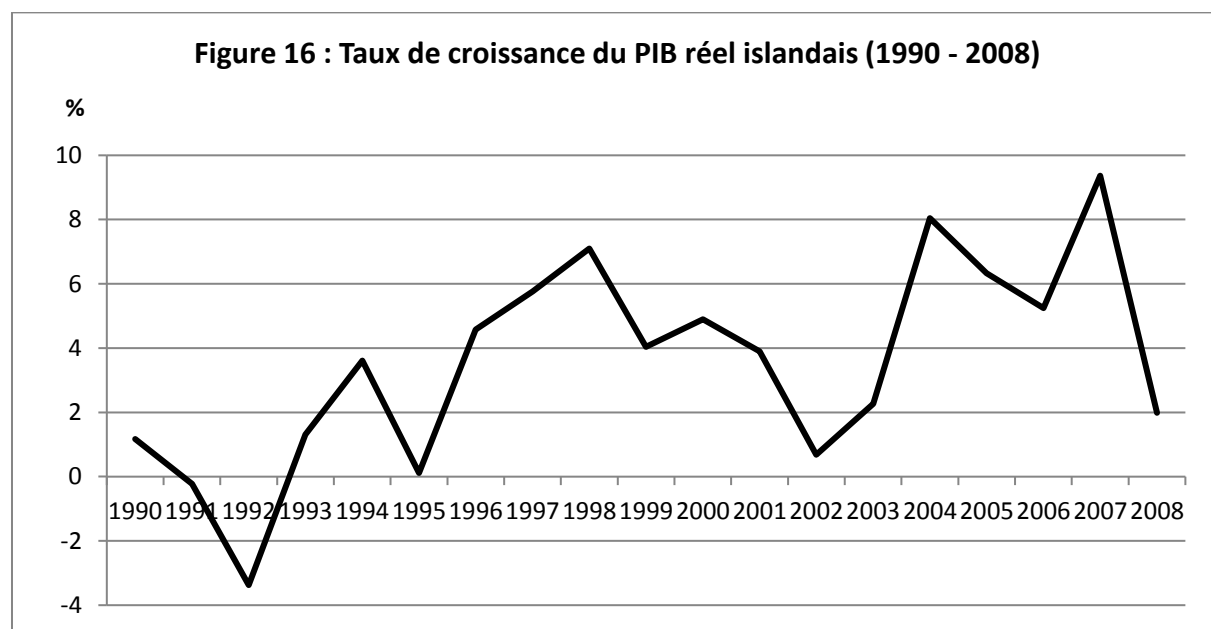
*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

Une fois les taux libéralisés, la BCI n'est pas encore en mesure d'avoir une influence sur le niveau des taux d'intérêt. Pour ce faire, il est nécessaire de développer un marché monétaire en Islande. C'est à cette fin que les autorisations de découvert du Trésor à la BCI

prirent fin en 1992, suivis par les prêts automatiques au Trésor en 1994. Les autorités monétaires se réservèrent tout de même la possibilité de financer le Trésor à un taux inférieur au taux de marché, précisément en vue d’avoir une influence sur les taux d’intérêts nominaux. À la fin de la décennie 1990, la BCI s’est donc dotée des moyens d’avoir une politique de taux, ce qui une décennie plus tôt n’aurait pas été envisageable. C’est dans le sillon de cette dynamique que le changement de mandat de 2001 est rendu possible (M. Gudmundsson, Y.Ö. Kristinsson, 1997, p. 70). L’évolution du régime monétaire islandais au cours de la décennie 1990, parachevée par le changement de mandat en 2001, matérialise le compromis pour le passage à un régime de faible inflation, de stabilité du change et de taux d’intérêts réels positifs ; c’est aussi un moyen de créer un cadre attractif pour les épargnants étrangers.

## **2.2. Un régime de croissance en mutation (1993 – 2002)**

Nous avons cherché à mettre en évidence comment le mode de régulation avait été modifié sous l’effet du tournant libéral. Nous nous intéressons maintenant plus spécifiquement à l’évolution du régime de croissance. On peut distinguer deux cycles de croissance : un premier qui correspond à une période transitoire où l’ancien régime de croissance est rénové (1993 – 2002) et un second où s’exprime pleinement le nouveau régime (2003 – 2008).

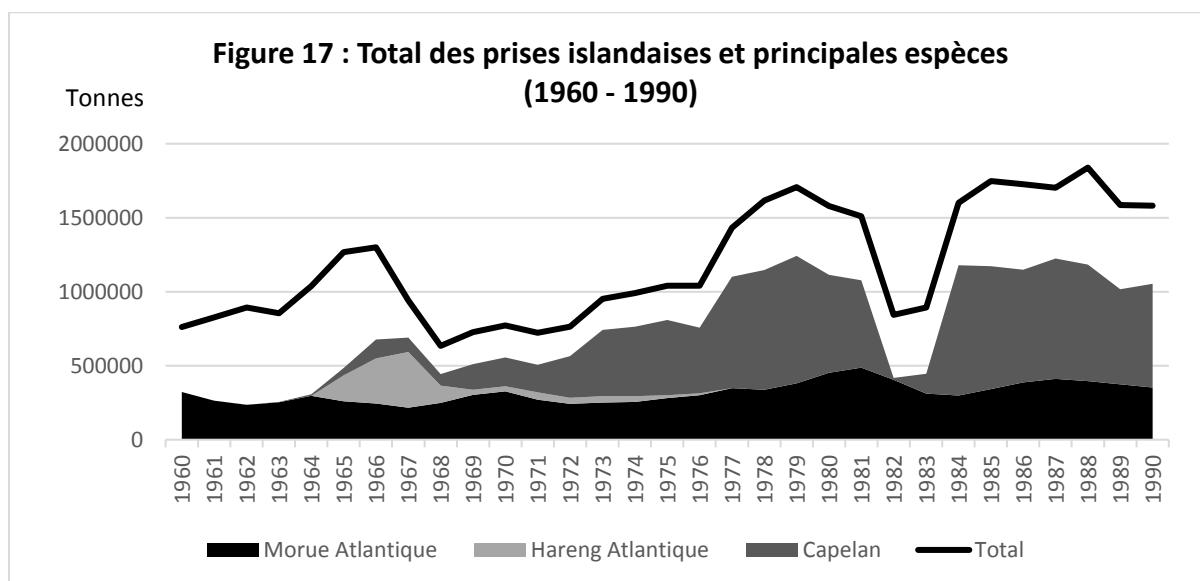


*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale.*

### ***2.2.1. Intensification du régime de croissance tiré par les exportations : les vestiges de l'ancien régime***

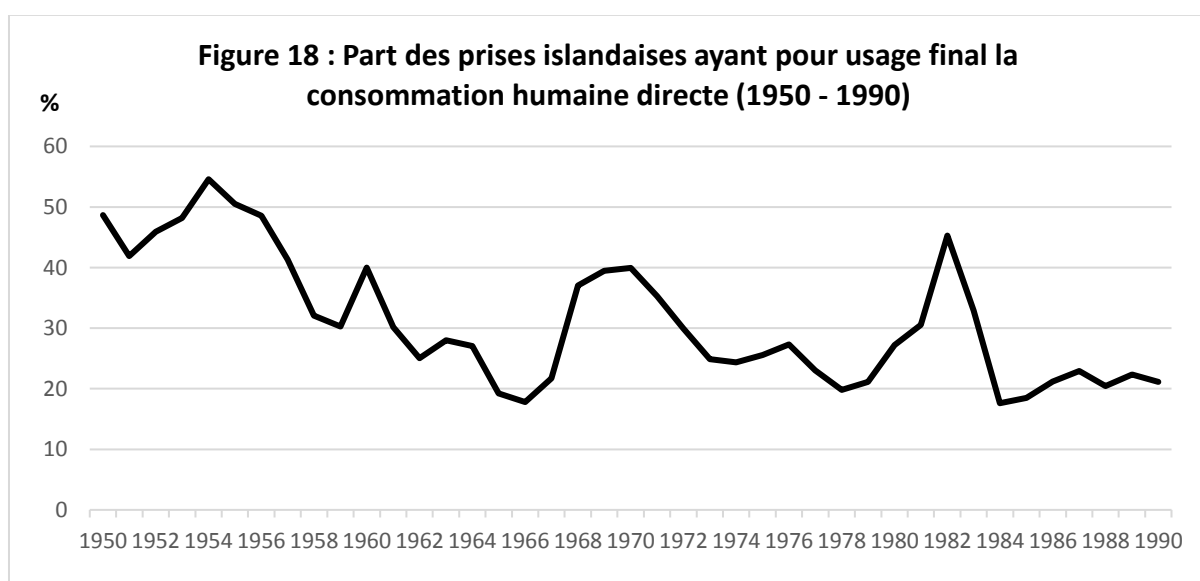
Le premier cycle de croissance (1993-2002) est essentiellement le fruit d'une rénovation de l'ancien régime de croissance. Nous avons qualifié le régime de croissance fondé sur l'exportation des produits de la pêche d'« extensif », au sens où il reposait sur l'extension d'un secteur moteur qui, après avoir surpassé les secteurs anciens, étend sa logique de fonctionnement, sans changement majeur des techniques de production et de la structure productive du pays. À partir de la décennie 1990, le régime de croissance va devenir plus « intensif », au sens de Boyer (2015, p. 64), c'est-à-dire que la croissance ne repose plus uniquement sur l'exportation de ressources halieutiques, mais sur l'exportation de produits nouveaux, dont la production est à mettre en lien avec des évolutions techniques et la rationalisation des méthodes de production. Ce cycle de croissance va reposer sur de forts gains de productivité, mais s'appuie également sur une dynamique de diversification de l'économie entreprise bien plus tôt.

Confrontée aux problématiques classiques des économies dont le dynamisme repose sur l'exportation de ressources naturelles (comme le syndrome hollandais), l'Islande avait entamé diverses stratégies de diversification avant 1990. Antérieures au changement de régime de croissance, ces stratégies de diversification n'altéraient pas la logique profonde du modèle de croissance que nous avons préalablement décrit. La diversification telle qu'elle se dessine avant 1990 se situe sur différents plans. Une diversification que l'on peut qualifier d'« interne » au secteur des pêcheries d'abord, « limitrophe » ensuite, c'est-à-dire qui s'organise autour de la pêche. Enfin, une diversification « externe » au secteur traditionnel des pêcheries. La diversification interne renvoie à la diversification quant aux espèces pêchées et commercialisées. Si les quantités de morue restent relativement stables, leur part dans le total des prises islandaises se réduit au profit d'espèces pélagiques comme le hareng (à partir de 1965), rapidement supplanté par le capelan (figure 17).



*Source : Auteur. Données : Sea Around Us*

La diversification limitrophe renvoie quant à elle au développement d'activités en amont et en aval des pêcheries. En aval notamment, nous pouvons mentionner le fait que le poisson est de moins en moins exporté sous sa forme brute. La figure 18, représentant la part des prises islandaises dont l'usage final est la consommation humaine directe, illustre ce phénomène. Il s'agit de procéder à une forme d'intégration verticale de la filière en ajoutant des étapes de transformation (huiles, farines, conserves...) afin d'augmenter la valeur ajoutée des exportations des produits de la mer. Un secteur manufacturier se développe ainsi à la périphérie du secteur des pêcheries.



*Source : Auteur. Données : Sea Around Us*



La diversification au sein et autour du secteur des pêcheries n'est pas négligeable, mais elle n'est pas le cœur du processus de diversification islandais. Celui-ci s'est construit à partir du développement du secteur énergétique, avec l'objectif d'utiliser l'abondance énergétique pour favoriser le développement du secteur industriel. Le territoire islandais ne recèle aucune énergie fossile mais, étant située sur la ride médio-atlantique, l'Islande bénéficie d'une énergie géothermique considérable. D'autre part, l'hydrologie généreuse (fortes précipitations, glaciers et nombreuses rivières) rend possible une forte production hydro-électrique. Ces deux énergies n'ont cependant été développées en Islande que dans la seconde moitié du XXe siècle<sup>206</sup>.

Les centrales géothermiques ayant un taux de conversion de l'énergie calorifique en énergie électrique assez faible, c'est l'utilisation directe de la chaleur qui est privilégiée (chauffage urbain<sup>207</sup>, horticulture<sup>208</sup>, aquaculture<sup>209</sup>...). Surtout, l'abondance de l'énergie géothermique a été utilisée pour développer des activités relevant du secteur secondaire et gourmandes en énergie. L'énergie géothermique est utilisée pour extraire les ressources de diatomite<sup>210</sup> du lac Mývatn (« lac des mouches ») à proximité de Reykjahlíð<sup>211</sup>. L'extraction de la diatomite, destinée à l'exportation, n'est rentable que grâce à l'accès à la géothermie<sup>212</sup>. Notons également que l'énergie géothermique est utilisée dans l'industrie du séchage, qu'il s'agisse de poisson ou d'algues marines ayant vocation à être utilisées dans des produits pharmaceutiques, comme c'est le cas à Reykhólar par exemple.

Bien davantage encore que pour la géothermie, le développement progressif de l'hydro-électricité en Islande a été pensé et mis en œuvre pour favoriser l'essor de l'industrie et donc la

---

<sup>206</sup> Au XIXe siècle la tourbe représente l'immense majorité de la consommation énergétique, puis on assiste au 20ème siècle à un recours aux importations de charbon et enfin de pétrole.

<sup>207</sup> Biays (1983, p. 117) note qu'« alors que 23% de la population était chauffée par les sources chaudes en 1960, la proportion atteignait 70% en 1980 » (Biays, 1983, p. 117).

<sup>208</sup> De 1.200m<sup>2</sup> de serres alimentées par la géothermie en 1929, l'Islande est passée en 1992 à 163.276m<sup>2</sup> d'après Mer (1994, p. 73)

<sup>209</sup> Ce secteur prend un essor notable à partir du choc de 1982. Les données disponibles commencent en 1984 (161 tonnes) et l'on constate qu'en 1990 la production est déjà passée à 3109 tonnes (+1831% en 6 ans). Calculs de l'auteur à partir des données de Statistics Iceland.

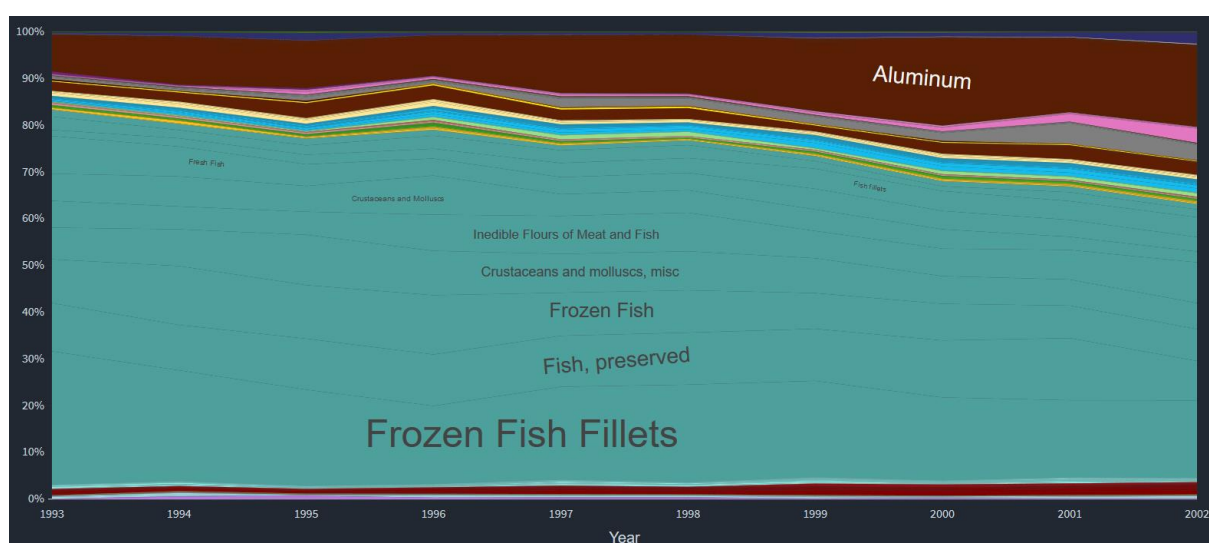
<sup>210</sup> La diatomite est une roche siliceuse, extrêmement poreuse et friable. Elle est formée d'une agrégation de diatomées, qui sont de petites algues unicellulaires, entourée de silice. La diatomite a diverses applications possibles ; elle peut servir comme abrasif, comme matière filtrante, comme insecticide, comme substrat rétenteur d'eau, ou encore pour stabiliser la dynamite.

<sup>211</sup> L'usine a été ouverte en 1967 grâce à des investissements réalisés majoritairement par l'État et en partie par des investisseurs américains (Manville Corporation).

<sup>212</sup> L'extraction procède par dragage du fond du lac ; le sédiment recueilli est par la suite « grossièrement filtré à la sortie du lac [puis] mélangé à de l'eau chaude et acheminé par 3 km de pipeline jusqu'à l'usine » (Bordin, Breuil, 2006, p. 249). Ensuite, la diatomite est récupérée à partir des boues du lac par dessèchement, en utilisant de la vapeur à haute température produite par l'énergie géothermique qui est injectée avec une forte pression.

diversification de l'économie islandaise<sup>213</sup>. Deux grands projets sont à signaler en priorité : d'une part l'usine d'aluminium<sup>214</sup> de Straumsvik et d'autre part l'usine de ferro-silicium sur la côte Ouest de l'Islande. Pour ce qui est de l'usine d'aluminium, celle-ci entre en activité en 1969 et est la plus grande unité industrielle de l'île, tandis que la production de l'usine de ferro-silicium prend son grand départ 10 ans plus tard<sup>215</sup>. Ainsi, au début des années 1990, l'Islande dispose d'une production plus diversifiée<sup>216</sup>, bien que toujours orientée vers l'exportation et toujours centrée sur les ressources halieutiques (figure 19).

**Figure 19 : Composition des exportations de marchandises islandaises (1993 – 2002)**



*Source : Observatory of Economic Complexity*

Dans ces conditions, l'économie islandaise va connaître une forte croissance de la productivité (tableau 13), ce qui atteste d'une intensification du régime de croissance tiré par les exportations entre 1993 et 2002. Le second cycle de croissance qui s'enclenchera entre 2003

<sup>213</sup> Nous pouvons aussi signaler le développement dans les années 1950 d'une cimenterie à Akranes dont la matière première provient des débris coquilliers du golf de Faxaflói et dont la production couvre la totalité des besoins intérieurs (Biays, 1983, p. 118 ; Bordin, Breuil, 2006, p. 249). Enfin, signalons brièvement, pour clôturer ce recensement des industries à haute intensité énergétique, la fabrique d'engrais de Gufunes lancée en 1952 (A. Picard, 1959, p. 160).

<sup>214</sup> Notons que l'alumine (matière première) est importée (d'Australie en général).

<sup>215</sup> Notons que ces deux projets ont posé la question épineuse des investissements étrangers en Islande : dans les deux cas, les usines ont été construites dans le cadre de partenariats avec des multinationales étrangères : Alusuisse pour l'usine d'aluminium et Elkem (groupe norvégien remplacé ensuite par Sumitomo, un groupe japonais) pour l'usine de ferro-silicium.

<sup>216</sup> Enfin, il est à noter que se développe une économie tertiaire en Islande, notamment à partir des années 1980. Si l'on regarde la part dans l'emploi des différents services, on observe une croissance soutenue de l'emploi dans la santé et les services sociaux. Entre 1970 et 1990 la part de la main d'œuvre employée dans ce secteur passe de 5.1% à 10.9%. Une évolution similaire est observable pour l'éducation (3.9% à 6%) et le secteur financier (4% à 8.1%). CBI (2016, p. 85).

et 2008 correspond au nouveau régime dans lequel le secteur financier est le moteur de l'accumulation, mais nous pouvons dès maintenant signaler qu'il s'accompagne d'une très forte hausse de la productivité. Pour être mis en place et s'exprimer pleinement, ce nouveau régime d'accumulation nécessite que les institutions bancaires existantes changent de forme pour pouvoir soutenir le développement de la finance islandaise.

**Tableau 13 : Evolution du rythme des gains de productivité en Islande (1983 – 2008)**

Période	Taux de croissance annuel moyen de la productivité
1983 – 1992	1,335%
1993 – 2002	2,333%
2003 - 2008	3,742%

*Source : Auteur. Données : Organisation de Coopération et de Développement Economique*

### **2.2.2. Concentration et privatisation du secteur bancaire : au fondement du nouveau régime de croissance**

A partir de la fin des années 1980 est amorcée une dynamique de concentration, puis de privatisation du secteur bancaire islandais. Cette dynamique est concomitante avec le processus de libéralisation des taux d'intérêt et est motivée par la volonté de mettre en place un système financier moderne, détaché des pressions politiques pour faciliter la croissance de l'économie. De plus, ce processus de libéralisation est pensé par les dirigeants du pays comme un facteur de diversification de l'économie. La libéralisation du système bancaire et financier est ainsi perçue comme l'occasion de faire de la finance le nouveau moteur de la croissance économique de l'île. C'est notamment la perspective du Premier Ministre Oddsson qui, dans un entretien au Financial Times, affirme vouloir « émuler le Luxembourg ou la Suisse » et faire de l'Islande un centre financier international<sup>217</sup>.

« Around the turn of the century the idea surfaced that banking could become the third pillar of the economy, the first two being fishing and energy-intensive industries » (Benediktsdottir, Danielsson, Zoega, 2011, p. 188).

<sup>217</sup> « Iceland warms to offshore banking: PM wants country to emulate Luxembourg and Switzerland », Entretien avec Tim Burt, *Financial Times*. Apr 7, 1998.

A l'origine, le secteur bancaire était structuré autour de sept banques commerciales dont trois étaient publiques (Banque nationale, Banque des pêcheries, Banque de l'agriculture) et quatre privées (Banque de l'industrie, Banque du commerce, Banque du peuple et Banque des coopératives). La Banque des coopératives (initialement privée), est rachetée par la Banque nationale (*Landsbanki*) en 1991. La Banque de l'agriculture demeure publique et ne fusionne avec aucune autre entité. En Islande elle est connue sous le nom de *Bunadarbanki*. Les trois autres banques privées fusionnent en 1990 et s'associent pour racheter à l'État ses participations dans la Banque des pêcheries. Ces quatre banques, une fois réunies en une seule entité, deviendront la Banque d'Islande (*Islandsbanki*). Islandsbanki est alors la seule banque privée du pays et fusionnera en 2000 avec la FBA<sup>218</sup> (*Fjárfestingabanki atvinnulífsins*- Icelandic Investment Bank).

« [The] initial privatization marked the start of the friction between the new business elite and the IP establishment, which was to heighten in the coming years with growing mutual distrust. Against the will of the government, young Jón Ásgeir Jóhannesson, who was to lead retail conglomerate Baugur Group, was, together with a collection of young investors, able to gain control of the investment bank FBA. The Prime Minister openly voiced his fury over novice investors gaining control of the bank » (Bergmann, 2014, p. 78).

Islandsbanki deviendra Glitnir<sup>219</sup> en 2006, et en 2007, un partenaire de Jón Ásgeir Jóhannesson, Hannes Smárason, rachète un tiers des actions via une société d'investissement qu'il possède, le FL Group, et dont le Baugur Group a racheté 20% des parts dès 2002. À eux deux, ils contrôlent pleinement la banque.

Nous avons donc au début des années 1990 un secteur bancaire dont la structure a largement évolué. Au lieu de sept, il n'y a plus que trois établissements : Islandsbanki (privée) qui deviendra Glitnir, Landsbanki et Bunadarbanki (publiques). Une fois concentré, le secteur se voit petit à petit privatisé entre 1991 à 2003. Le processus de privatisation des deux banques publiques se fit sous le contrôle du Comité des Privatisations, en charge de choisir les futurs acheteurs. En vue de faire de l'Islande une nouvelle place financière mondiale, et compte tenu

---

<sup>218</sup> Banque d'affaire créée en 1998.

<sup>219</sup> Que l'on peut traduire par « brillant » en vieil islandais. Renvoie ici plus spécifiquement à la maison d'Æsir god Forseti, juge des dieux et des hommes, qui est décrite dans la mythologie comme ayant des plafonds d'argent et des piliers d'or.

de la relative inexpérience des islandais dans le domaine, il est entendu que les banques doivent être vendues à des investisseurs étrangers bénéficiant d'expérience<sup>220</sup>. Il s'agit aussi pour le gouvernement d'empêcher la montée en puissance des outsiders locaux comme Jón Ásgeir Jóhannesson et Hannes Smárason.

Le gouvernement islandais, constitué au début des années 2000 d'une coalition entre le Parti de l'Indépendance et le Parti du Progrès, mandate alors HSBC en vue de trouver des acheteurs pour Landsbanki et en aviser le Comité des Privatisations. HSBC rencontre alors un certain nombre d'acheteurs potentiels, mais des éléments permettent aujourd'hui d'affirmer que le gouvernement a interféré dans le processus pour tirer parti de la privatisation. Nous pouvons mentionner en premier lieu un courrier électronique envoyé par Edward Williams, représentant les intérêts du gouvernement islandais chez HSBC, à Skarphedinn Berg Steinarsson<sup>221</sup>, fonctionnaire du Ministère du commerce et membre du Comité des Privatisations, dans lequel il écrit : « *By defining the criteria and weighting carefully; it is possible to arrive at the 'right' result in selecting the preferred party, whilst having a semi-scientific justification for the decision that will withstand external criteria scrutiny* »<sup>222</sup>.

Un second courrier électronique illustre les pratiques douteuses qui ont rythmé cette privatisation. Ce second courrier met directement en cause le PI : Styrmir Gunnarsson, membre influent du parti y évoque « *the need to get the Landsbanki into the hands of individuals 'on good speaking terms with the IP'* » (voir Ólafsson, 2016, p. 75). Les responsables d'HSBC et des investisseurs islandais se rencontrent à Londres suite à la vente d'une compagnie russe qu'ils possédaient par l'intermédiaire de leur société d'investissement, le Samson Group. Deux de ces hommes d'affaires sont issus d'une famille de l'Octopus : Björgólfur Gudmundsson, membre actif du PI quand il était étudiant et à la fois père et associé du premier milliardaire islandais, Thor Björgólfsson<sup>223</sup> (Blooth, 2014, p. 139). Un troisième associé au sein du Samson

---

<sup>220</sup> David Oddsson a par la suite affirmé devant le Comité Spécial d'Investigation : « *Financial services here were, of course, quite primitive, you see, very primitive, though many have forgotten; so people figured that with privatization, Iceland would have to attract the experience of market players who had been in this business in a free market elsewhere for 200 or 300 years; so many were very excited about that* ». Cité dans Johnsen (2016, p. 38).

<sup>221</sup> Skarphedinn Berg Steinarsson est membre du Baugur Group dirigé par Jón Ásgeir Jóhannesson.

<sup>222</sup> Cité dans Johnsen (2016, p. 39).

<sup>223</sup> Thor Björgólfsson a fait fortune à la chute de l'URSS, notamment dans la production et la vente de boissons gazeuses. Il est décrit comme un capitaliste « tout terrain », menant des activités dans beaucoup de pays et beaucoup de secteurs, comme la téléphonie et l'industrie pharmaceutique. Il accumulera une fortune de plus de trois milliards d'euros, avant d'être ruiné lors de la crise de 2008. Il racontera en 2014 dans un livre intitulé *Billions*

Group est connu sous le nom de Magnús Þorsteinsson. C'est dans ces conditions que le Samson Group, « *considered to be close with the IP leadership* » (Bergmann, 2014, p. 80) prend le contrôle de Landsbanki en 2002, en acquérant 45.8% des parts de la banque<sup>224</sup> (opération financée aux deux tiers par un emprunt auprès de *Bunadarbanki*, encore publique). Les dirigeants du PP, second parti de la coalition cherchent quant à eux à faire en sorte que les acheteurs de Bunadarbanki soient proches de leur parti.

« The privatization of the two major state banks was reportedly a result of a political bargain between the ruling parties. [...] The IP/PP government thus in effect steered the banks into the hands of politically chosen groups of investors with relative inexperience of banking. The groups then formed a temporary alliance to finance the deals through cross-investments » (Bergmann, 2014, p. 80)

La société d'investissement communément appelé S-Group est alors proposée comme acheteur de Bunadarbanki au Comité des Privatisations et le contrat de vente est signé le 16 janvier 2003 dans des conditions au moins aussi douteuses que pour Landsbanki l'année précédente : « *Bunadarbanki was subsequently sold to a group of investors tightly linked to the Progressive Party, with the party's former minister of commerce, the CEO of an insurance company, and a shareholder in S-Group orchestrating the deal* » (Johnsen, 2016, p. 39)

Une fois privatisée, Bunadarbanki va fusionner avec une banque d'affaire du nom de Kaupthing Bank récemment autorisée à opérer en tant que banque commerciale. Kaupthing devient alors la plus grosse banque islandaise. Le secteur bancaire islandais demeurera structuré autour de ces trois établissements bancaires privés jusqu'à la crise de 2008 : Glitnir, Landsbanki et Kaupthing. Se forme autour de cet écosystème une nouvelle élite économique, internationalisée, financiarisée, parfois appelée « neo-Vikings », financiers à la conquête du monde. Cette élite économique<sup>225</sup> est donc assez différente de celle de l'Octopus, qui était centrée sur le territoire national et tirait ses revenus des secteurs traditionnels. En se fondant sur les catégories développées par Ivar Jónsson (2010), J.S. Gudmundsson (2016) évoque un

---

*to Bust and Back : How I made, lost and rebuilt a fortune, and what I learned on the way* comment il est redevenu milliardaire.

<sup>224</sup> Certains estiment qu'en cumulant les parts de *Landsbanki* détenues non seulement par l'intermédiaire de leur société d'investissement mais aussi les parts détenues en leurs noms propres respectifs, Björgólfur Gudmundsson et Thor Björgólfsson possédaient à eux-seuls jusqu'à 73% de la banque. Voir Baldursson et Portes (2013, p. 31, n63).

<sup>225</sup> Ces néo-vikings seront, dans la période de forte croissance économique dont ils seront le moteur, une fierté nationale (Chartier, 2011, pp. 124-126).

clivage au sein de la classe capitaliste islandaise entre d'une part la « classe capitaliste domestique », encore dominante entre 1992 et 2002, et la « classe capitaliste transnationale »<sup>226</sup> qui sera le moteur de la croissance entre 2003 et 2008. Le tableau 14 présente les caractéristiques principales du mode de développement islandais entre 1992 et 2002 et décrit les formes institutionnelles qui y sont associées.

**Tableau 14 : Caractérisation du mode de développement islandais entre 1992 et 2002**

Période	1992 – 2002
Régime de croissance	Tiré par les exportations (intensif)
Mode de régulation	Régulation concurrentielle
Forme du rapport monétaire	Libéralisation des taux d'intérêt et des mouvements de capitaux. Priorité à l'objectif d'inflation
Forme du rapport salarial	Désindexation des salaires et néo-corporatisme centralisé
Forme d'adhésion au régime international	Intégration de l'Espace Economique Européen (EEE), ancrage du change et diversification des exportations
Forme de la concurrence	Mise en place de mécanismes concurrentiels et concentration des unités productives
Forme de l'État	Désengagement de l'État

Avant de passer à l'étude détaillée du régime de croissance tiré par la finance, nous allons présenter au travers d'une analyse des balances sectorielles les évolutions quant à la nature de la dynamique macroéconomique.

<sup>226</sup> Celle-ci n'est cependant pas uniforme et recèle des querelles internes (Bergmann, 2014). Par exemple, nous avons vu que le PI d'Oddsson est hostile à Jón Ásgeir Jóhannesson et à son entourage, et lui préfère Björgólfur Gudmundsson. Le fils de ce dernier est cependant tout à fait un « nouveau Viking » bien qu'il soit issu d'une famille de l'Octopus.

### **2.2.3. Le changement de mode de développement illustré par une analyse des balances sectorielles**

Notre analyse du mode de développement islandais s'est jusque-là fondée sur une approche « par la production », dans laquelle nous avons cherché à identifier les secteurs productifs sur lesquels les régimes de croissance successifs se fondent. Une telle démarche peut être complétée par une approche « par la dépense », où l'on va chercher à identifier les secteurs institutionnels sur lesquels repose le dynamisme de la demande. Pour ce faire, nous allons mobiliser l'équation des trois soldes, telle que développée par Godley (1999) notamment, sur la base de ses travaux avec Cripps (Cripps *et al.*, 1974), et qui connaît aujourd'hui un regain d'intérêt, notamment chez les théoriciens néochartalistes de la *Modern Monetary Theory* (Fullwiler *et al.*, 2012). Si l'on note  $Y$  le PIB,  $C$  la consommation,  $I$  l'investissement,  $G$  la dépense publique,  $X$  les exportations et  $M$  les importations, le PIB par la dépense se formule communément de la manière suivante :

$$1. Y = C + I + G + X - M$$

A partir de cette équation, nous allons faire apparaître les balances des trois secteurs, à savoir le secteur privé domestique, le secteur public domestique, et le secteur extérieur (*i.e.* reste du monde). Pour ce faire, nous allons retrancher les taxes ( $T$ ) des deux côtés de l'équation (1) et faire passer la consommation à gauche.

$$2. Y - C - T = I + G + X - M - T$$

Le membre de gauche de l'équation (2) nous donne l'épargne privée ( $Sp$ ), et nous allons ordonner l'équation (2) pour faire apparaître les balances de chaque secteur :

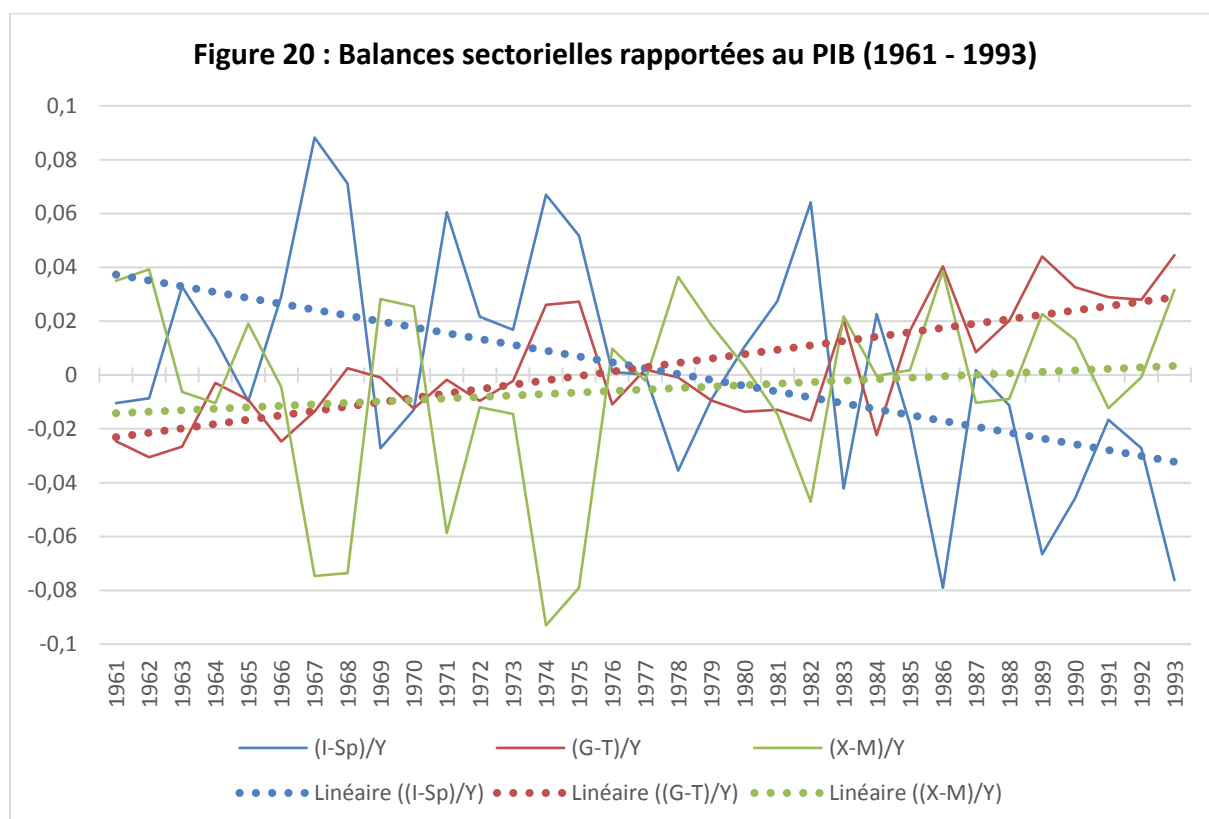
$$3. (I - Sp) + (G - T) + (X - M) = 0$$

Dans l'équation des trois soldes (3), la balance du secteur privé domestique (qui agrège ménages, sociétés non financières et sociétés financières) nous est donnée par  $(I - Sp)$ , celle du secteur public domestique nous est donnée par  $(G - T)$  et celle du reste du monde nous est donnée par  $(X - M)$ . Si  $(I - Sp)$  est positif, cela signifie que le secteur privé domestique est en besoin de financement car il épargne moins (*ex ante*) qu'il n'investit. Si  $(G - T)$  est positif, cela signifie que le secteur public domestique est en besoin de financement car il dépense plus qu'il ne collecte de taxes. Si  $(X - M)$  est positif, cela signifie que le reste du monde est en



besoin de financement vis-à-vis de l'économie domestique car il reçoit davantage en exportations qu'il ne fournit en importations (et réciproquement, que l'économie domestique est en capacité de financement vis-à-vis du reste du monde). Enfin, l'équation (3) nous montre que ces trois soldes sectoriels se compensent nécessairement puisque leur somme doit être nulle.

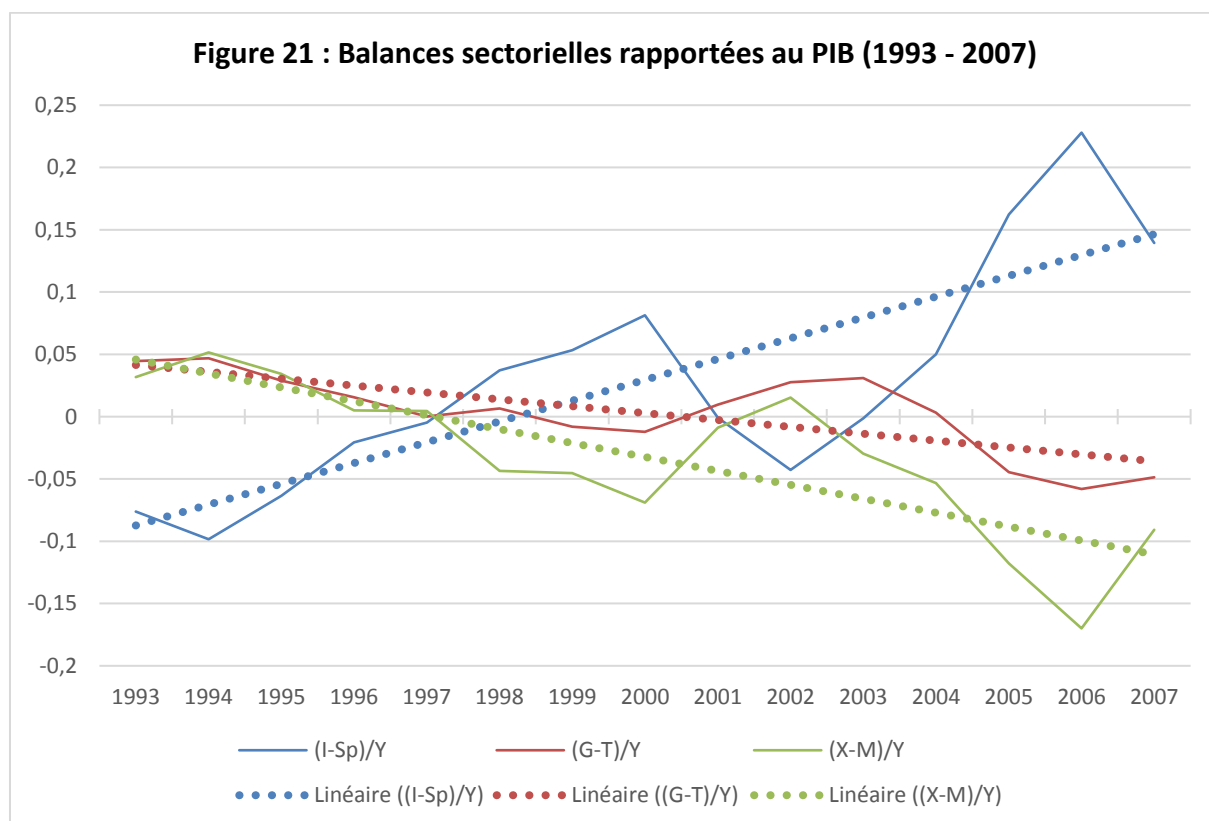
A partir des données de la comptabilité nationale islandaise, nous avons calculé ces soldes entre 1961 et 2007, c'est-à-dire à partir de la fin de la première Guerre de la morue (qui correspond à la mise en place du mode de développement qui a prévalu jusqu'au tournant libéral des années 1990) et jusqu'à la veille de la crise financière de 2008. Une fois ces soldes exprimés en pourcentage du PIB, et en comparant les figures 20 et 21 nous pouvons faire apparaître à partir des balances sectorielles une rupture franche dans la première moitié des années 1990. La lecture des courbes n'est pas aisée compte tenu des fortes variations connues par les soldes ; en ajoutant la régression linéaire de chaque solde (en pointillés dans les deux figures suivantes), nous cherchons à illustrer les dynamiques sectorielles sur longue période.



*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

Au cours de la période 1961 – 1993 (figure 20), qui correspond au premier grand mode de développement observé en Islande, on constate que le solde du reste du monde rapporté au

PIB est tendanciellement (quasi) nul (en vert). Ceci illustre la forte contrainte externe qui pèse sur une petite économie ouverte comme l'Islande. On constate également que le moteur de la croissance est le secteur privé domestique mais que ce dynamisme s'essouffle à partir des années 1980, où le moteur de la croissance devient le secteur public domestique.



*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

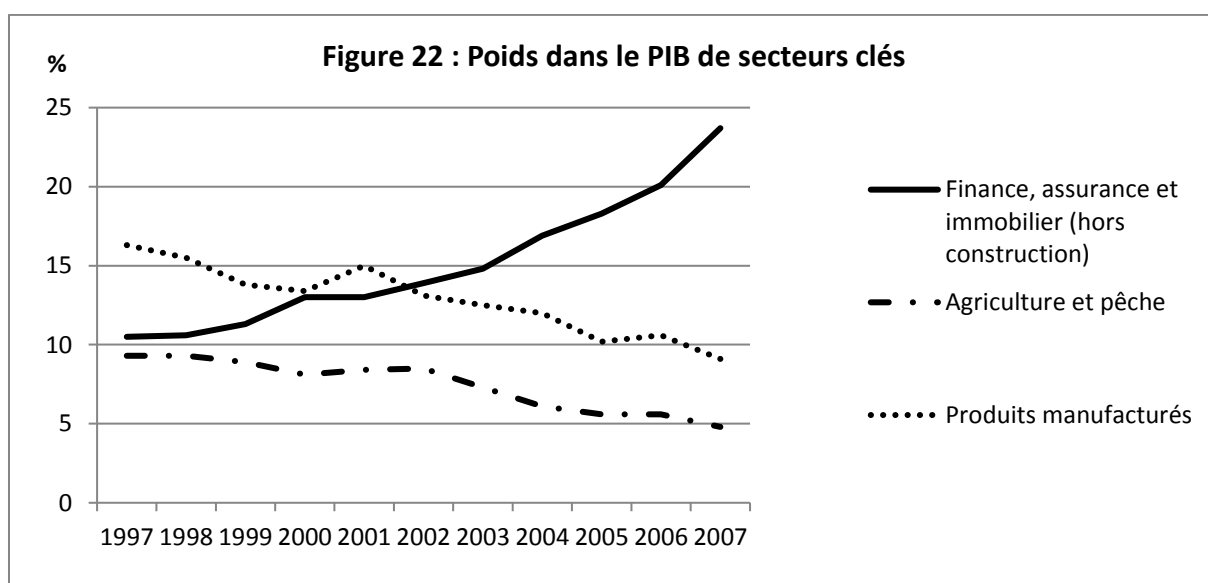
Au cours de la période 1993 – 2007 (figure 21), qui correspond aux deux modes de développement observés en Islande à la suite du tournant libéral, le solde du secteur public domestique rapporté au PIB décroît, tandis que le solde du secteur privé domestique rapporté au PIB augmente fortement et devient le moteur principal de la croissance. Le solde du reste du monde devient quant à lui tendanciellement négatif (du point de vue de l'économie domestique), ce qui correspond à un déficit durable de la balance commerciale, financé par l'endettement croissant du secteur privé domestique dans un contexte de financiarisation rapide (voir *infra*).

Comme le soulignent Godley et Wray (1999), la combinaison d'un surplus budgétaire et d'un déficit de la balance commerciale (comme on peut l'observer ici à partir de 2004 – 2005) a pour conséquence une forte croissance de la dette privée. Ceci est un élément central dans le

processus de fragilisation financière (Keen, 1995, 2009). De plus, l'ampleur croissante des déséquilibres sectoriels nous indique que la dynamique est difficilement soutenable sur le long terme (attention au changement d'échelle entre la figure 20 et la figure 21). À titre d'exemple, le déficit du secteur privé domestique atteint 22.8% du PIB en 2006, contre un maximum de 8.8% sur toute la période 1961 – 1993. Le déficit commercial atteint 17% du PIB en 2006, contre un maximum de 9.3% sur toute la période 1961 – 1993. Le régime de croissance tiré par la finance qui se met en place à partir de 2003 semble, dans cette perspective, insoutenable sur le plan macroéconomique. Il débouchera en 2008 sur une crise d'une ampleur jusque là inconnue en Islande.

### **2.3. Un régime de croissance tiré par la finance (2003 – 2008)**

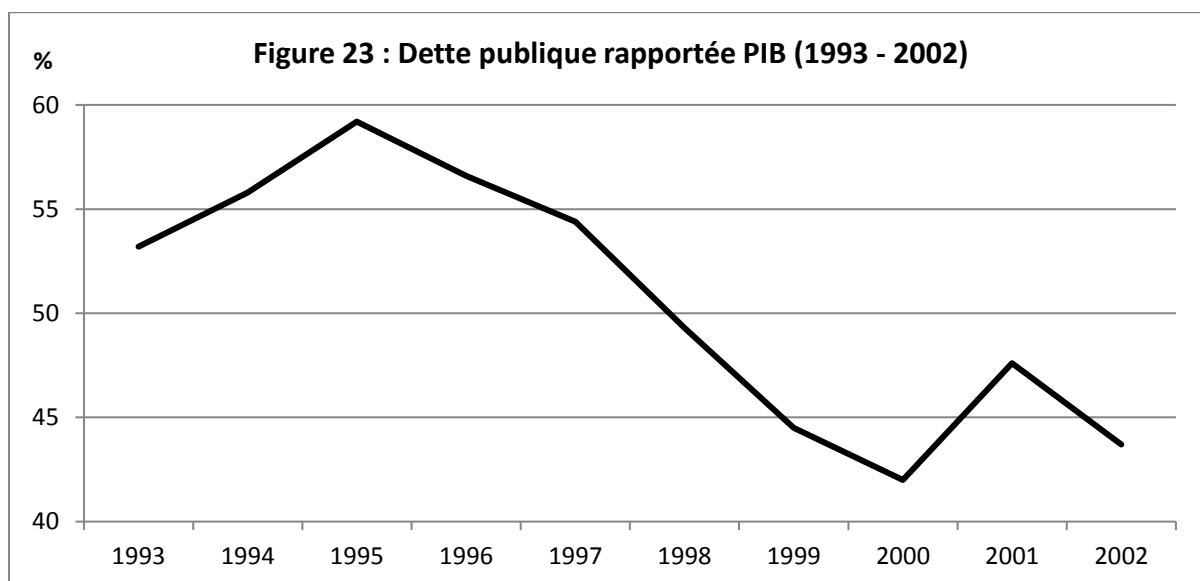
La décennie 1990 peut à ce stade être analysée comme celle du changement profond du mode de régulation et de la mise en place des fondations du régime de croissance tiré par la finance : environnement à faible inflation, libéralisation des mouvements de capitaux internationaux, privatisation des banques, indépendance de la banque centrale. À partir de 2003, le régime d'accumulation tiré par la finance peut s'exprimer pleinement. Le changement dans la dynamique est bien illustré par l'évolution des contributions à la croissance des secteurs clés (figure 22). On voit que la contribution à la croissance des secteurs primaire et secondaire s'affaiblit fortement, alors que le poids des activités financières devient de plus en plus important et va jusqu'à supplanter les secteurs traditionnels de l'économie :



*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

### ***2.3.1. Les marchés de capitaux internationaux comme moteur de la croissance islandaise (2003 – 2005)***

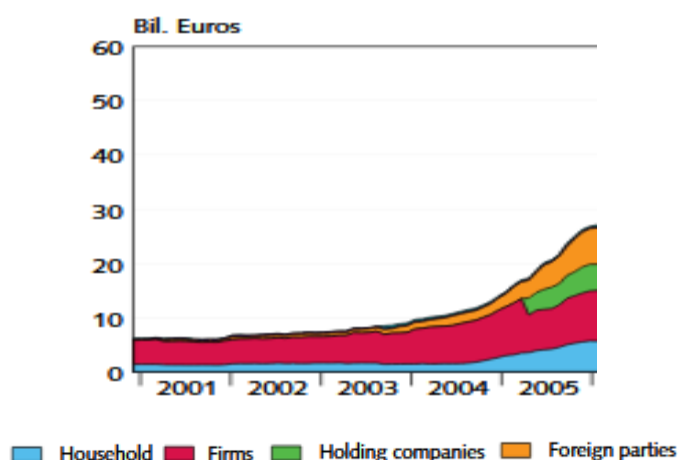
Une fois les fondations du régime d'accumulation mises en place, les banques islandaises ont pu entamer une stratégie de développement rapide. Le bilan cumulé des trois banques à la fin de l'année 2003 atteint un total de 16 milliards d'euros et atteindra 72 milliards à la fin de l'année 2005. Cette première phase (2003 – 2005) peut être considérée comme la phase de décollage du régime d'accumulation de croissance tiré par la finance. Sur cette période, le bilan des trois banques fait plus que doubler chaque année et représente en 2005 déjà 6 fois le PIB islandais (Baldursson, Portes, 2013, p. 34). Cette forte croissance du bilan des banques islandaises était fondée, côté ressources, sur le recours aux marchés de capitaux internationaux. Les banques islandaises profitent de la libéralisation des marchés financiers liée à l'adhésion à l'EEE. L'accès aux marchés de capitaux leur a aussi été rendu possible par les évaluations positives des agences de notation. Notées A3 depuis 1998, les banques ont vu leur notation s'améliorer progressivement. Chez Moody's, à la fin de l'année 2005, Glitnir et Kaupthing sont notées A1 et Landsbanki A2. C'est ainsi que la part des dépôts en couronne islandaise dans le passif des banques s'est drastiquement réduite, ceux-ci étant progressivement remplacés par des financements obligataires en devises. Le gouvernement islandais dispose lui aussi de très bonnes notations. Noté A2 par Moody's en 1989, le gouvernement islandais va améliorer progressivement son statut : A1 en 1996, AA3 en 1997 et enfin AAA à partir de 2002. Ceci peut s'expliquer d'une part par le faible niveau de la dette publique islandaise rapportée au PIB (figure 23) et d'autre part par la crédibilité acquise par la BCI au cours de la décennie 1990.



*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

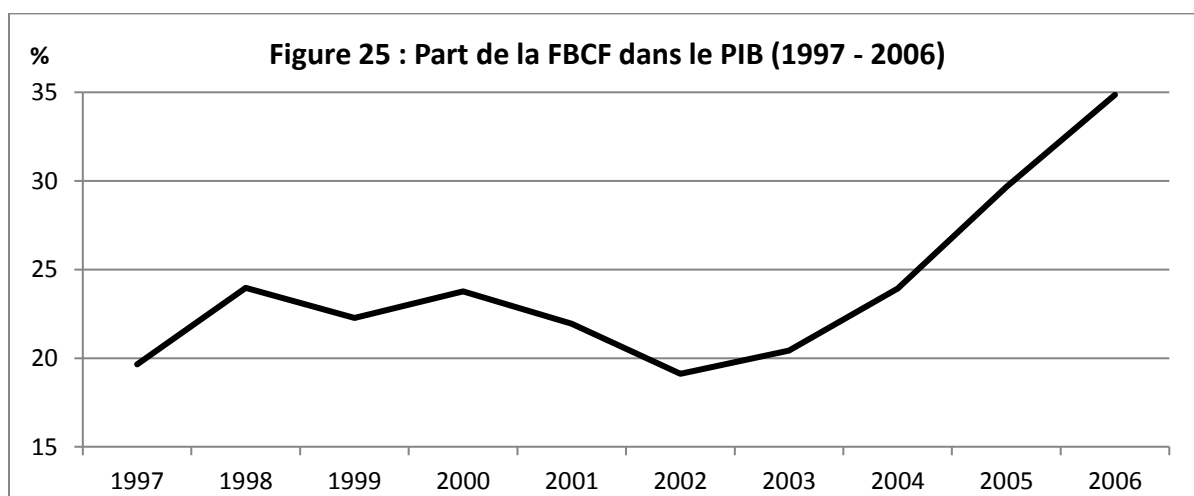
La BCI, devenue indépendante, et le Trésor islandais, apparaissent donc aux yeux des marchés internationaux comme des garants crédibles, capables en cas de besoin de remplir leur rôle de prêteur en dernier ressort. Les établissements de crédit de l'île ont pu, dans ces conditions, bénéficier de liquidités abondantes et peu coûteuses. Ces ressources ont été affectées, côté emplois, à l'attribution de crédits. Pour se couvrir contre le risque de change, les banques investissent en partie à l'étranger, mais elles offrent surtout des crédits en devises aux agents domestiques (figure 24). Ces crédits étaient offerts en appliquant les taux étrangers (Zoega, 2016, p. 23). Parmi les emprunteurs, on trouve des firmes et des ménages islandais. Dès 2005, de nombreux crédits sont aussi alloués à des sociétés d'investissement islandaises (*holding companies*).

**Figure 24 : Crédits offerts par les trois grandes banques islandaises en fonction du type d'emprunteur (2001 – 2005)**



Source : Rapport du Comité Spécial d'Investigation (CSI, 2010b). Données : Banque Centrale d'Islande

La hausse des crédits aux ménages (en bleu sur la figure 24) s'explique en partie par la formation d'une bulle immobilière, avec un indice des prix immobiliers qui atteste d'un doublement des prix entre le début de l'année 2000 et la fin de l'année 2005<sup>227</sup>. Ceci alimente une hausse de la contribution au PIB du secteur de la construction (+3 points entre 2002 et 2006). La hausse des crédits aux entreprises (en rouge sur la figure 24) s'explique par une hausse rapide et soutenue de la part de l'investissement dans le PIB. Alors qu'entre 1997 et 2001, le ratio FBCF/PIB oscillait entre 19,7% et 23,8%, il connaît une croissance de l'ordre de 82,4% entre 2002 et 2006, soit un taux de croissance annuel moyen du ratio de 16,2%, pour culminer à 34,9% en 2006 :

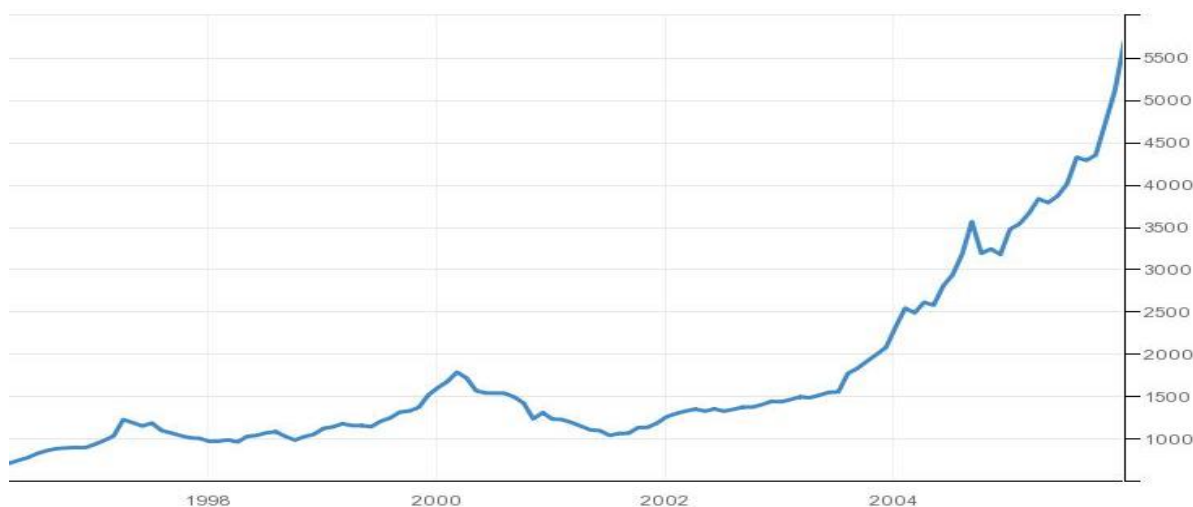


Source : Auteur. Données : Statistics Iceland

<sup>227</sup> <https://tradingeconomics.com/iceland/housing-index>

Les sociétés d'investissement islandaises participent de l'augmentation de l'encours de crédit (en vert sur la figure 24). Elles utilisent notamment ces fonds pour investir dans des titres à la Bourse d'Islande (*Kauphöll Íslands*), connue sous l'acronyme ICEX. Bénéficiant du différentiel de taux entre l'économie domestique et leur dette libellée en devises étrangères, les sociétés d'investissement islandaises enregistrent des profits élevés et participent à une croissance rapide de la bourse islandaise.

**Figure 26 : Evolution de l'ICEX (1997 – 2005)**



Source : *Trading Economics*<sup>228</sup>

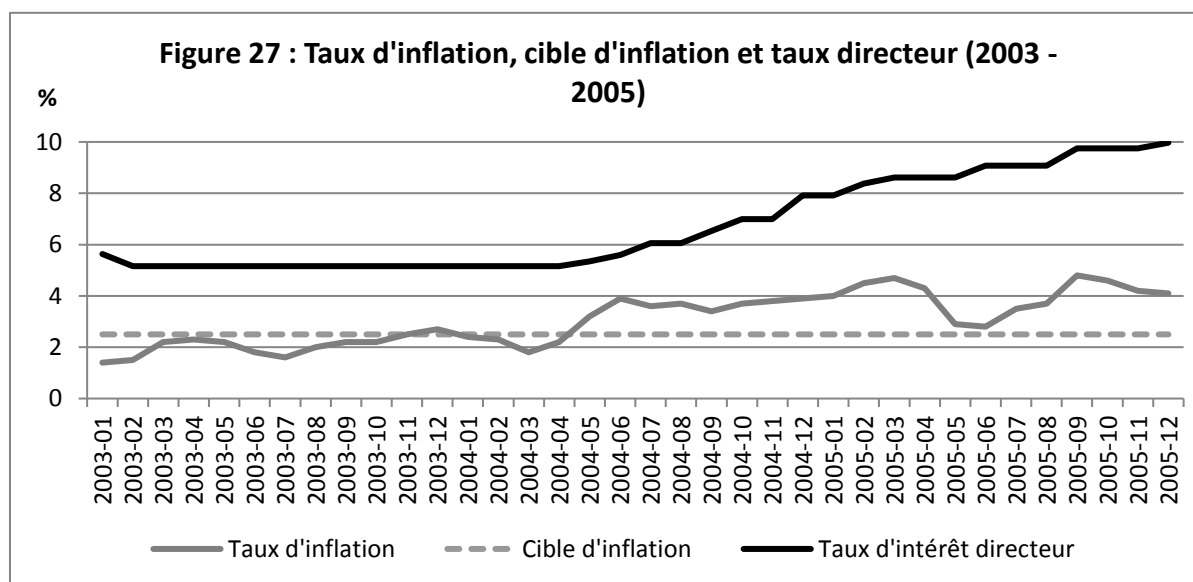
Enfin, une partie des crédits offerts par les trois grandes banques islandaises est dirigée vers l'étranger (en orange sur la figure 24). Cependant ces investissements à l'étranger ne représentent qu'une petite fraction de l'actif des banques, et la mise en adéquation de leur passif et de leur actif, pour se prémunir contre le risque de change, passe par l'endettement des agents domestiques en devises (Zoega, 2016, p. 23). Ces agents non financiers, s'ils profitent de taux plus bas en devises qu'en couronne islandaise, avec un différentiel de taux de l'ordre de 5% en 2003 et 2005 (B.R. Gudmundsson, 2015, p. 19)<sup>229</sup>, ne sont pas toujours couverts contre le risque de change puisqu'ils ne disposent pas nécessairement, dans le cas des ménages notamment, d'actifs en devises. En cas de dépréciation de la couronne islandaise, les agents ne disposant pas d'actifs en devises seraient soumis à des pertes :

<sup>228</sup> <https://tradingeconomics.com/iceland/stock-market>

<sup>229</sup> Il s'agit ici du différentiel de taux à court terme entre le taux directeur de la BCI et les taux à 3 mois sur les bons du Trésor de ses partenaires commerciaux. Cependant, le différentiel de taux entre l'Islande et ses partenaires est une donnée structurelle de l'économie islandaise (OECD, 2001, p. 36).

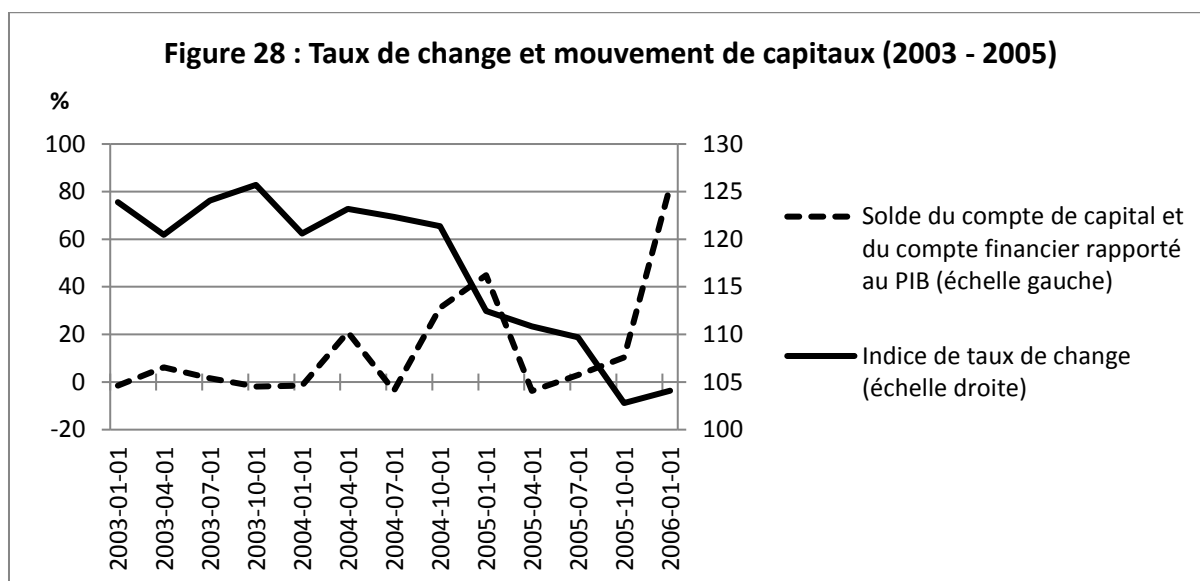
« By lending in foreign currency, the banks hedged their foreign liabilities and nominally their equity was fully protected against exchange rate fluctuations. But that risk had merely been transferred to customers who were to a large extent unhedged [...]. The banks were therefore at risk of large losses on these loans should the krona depreciate substantially » (Baldursson, Portes, 2013, p. 69).

L'économie islandaise va, dans ce contexte, connaître des pressions inflationnistes. Le taux d'inflation va dépasser la cible (2.5% par an) à partir de la mi-2004. Conformément au nouveau cadre de la politique monétaire, la BCI réagit en augmentant son taux directeur (figure 27). Ceci aura pour effet, d'une part, d'augmenter le différentiel de taux, donc de favoriser encore davantage l'endettement en devises des agents domestiques et, d'autre part, d'alimenter une entrée massive de capitaux étrangers ainsi qu'une appréciation de la couronne (figure 28). En effet, plus le différentiel de taux est élevé et plus les investisseurs peuvent tirer parti du « *carry trade* », en s'endettant dans une devise à faible taux et en plaçant ces fonds empruntés dans la devise au taux d'intérêt plus élevé.



Source : Auteur. Données : Banque Centrale d'Islande





Source : Auteur. Données : Banque Centrale d'Islande, Organisation de Coopération et de Développement Economique

Ce nouveau régime de politique monétaire, sans être responsable de celle-ci, a créé un terreau favorable au gonflement de la bulle financière. Si du point de vue chronologique le passage au régime de ciblage d'inflation coïncide avec le début du gonflement d'une bulle financière sans précédent en Islande, ce n'est pas pour autant le régime de politique monétaire en lui-même qui est directement à mettre en cause :

« In the case of Iceland, most of the vulnerabilities that led to the crisis could be attributed to factors other than monetary policy, and should not be attributed to the existence of an IT [*i.e.* Inflation Targeting] regime » (Honohan, Orphanides, 2018, p. 14).

En effet, les pratiques de crédit des banques elles-mêmes étaient douteuses. Si l'on s'intéresse au type de crédits qui sont offerts par les banques islandaises, on constate un recours élevé, continu et même croissant aux « *bullet loans* ». Comme souligné par de nombreuses sources ayant traité de la crise financière islandaise (Baldursson et Portes, 2013 ; Johnsen, 2016), il est difficile d'avoir des données précises sur la part de ces crédits, qui ont la spécificité de ne générer aucun cash-flow avant leur arrivée à échéance. Le Comité Spécial d'Investigation (CSI, 2010b) a cependant pu obtenir quelques informations sur les types de crédits offerts par Landsbanki. Si l'on ne s'intéresse qu'aux crédits offerts aux sociétés d'investissement

islandaises par Landsbanki, on constate que la part des *bullet loans* a pu atteindre 88% du montant total (Johnsen, 2016, p. 53).

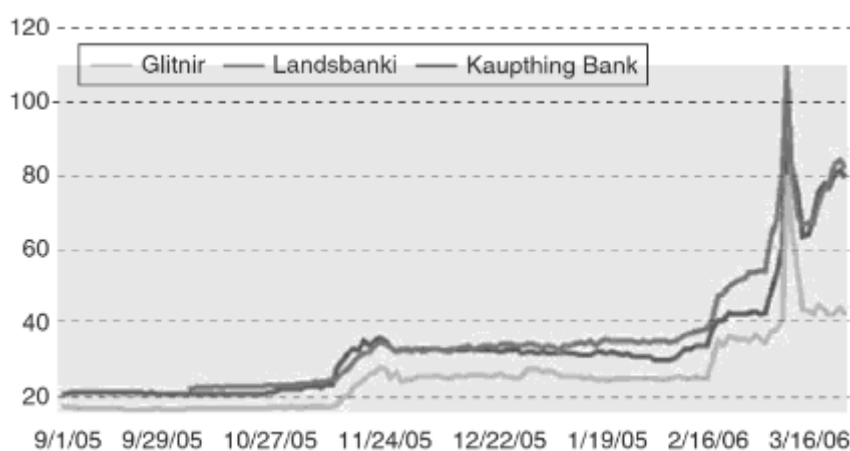
Ayant à leur actif des *bullet loans* qui ne génèrent aucun flux de trésorerie avant l'arrivée à échéance du crédit, les banques islandaises étaient donc extrêmement dépendantes de la continuité de l'accès aux abondantes liquidités disponibles sur les marchés de capitaux internationaux. Ainsi elles pouvaient faire rouler leur dette, et par suite, faire rouler celle des sociétés d'investissement. Mais dans le cas où les conditions de financement des banques islandaises sur les marchés internationaux se détérioraient, celles-ci ne pourraient que difficilement faire face à une hausse de leurs coûts de financement en l'absence de cash-flow correspondant. De plus les sociétés d'investissement étant exposées à un risque de marché à leur actif (par la détention de titres), celles-ci pouvaient se retrouver en difficulté dans le cas d'une baisse des cours boursiers qui les amènerait à faire défaut totalement ou partiellement et entraîner avec eux les banques islandaises. Les banques sont donc exposées à un risque de défaut croissant, par l'intermédiaire des risques de liquidité, de marché et de change.

Le développement du secteur bancaire islandais après sa privatisation suit donc une stratégie d'expansion rapide et très périlleuse. Nous avons insisté sur le fait que le modèle de croissance de ces établissements bancaires reposait sur l'accès aux marchés de capitaux internationaux pour se financer en quantité et à moindre coût. À la fin de l'année 2005 et au début de l'année 2006 une première rupture dans la stratégie de développement des banques islandaises est à souligner. Cette rupture découle d'une hausse du coût de l'accès aux liquidités sur les marchés de capitaux internationaux. Elle entrainera une évolution du modèle de croissance des banques islandaises, mais ne mettra pas encore un véritable coup d'arrêt à leur expansion.

### ***2.3.2. La mini-crise de 2006, les nouvelles sources de financement et les conditions du chaos (2006 – 2008)***

A la fin de l'année 2005, on observe une hausse des *Credit Default Swap* (CDS) sur les banques islandaises, que l'on peut considérer comme un premier signal d'alerte. En effet, une hausse des CDS traduit, d'une manière générale, une inquiétude croissante des acteurs financiers sur la solvabilité des banques islandaises. Cette tendance se renforce au début de l'année 2006, année qui sera caractérisée par ce que les différents commentateurs ont appelé la « mini-crise de 2006 », prélude à la grande crise islandaise de 2008.

Figure 29 : Spreads sur les CDS des banques islandaises



Source : Aliber, Zoega (2011). Données : Banque Centrale d'Islande, Bloomberg

Le 21 février 2006, l'agence de notation Fitch revoit les perspectives futures de l'Islande, en les faisant passer de stables à négatives<sup>230</sup>, signalant ainsi, dans la continuité de la hausse des CDS, une inquiétude sur la situation générale de l'île. Plus précisément, Fitch insiste sur la croissance très soutenue des bilans des banques islandaises et sur leur forte dépendance aux financements internationaux. Même si l'agence semble inquiète de la situation des banques islandaises, notamment en raison de la croissance rapide des crédits, leurs notes ne sont pas dégradées<sup>231</sup>. L'accent est plutôt porté sur l'importance, pour le secteur public, de se donner les moyens de réagir en cas de difficultés rencontrées par les banques. Richard Thomas, analyste chez Merrill Lynch, publie le 7 mars 2006 un rapport intitulé *Icelandic Banks: Not what you are thinking*. Il développe alors sur plus de trente pages les sources de vulnérabilité du secteur bancaire islandais (dépendance aux marchés de capitaux internationaux, faible qualité de l'actif, forte exposition sur le marché des actions et propriété croisée). Le 21 mars, la Danske Bank, publie elle aussi un rapport alarmant (*Iceland: Geyser crisis*) sur la surchauffe de l'économie islandaise et particulièrement sur le risque de crise financière qui se profile (Valgreen *et al.*, 2006). En mai 2006, le FMI recommandait de ralentir la croissance de l'actif des banques islandaises et de les réorganiser (IMF, 2006). Dans cette situation, l'accès des banques islandaises aux marchés de capitaux internationaux se voit fortement restreint, remettant en cause leur modèle de croissance. Deux phénomènes sont alors importants à mettre en évidence. D'une part nous allons assister à une contre-attaque menée par les autorités islandaises sur le

<sup>230</sup> <https://www.cb.is/publications/news/news/2006/02/21/Fitch-Ratings-revises-Iceland's-outlook-to-negative/>

<sup>231</sup> <http://www.bonds.is/Assets/Rating%20reports/Fitch%20-%20Landsbanki%20-%20230206.pdf>

plan de la communication, visant à contrecarrer les rapports négatifs précités. D'autre part, les banques islandaises vont se tourner vers d'autres sources de financement pour faire perdurer leur course à l'expansion.

« Rather than verifying the validity of the analysis and taking appropriate action, Icelandic politicians, businessmen, and financial supervisors reacted angrily to the criticisms and united in their own defence and their effort to convince the world that the Icelandic financial system was standing on the ground » (Johnsen, 2016, p. 43).

La contre-attaque islandaise s'appuie essentiellement sur deux publications. La Chambre de Commerce va mandater l'économiste américain Frederic Mishkin<sup>232</sup> et un économiste islandais, Tryggvi Thor Herbertsson, pour publier au mois de mai 2006 un rapport dont le titre prend le contrepied complet des analyses précédemment citées : *Financial Stability in Iceland*. Dans ce rapport, les deux auteurs affirment à de multiples reprises (p. 9 et p. 56 par exemple) qu'il n'y a pas de problème de fragilité financière en Islande, que la supervision financière est solide et de bonne qualité, ou encore que la probabilité d'une crise financière est non seulement faible, mais *très* faible. Avec un auteur si fameux que Mishkin à sa tête, ce rapport a eu de quoi rassurer les observateurs les moins perspicaces et calmer dans un premier temps la panique. Toujours dans le cadre de cette contre-attaque, la Chambre de Commerce fera publier un second rapport en novembre 2007 (*The internationalisation of Iceland's financial sector*), mené par Richard Portes<sup>233</sup>, fameux économiste de la London School of Economics, et co-écrit avec deux islandais (Fridrik Mar Baldursson et Frosti Ólafsson). Ces auteurs, eux aussi, se veulent rassurant quant à la situation. Selon eux, la légère instabilité qu'a connue l'Islande en 2006 n'est qu'une crise d'information (*informational crisis*), causée par des critiques extérieures. Concluant sur la solidité et la résilience des banques islandaises (Portes *et al.*, 2007, p. 63), les auteurs affirment donc que les spreads élevés sur les banques islandaises sont injustifiés. L'argument de fond de ce rapport est le suivant : la croissance extrêmement forte du secteur bancaire islandais s'explique par la nécessaire internationalisation de ses activités et la diversification de ses risques. Une telle stratégie, dite de croissance externe, repose sur l'achat d'actifs étrangers. Le rapport du CSI après la crise a permis de mettre en lumière que la

---

<sup>232</sup> Mishkin a été payé 135.000\$ par le Chambre de commerce. Voir Wade and Sigurgeirsdottir (2011).

<sup>233</sup> Portes a été payé 58.000£ par la Chambre de commerce. Voir Wade and Sigurgeirsdottir (2011).

croissance interne du bilan des banques islandaises s'était faite dans des proportions jusque-là inconnues.

« The SIC calculated the internal growth of the banks, that is, growth excluding the impact of foreign acquisitions, concluding that it varied between 36% and 66% per year from 2003 to 2007. [...] Internal growth of this magnitude is without precedence. As a reference, the US FDIC considers 5% total annual growth to be of concern if it lasts over four years » (Johnsen, 2016, p. 44).

L'ampleur de la croissance interne des bilans des banques islandaises peut s'expliquer par la consanguinité entre ces établissements, les sociétés d'investissement (holdings) et les actionnaires individuels. Une des pratiques courantes a été de financer l'achat, par des clients (sociétés d'investissements ou investisseurs individuels), d'actions de la banque grâce à un crédit de la même banque, ou d'une autre banque islandaise (Carey, 2009, p. 9). En opérant ainsi, la demande pour les actions des banques islandaises était soutenue, donc leur prix augmentait, poussant ainsi à la hausse la valeur du capital de la banque et maintenant, de par le respect du ratio de fonds propres, sa capacité à continuer à étendre le crédit. Dans ces conditions les augmentations de capital se font sans apport de fonds extérieurs, par un « simple » jeu d'écritures comptables. Ce type de pratique a renforcé la concentration de l'actionariat et par extension la problématique de consanguinité. Dans le *Financial Stability Report* de la banque centrale, on peut lire :

« Ownership of Icelandic banks has become more and more concentrated in recent years and large shareholdings have become prominent. In some cases, large shareholders are also clients of the banks concerned or their investment partners » (CBI, 2007, p. 57).

Les pratiques de crédit douteuses des banques islandaises à leurs actionnaires posent une double problématique, à la fois de propriété croisée (*cross ownership*) et de forte exposition au risque (*large exposure*). La réglementation en vigueur dispose qu'aucun client (ou groupe de clients s'il s'agit de « *related parties* », c'est-à-dire dans le cas où un client possède au moins 20% d'un autre client<sup>234</sup>) ne peut bénéficier de lignes de crédit excédant 25% des fonds propres

---

<sup>234</sup> Ce critère des 20% a été développé *ex post* comme le soulignent Baldursson et Portes (2013, p. 78). Au moment des faits le FME (l'autorité islandaise qui supervise les activités financières) n'avait définie aucune règle quantitative précise, laissant chaque banque libre de définir elle-même les règles qu'elle considère appropriées.

réglementaires. On parle de « forte exposition » à partir du moment où les crédits à un (groupe de) client(s) dépasse le seuil de 10% des fonds propres réglementaire. Le total des crédits considérés comme fortement exposés au risque ne doit pas excéder 800% des fonds propres réglementaires.

De par leur pouvoir d'influence sur l'allocation des crédits en tant que propriétaires des banques, les actionnaires ont bénéficié, en tant que clients, de lignes de crédits qui violent la réglementation mentionnée ci-dessus. Le rapport du CSI (2010b) fait état, par exemple, de pressions réalisées par les propriétaires des banques pour bénéficier, personnellement ou au travers de leurs sociétés d'investissement, de lignes de crédit supplémentaires. Le cas le plus saillant de ce type de manœuvres, bien qu'elles soient généralisées, est celui des crédits offerts par Glitnir au Baugur Group de Jón Ásgeir Jóhannesson, et plus spécifiquement lorsque le Baugur Group devient actionnaire majoritaire en 2007. Quand on ne s'intéresse non plus au Baugur Group pris seul, mais au Baugur Group auquel on ajoute les parties qui lui sont liées (c'est-à-dire d'autres débiteurs de Glitnir dont le Baugur Group est propriétaire à hauteur d'au moins 20%), on observe qu'à partir de septembre 2007, le total des crédits alloués à ce groupe était de l'ordre de 40% des fonds propres réglementaires de la banque, donc déjà bien au dessus des plafonds de forte exposition au risque. Pour l'année 2008, on constate que le total des crédits alloués au Baugur Group et aux parties qui lui sont liées représentent plus de 60% des fonds propres réglementaires, atteignant même un pic de 85% en mars 2008 (Baldursson, Portes, 2013, p. 75, Fig 5.16).

Les relations de crédits existantes entre Glitnir et la constellation d'entités qui gravitaient autour du Baugur Group était un cas particulièrement parlant pour évoquer les problématiques de forte exposition au risque par la propriété croisée. Par ailleurs même si les deux autres banques n'ont pas atteint de tels niveaux d'exposition auprès de leurs actionnaires principaux et de leurs parties liées, elles ont elles aussi pratiqué ce type de procédé :

« Exista<sup>235</sup>, the controlling shareholder of Kaupthing Bank, and related parties borrowed what amounted to 25-30% of Kaupthing's regulatory capital [...]. A group

---

<sup>235</sup> « Exista was founded in 2001 as a holding vehicle for Kaupthing shares owned by saving and loans institutions. In 2003, two brothers, Lydur and Agust Gudmundsson, acquired a 55% stake in Exista. [...] When they became leading owners of Exista, they became owners of Kaupthing as well, as the investment company held a 23% share in the banks. Exista and Kaupthing had had cross-ownership from the outset, with the bank owning a 19% stake in the company » (Jonsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 71)

of companies around the father-and-son pair Bjorgolfur Gudmundsson and Bjorgolfur Thor Bjorgolfsson, controlling shareholders of Landsbanki borrowed the equivalent of 50-60% of Landsbanki's capital » (Baldursson, Portes, 2013, p. 79).

En plus d'être très largement exposées à leurs actionnaires majoritaires respectifs, chaque banque était également exposée (dans une moindre mesure certes), aux actionnaires majoritaires des deux autres banques islandaises. Ainsi, les crédits accordés par Landsbanki au Baugur Group (actionnaire majoritaire de Glitnir) et aux parties qui lui sont liées ont pu atteindre entre 60 et 80% des fonds propres réglementaires, tandis que ceux accordés par Kaupthing en représentaient environ 30-40%. De même, les crédits obtenus par Exista (actionnaire majoritaire de Kaupthing) et les parties qui lui sont liées représentaient entre 20 et 30% des fonds propres réglementaires de Glitnir. Les actionnaires majoritaires de Landsbanki avaient obtenu des lignes de crédits chez Glitnir de l'ordre de 20-25% de leurs fonds propres réglementaires (Baldursson, Portes, 2013, pp. 76-79).

Malgré les signaux d'alerte de la fin de l'année 2005 et du début de l'année 2006, les banques islandaises ont donc pu continuer à croître. Si la contre-attaque informationnelle menée par la Chambre de Commerce a pu permettre de limiter les effets négatifs de la mini crise de 2006, l'accès aux marchés de capitaux internationaux est tout de même devenu plus coûteux. C'est pourquoi les banques islandaises ont dû se tourner vers d'autres sources de financement. C'est à cette époque qu'elles vont commencer à collecter des dépôts à l'étranger en vue d'obtenir des devises (*deposit funding*). Une seconde méthode consistera à développer le financement collatéralisé (*collateralized funding*), que ce soit auprès d'autres banques commerciales ou auprès de banques centrales. Ces modalités de financement alternatives permettront aux banques islandaises de continuer, pour un temps, leur expansion. Les nouvelles sources de financement des banques islandaises ont pour caractéristique d'être des passifs de court terme, renforçant de ce fait leur risque d'illiquidité.

A partir d'octobre 2006, Landsbanki se lance dans la collecte de dépôts à l'étranger, spécialement en Grande-Bretagne, au travers d'une succursale (*branch*) nommée Icesave. Kaupthing sera la seconde banque islandaise à se lancer dans la collecte de dépôts en Europe (et particulièrement en Grande-Bretagne), au travers d'une de ses filiales (*subsidiary*) nommée Kaupthing Edge, et ce à partir de la fin de l'année 2007. Glitnir mènera également ce type de

stratégie en Norvège où elle est déjà implantée, mais avec beaucoup moins de retentissement que ses deux comparses. Le principe est relativement simple : offrir aux déposants européens, et particulièrement britanniques, des comptes d'épargne avec des taux plus élevés que les établissements concurrents, profitant du différentiel de taux. Au total, le montant de dépôts étrangers de Landsbanki atteint 7.2 milliards d'euros, soit 23% du bilan en juin 2008. Kaupthing Edge recueille quant à elle un total de 5.4 milliards, soit 10% du bilan de Kaupthing en juin 2008 (Baldursson, Portes, 2013, pp. 58-59).

La nuance que nous faisons ici entre succursale et filiale est assez importante pour être soulignée car elle a des implications très concrètes en termes de régulation bancaire. Les succursales comme Icesave qui collectent des dépôts à l'étranger sont sous le contrôle des autorités de supervisions du pays d'origine. Or le FME islandais était très faiblement doté, notamment en moyens humains, pour assurer la supervision d'un secteur bancaire ayant pris des proportions aussi colossales (Benediktsdottir, Danielsson, Zoega, 2011, p. 206). Les filiales, comme Kaupthing Edge, sont quant à elles sous le contrôle des autorités de supervisions du pays où elles s'implantent. Cependant, ces dernières n'ont qu'une vision partielle de l'activité du groupe.

« Host supervisors generally only observed the part of the banks operating in their country, not the overall picture. Some of the Icelandic banks had extensive operations of various types both within Europe and outside. Unless an individual national supervisor has a clear picture of those operations it is difficult to exercise adequate supervision. The Icelandic regulator may have been the only supervisor that had the complete picture. If so, the only supervisor who had the necessary information failed » (Danielsson, Zoega, 2009, p. 11).

En parallèle de leur tentative visant à recueillir des dépôts en devises à l'étranger pour pallier leurs difficultés à se financer sur les marchés de capitaux internationaux, les banques islandaises ont eu recours aux banques centrales et à leurs prêts collatéralisés<sup>236</sup>. Les banques émettent les unes envers les autres des reconnaissances de dette. Ces reconnaissances de dette

---

<sup>236</sup> Nous nous limitons ici aux prêts collatéralisés obtenus auprès des banques centrales, mais des prêts de ce type ont aussi été obtenus auprès d'autres banques commerciales. D'après les données du rapport du CSI (2010a, 2010b), reprises par Baldursson et Portes (2013, p. 61-63) on peut citer par exemple la *Royal Bank of Scotland* qui avait offert pour près d'un milliard d'euros de crédits aux banques islandaises en septembre 2008.



servent ensuite de collatéral auprès des banques centrales. Dans le cas islandais, cette pratique portait le nom de « *love letters* » (*ástar-bréf*)<sup>237</sup>.

« The banks used bonds issued by each other as collateral in their borrowing from the CBI; they even went so far as to swap bonds to then use as collateral with the CBI [...]. Since the collapse of one of the three big banks would have almost certainly led to the collapse of the remaining two banks, this effectively amounted to lending without any collateral at all » (Benediktsdottir, Danielsson, Zoega, 2011, p. 207).

Alors que la BCI avait réduit ses exigences en matière de qualité de collatéral au début de l'année 2008<sup>238</sup>, incitant ainsi les banques islandaises à recourir à cette pratique, la Banque Centrale Européenne (BCE) cherchait quant à elle à limiter l'utilisation des *love letters* en guise de collatéral (Carey, 2009, p. 33). Après une première levée de bouclier en avril 2008 sans grand succès<sup>239</sup>, la BCE met en place à partir du mois d'août 2008 des limites plus claires quant aux actifs pouvant servir de collatéral à son guichet ; les *love letters* ne permettent plus, sur le papier, aux banques islandaises de se refinancer au sein de la zone euro. Cependant, la pratique du prêt collatéralisé ne va pas s'éteindre pour autant. Les banques islandaises vont complexifier le mécanisme tout en conservant sa logique de base. Elles recoururent alors à des *Special Purpose Vehicle* (SPV) pour pratiquer la titrisation en vue de contourner les nouvelles restrictions imposées par la BCE. Plus précisément, les SPV prennent à leur actif les créances à titriser, cédées par la banque (qui a ici le rôle dit de l'initiateur), tandis qu'on trouve à leur passif des obligations (on peut parler de « *covered bonds* », dans le sens où ces obligations sont adossées aux actifs susmentionnés). Ces *covered bonds* obtiennent par la suite une note de la part des agences de notations, et peuvent alors servir en toute légalité de collatéral au guichet, par exemple, de la BCE.

---

<sup>237</sup> Comme le notent Baldursson et Portes dans la note de bas de page 118 (2013, p. 61) : « *The word for 'bond' in Icelandic is 'skulda-bréf' which in literal translation to English is 'debt-letter' ; 'bréf' being the Icelandic word for letter. A bond that Glitnir, say, gave to Landsbanki in exchange for a similar bond from Landsbanki was (with a good measure of irony) called 'ástar-bréf' or 'love-letter'. The reader will have understood that 'ást' is the Icelandic word for 'love' ».*

<sup>238</sup> « Overall, the amount of CBI lending with banks bonds as collateral grew by leaps and bounds from early 2008, when the CBI relaxed its rules on permissible collateral » (Baldursson, Portes, 2013, p. 62)

<sup>239</sup> « When discovered, this practice [...] caused great consternation at the ECB. After an intervention from the President of the ECB, in April, the banks were required to limit such collateral to 40% of the total posted. The banks responded to the limitation of Icelandic bank bonds as collateral by increasing their borrowing and the total amount of collateral rather than reducing the amount of love letters! » (Baldursson, Portes, 2013, p. 61)

Dans ces conditions de concentration, d'exposition au risque et d'interconnexion entre les établissements bancaires, il apparaît que le système bancaire islandais ne peut pas être pensé, à l'orée de la crise, comme l'agrégation de différents établissements distincts, mais davantage comme un tout. En effet, ces trois banques représentent 97% du secteur bancaire islandais et sont très largement exposées les unes aux autres. C'est pourquoi chacune d'entre elles fait peser un risque systémique sur l'ensemble du secteur bancaire islandais. Dès lors, se pose la question de la capacité de la BCI de jouer son rôle de PDR en cas de crise bancaire.

Quand les premières tensions en matière de liquidité arrivent au cours de l'année 2007, en lien avec la crise des subprimes, la BCI se montre tout à fait accommodante vis-à-vis des banques islandaises, notamment au travers des prêts collatéralisés et des *love letters* déjà évoquées. Le problème est qu'à un certain stade, la démesure du système bancaire était telle que la capacité de la BCI pour assurer la fourniture de liquidités se réduisait, et ce d'autant plus que les banques islandaises avaient besoin de liquidités en devises étrangères compte tenu de la structure de leur passif.

« We know how to solve such problems domestically by letting central banks lend to markets and/or institutions through their almost unlimited short-run capacity to expand their domestic balance sheet. However, when it comes to foreign currency, a central bank's capacity to help banks to refinance the foreign liquidity denied them on the market is limited by the size of its reserves or the willingness of its big neighbours to help » (M. Gudmundsson, 2010, p. 6).

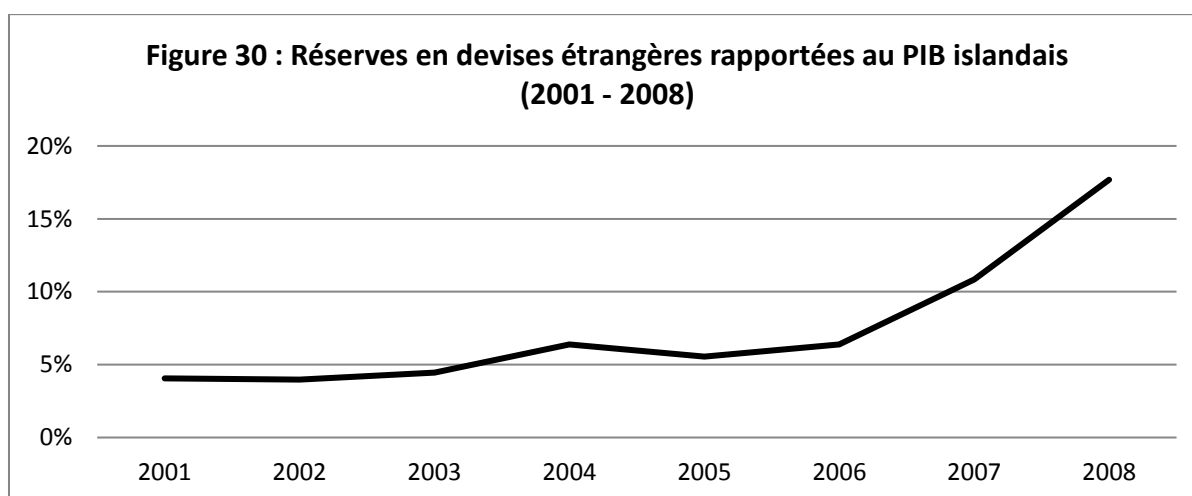
A partir de la fin de l'année 2007 et au cours de l'année 2008, les autorités islandaises vont chercher à augmenter leurs réserves de devises<sup>240</sup> afin de pouvoir faire face à une éventuelle crise de liquidité<sup>241</sup>. Au printemps 2008, la BCE, la Fed et la BoE avaient toutes refusé de conclure des accords de swap de devises (Benediktsdottir, Danielsson, Zoega, 2011, p. 208). Seules les banques centrales des pays nordiques ont accepté de conclure un accord de *swap* à hauteur d'1.5 milliard d'euros (M. Gudmundsson, 2010, p. 8). Nombre de banquiers centraux ont d'ailleurs signalé aux autorités islandaises leur inquiétude concernant leur capacité

---

<sup>240</sup> « In early February, a memorandum from the CBI reveals that a decision was made to seek 'some kind of overdraft facilities or credit facilities' from foreign central banks with the aim of building up the foreign exchange reserves of the CB » (CSI, 2010b, p. 66).

<sup>241</sup> En effet, à partir de la fin de l'année 2007 on observe que Northern Rock se presse au guichet de la Banque d'Angleterre (BoE) pour obtenir des liquidités d'urgence, suivi au début de l'année 2008 par Bear Stearns qui obtient un renflouement de la Fed.

à jouer leur rôle de PDR. En avril 2008 c'est Mervyn King, Gouverneur de la BoE qui alerte, au même moment que le FMI<sup>242</sup>, suivi en juillet du Gouverneur Mersch de la Banque Centrale du Luxembourg puis en août d'un représentant de la Banque des Pays-Bas (CSI, 2010b, pp. 72-73). En mai 2008, sur proposition du Ministre des Finances Arni Mathiesen et compte tenu des difficultés rencontrées par la BCI dans ses tentatives auprès des autres banques centrales, le Parlement autorise le gouvernement à se lancer dans un emprunt pour augmenter les réserves de la BCI. Cependant, les conditions de financements étaient déjà mauvaises et ce levier fut finalement peu utile : « [T]he authorities soon discovered that they could not borrow at reasonable rates - the CDS on government debt was 200-300 basis points - and in the end borrowed little » Carey (2009, p. 34), En tout état de cause, il était d'ores et déjà trop tard pour constituer les réserves en devises adéquates. Le ratio entre les réserves en devises et le PIB apparaît particulièrement faible. En moyenne, dans les pays développés ce ratio se situe entre 10% et 15% (Rancière, Jeanne, 2006, p. 26), il est généralement plus élevé dans les petites économies ouvertes<sup>243</sup>. Dans le cas de l'Islande, ce ratio était de l'ordre de 5% entre 2001 et 2006 (figure 30)<sup>244</sup> :



Source : Auteur. Données : Banque Centrale d'Islande, Statistics Iceland

<sup>242</sup> « In mid April 2008 [the IMF] sent a confidential report to the government about what to do to rein in the banking system and save the economy. Mervyn King, governor of the Bank of England, offered David Oddsson (by then self-appointed chairman of the Central Bank of Iceland) help to scale down the banking system in late April 2008; but Oddsson did not even reply. In mid May the [Nordic] central banks (...) finally agreed credit lines, but on condition that three ministers and the three governors of the central bank sign a declaration written by the central banks of the three Nordic countries, promising to carry out a programme of actions very similar to that recommended by the IMF in mid April. The Icelanders agreed, without consulting or later informing the rest of the government or the Parliament. Having got the credit lines they returned to business as usual » (Wade, Sigurgeirsdottir, 2011, p. 690)

<sup>243</sup> Voir Arslan, Cantú (2019).

<sup>244</sup> Nous avons fait la moyenne annuelle en devises détenues par la BCI afin de les rapporter au PIB.

Il est d'usage de considérer le ratio entre les réserves et la dette extérieure comme un bon indicateur de la capacité à faire face à une crise de devises. Pour Calafell et Del Bosque (2002), s'appuyant sur la règle de Guidotti-Greenspan le « *safe level* » est atteint lorsque les réserves sont égales à la dette extérieure de moins d'un an. Benediktsdottir, Danielsson et Zoega (2011, p. 207) étudient l'évolution de ce ratio et montre qu'il était à un niveau de 47% en 2004 et a été décroissant jusqu'à la crise pour atteindre le niveau de 8% à l'approche de l'éclatement financier. À la fin de l'été 2008, l'Islande se retrouve donc dans une situation où son secteur bancaire est disproportionné, fortement exposé à l'étranger, et où la BCI n'est pas en mesure de jouer son rôle de PDR, même avec le secours du Trésor. La crise financière internationale entamée au mois de septembre 2008 va définitivement plonger le système bancaire de l'île vers la faillite. Le déclencheur final vient bien de l'extérieur, mais les racines profondes de la crise sont domestiques.

**Tableau 15 : Caractérisation du mode de développement islandais entre 2003 et 2008**

Période	2003 - 2008
Régime de croissance	Tiré par la finance
Mode de régulation	Régulation concurrentielle
Forme du rapport monétaire	Banque centrale indépendante, secteur bancaire privatisé, forte croissance du crédit, des entrées de capitaux et des activités spéculatives
Forme du rapport salarial	Désindexation des salaires, néo-corporatisme centralisé et montée du pouvoir actionnarial
Forme d'adhésion au régime international	Spécialisation dans l'industrie financière, entrée massive de capitaux et conquêtes de marchés à l'étranger
Forme de la concurrence	Domination des mécanismes concurrentiels
Forme de l'État	Désengagement de l'État

### 2.3.3. L'éclatement de la bulle

Mise en difficulté depuis l'été 2007 avec le début de la crise des subprimes<sup>245</sup>, la banque d'investissement du nom de Lehman Brothers entre officiellement en faillite le 15 septembre 2008. La conjonction entre la crise du marché immobilier américain et de la crise du marché interbancaire qui fera suite à cette faillite, entérine officiellement l'entrée dans la crise financière globale. La faillite de Lehman Brothers aura pour effet de généraliser la défiance sur le marché interbancaire, dans un contexte de chute des cours boursiers mondiaux. Cette défiance d'ampleur mondiale ne sera pas sans conséquence pour le financement des établissements bancaires islandais, tandis que la chute des cours boursiers aura pour effet de dévaloriser une partie de leurs actifs.

A cette époque, Glitnir a des échéances de crédit à hauteur de 550 millions d'euros, à honorer avant la mi-octobre (ce qui équivalait à 50% de ses fonds propres) (Johnsen, 2014, p. 19). Le 23 septembre, Glitnir se voit refuser le renouvellement de deux lignes de crédit d'une valeur totale de 150 millions d'euros par Bayerische Landesbank, au motif que celle-ci a prêté il y a peu 300 millions à la BCI et qu'elle a de ce fait atteint sa limite des crédits allouables à des entités islandaises. Le même jour, Nordea finit par se rétracter quant à un rachat d'une de ses filiales norvégienne que Glitnir cherchait à vendre en vue de faire face aux échéances d'octobre (Johnsen, 2014, p. 20). Dans le même temps, Glitnir se retrouve à devoir faire face à des appels de marge et à des retraits en devises : « *[A]s a result of falling asset prices and depreciation of the krona margin calls amounting to €220 mn were made and international 'wholesale deposits' of at least €150 mn were withdrawn* » (Baldursson, Portes, 2013, p. 10).

Le 25 Septembre, Thorsteinn Mar Baldvinsson, président de *Glitnir*, rencontre en tête-à-tête David Oddsson, gouverneur de la BCI, et exprime son inquiétude concernant les échéances du mois à venir, compte tenu de la situation difficile de la banque en matière de liquidités. Baldvinsson émet alors l'idée de demander un prêt à la BCI à hauteur de 600 millions d'euros<sup>246</sup>. Les 26, 27 et 28 Septembre, le rapport du CSI (2010a, p. 11), repris en partie par Johnsen (2014, p. 21-26), montre que de nombreuses rencontres eurent lieu entre différents

---

<sup>245</sup> Il est intéressant de noter par ailleurs que les banques islandaises n'étaient pas exposées sur le marché des subprimes.

<sup>246</sup> Plus tard dans la journée, un rendez-vous eu lieu entre des responsables de la BCI et deux vice-présidents de Glitnir et la somme de 500 millions est alors évoquée (CSI, 2010a, pp. 10-11).

responsables des banques, du FME<sup>247</sup>, de la BCI et de certains ministres. Mais ces entrevues sont tenues secrètes, y compris entre différents membres du gouvernement<sup>248</sup>. Plusieurs plans sont échafaudés pendant ces quelques jours. Une première option est d’offrir un prêt en dernier ressort, c’est pourquoi dans les bureaux de Glitnir on cherche désespérément de quoi constituer un collatéral suffisant. Le 28 septembre, Glitnir annonce pouvoir mettre sur la table 1.3 milliards d’euros de collatéral. Une seconde option, défendue par David Oddsson, est d’acheter une partie des actions de Glitnir plutôt que de leur offrir un prêt (une variante de cette option est d’aller jusqu’à la nationalisation complète de la banque)<sup>249</sup>. Le collatéral proposé par Glitnir ne semble pas être de suffisamment bonne qualité et il apparaît que de nouveaux remboursements conséquents seront à honorer en janvier 2009. La BCI ne juge pas la banque capable, même avec un prêt de 600 millions d’euros, d’honorer cette échéance (Baldursson, Portes, 2013, p. 11). Au matin du 29 septembre, le gouvernement annonce acheter 75% des parts de Glitnir, au prix de 600 millions d’euros, à un prix bien inférieur à leur cours du moment. Le gouverneur de la BCI, David Oddsson, affirme alors :

« When this storm is over, because every storm ends at some point of course, then this bank will be in good shape and then I fully expect the state to sell its share and then I expect that the State, and therefore taxpayers, will make a profit on the whole thing » (CSI, 2010a, p. 48)<sup>250</sup>

Malgré cet optimisme affiché, l’entrée au capital de Glitnir entraîne un début de *bankrun* à son guichet ainsi qu’une dégradation des notes de la banque et du gouvernement islandais. Le 30 novembre, Moody’s suit S&P et dégrade la note de Glitnir, dont le sort est scellé. En effet, cette dégradation constitue une violation de certaines clauses des contrats de prêts liant Glitnir à ses créiteurs (*i.e.* le maintien des lignes de crédit en question était conditionné au bon *rating* de Glitnir). Ainsi, on assiste à une demande de remboursement anticipé de la part de deux banques (DZ Bank et Sumitomo Bank) pour un montant total de 425 millions d’euros. Au cours

---

<sup>247</sup> Le FME (*Fjármálaeftirlitið*) est l’autorité de supervision financière en Islande. <https://en.fme.is/supervision/>

<sup>248</sup> Notamment, le Ministre du Commerce, responsable du système bancaire (Bjorgvin Sigurdsson), semble avoir été maintenu à l’écart par le conseiller économique du Premier Ministre (Tryggvi Thor Herbertsson, co-auteur du rapport de Mishkin de 2007).

<sup>249</sup> Une troisième option, venue de Landsbanki, est de permettre le rachat de Glitnir par Landsbanki grâce à un prêt de plus de 2 milliards d’euros de la BCI, après que celle-ci ait injecté 660 millions d’euros de capital.

<sup>250</sup> Pour sa part, Jon Asgeir Johannesson, principal actionnaire de Glitnir, déclare dans un journal (*Frettabladid*) que l’entrée au capital de Glitnir réalisée par le gouvernement est le plus grand cambriolage de l’histoire islandaise, et qu’il s’agit en réalité d’une revanche prise par Oddsson dans le cadre d’une querelle personnelle opposant les deux hommes. Voir Johnsen (2014, p. 28)

des deux premiers jours du mois d'octobre, le cours des actions de Glitnir s'écroule et la « *task force* »<sup>251</sup> se penche sur le risque de contagion aux autres banques islandaises qui s'avèrent être fortement exposées du fait de la forte consanguinité du secteur. Par exemple Landsbanki avait accordé des crédits aux actionnaires de Glitnir, dont le collatéral était constitué d'actions de Glitnir, fortement dépréciées. Dans ces conditions, les pays où les succursales et filiales des banques islandaises sont implantées commencent à s'inquiéter.

Le 2 octobre l'autorité de supervision financière britannique (FSA) convoque le CEO de KSF (filiale de Kaupthing à Londres) et lui demande d'obtenir 1 milliard de livres de fonds de la part de sa maison mère pour faire face aux demandes potentielles de retraits en devises. Le 3 octobre, la FSA écrit au FME à propos de la situation de KSF, qui enfreint les règles en matière de liquidité<sup>252</sup> depuis qu'elle a fourni 500 millions à sa maison mère qui doit faire face à des appels de marge. La FSA demande alors explicitement aux autorités islandaises de faire en sorte que Kaupthing transfère 1.6 milliards de livres à KSF avant le 6 octobre (CSI, 2010a, p. 163). La FSA s'intéresse aussi de près à *Icesave* et *Heritable Bank* (respectivement succursale et filiale de Landsbanki), et leur demande de mettre en réserve à la BoE 20% de leurs dépôts à vue, soit au total environ 350 millions d'euros (Baldursson, Portes, 2013, p. 12). Dans le même temps, Landsbanki doit faire face à un appel de marge de la BCE de 400 millions d'euros. Glitnir quant à elle est confrontée à des appels de marge colossaux, pour une valeur totale de l'ordre d'1.1 milliard d'euros, soit 100% de ses fonds propres (Johnsen, 2014, p. 33), dont plus de la moitié (640 millions), provient de la BCE (Baldursson, Portes, 2013, p. 11). En effet, avec la dépréciation de la couronne islandaise au cours de la semaine passée, le collatéral déposé par les banques islandaises (ou leurs filiales européennes) s'était déprécié d'environ 10%. La BCE, constatant que ces deux banques étaient dans l'incapacité de satisfaire aux appels de marge, repousse ceux-ci au samedi 5 octobre, leur offrant ainsi une bouffée d'oxygène. Cependant, la situation est à ce stade devenue tellement critique que même avec le secours de la BCI, les réserves sont insuffisantes pour faire face aux échéances.

---

<sup>251</sup> Ce groupe est constitué du directeur de la stabilité financière à la BCI (Tryggvi Palsson), de l'avocat Karl Axelsson, du consultant Ragnar Onundarson, d'un expert comptable (Stefan Svavarsson). Avec la crise il s'élargit autour du Groupe de Coordination du Gouvernement (représentants du Premier Ministre, du Ministre des Finances, du Ministre du Commerce, du FME et de la BCI). Voir Johnsen (2014, pp. 28-29).

<sup>252</sup> Celle-ci doit détenir 95% des dépôts en cash ou en actif très liquides, soit environ 2 milliards de livres, alors qu'à ce moment les réserves étaient de l'ordre de 500 millions seulement.

« On Friday October 3 it was clear that all three banks needed emergency funding: Glitnir needed well over €2 bn [...], Landsbanki needed €0.72 bn [...], Kaupthing needed €2 bn. In total, approximately €5 bn were needed in emergency funding; about €2.3 bn were due to the UK FSA and €1 bn to the ECB. [...] Gross currency reserves were approximately €2.6 bn, so there was no way the CBI could come up with the cash in the absence of external funding » (Baldursson, Portes, 2013, p. 14).

Dès le 4 octobre, différents groupes travaillent sur des moyens de gérer la crise, mais sans réelle coordination, et de nombreuses tensions sont relevées entre les autorités impliquées<sup>253</sup>. Le Premier Ministre Haarde fait le choix de travailler au sein d'un groupe restreint et propose le 5 octobre au reste du gouvernement de préparer une loi d'urgence en cas de faillite des trois banques. À la demande de la BCI arrive une équipe de 3 consultants de JP Morgan, ayant une bonne connaissance du système financier islandais. Dans la nuit du 5 au 6 octobre, ils donnent leurs conclusions au groupe formé autour du Premier Ministre Haarde. Le Ministre du Commerce (Sigurdsson) déclarera par la suite :

« It was a strange moment, suddenly it became crystal clear, the man just drew it up on the board. Just suddenly, it was like the moment of truth after this insane roller coaster weekend, which was probably more or less based on wishful thinking » (CSI, 2010a, p. 104).

Pour eux, il n'y a pas d'autre solution que de prendre le contrôle des banques et de les scinder entre « *good banks* » et « *bad banks* » et la *task force* travaille toute la journée du 6 octobre suivante à la rédaction d'une loi d'urgence en ce sens (Jónsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 60). Après avoir fait un discours à 16h dans lequel il déclare que « la nation islandaise fait face à de grandes difficultés » et que dans une telle situation « chaque nation doit évidemment s'attacher avant toute chose à préserver ses propres intérêts »<sup>254</sup>, le Premier Ministre Haarde annonce le vote de la loi d'urgence qui permettra aux autorités de prendre le contrôle d'institutions financières, mais aussi de redéfinir l'ordre de priorité dans lequel les différentes parties prenantes doivent pouvoir récupérer leurs fonds, afin de donner la priorité aux dépôts domestiques. Il clôt son discours avec la formule devenue célèbre (« Que Dieu bénisse

---

<sup>253</sup> Il y a par exemple une opposition entre la BCI et le gouvernement, mais aussi des tensions au sein du gouvernement qui est formé d'une coalition (CSI, 2010a, pp. 88-89).

<sup>254</sup> <https://www.government.is/news/article/2008/10/06/Address-to-the-Nation-by-H.E.-Geir-H.-Haarde-Prime-Minister-of-Iceland/>



l'Islande »<sup>255</sup>), joue ensuite la temporisation en ne répondant à aucune des sollicitations britanniques qui affluent dans la soirée à propos de KSF<sup>256</sup> (Johnsen, 2014, pp. 40-41) puis, à 23h18, le Parlement vote la loi d'urgence.

Dès le jour suivant, le FME prend le contrôle de Glitnir et de Landsbanki et met en place pour chacune un comité de résolution chargé de réaliser les opérations au sein des banques sous son contrôle. Kaupthing est à ce stade le seul établissement qui a une chance de s'en sortir. Ayant obtenu la veille un prêt de 500 millions d'euros auprès de la BCI<sup>257</sup>, Kaupthing obtient un délai d'un jour supplémentaire auprès de la FSA quant à la situation de KSF, en évoquant l'éventualité d'une vente de sa filiale à J.C. Flowers (Johnsen, 2014, p. 43). Dans la nuit du 7 au 8 octobre, Kaupthing annonce à la FSA que les négociations avec J.C. Flowers n'ont pas été concluantes. La situation de liquidité de KSF devient donc très inquiétante pour le superviseur financier britannique dans la mesure où les retraits s'intensifient. Au matin du 8 octobre, la FSA interdit donc à KSF de collecter de nouveaux dépôts ; dans l'après-midi le Trésor britannique place KSF sous tutelle et transfère les fonds restants (3.2 millions de livres), chez ING Direct (CSI, 2010a, p. 171).

Au cours de la matinée les autorités britanniques ont gelé tous les actifs de Landsbanki et du gouvernement islandais, en ayant recours à l'Anti-terrorism, Crime and Security Act<sup>258</sup>. Dans le même temps elles prirent le contrôle d'Icesave et d'Heritable Bank. Cette intervention

---

<sup>255</sup> Si cette phrase peut paraître anodine à un observateur extérieur, elle ne l'était pas du tout pour les islandais. En effet, jamais dans l'histoire un élu de la nation n'avait prononcé ces mots. Johnsen (2014, p. 18) écrit à ce propos : « *On October 6, 2008, however, I hear 'God bless Iceland' in Icelandic for the first time from an Icelandic elected official. It was a historic moment. Every nation has her historic moments where each citizen can remember where he or she was located at the time. For Icelanders, this was such a moment. The last three words of the speech have not only become some sort of the most defining words of that prime minister's time in office, they have also become defining words of the financial-system collapse in the minds of Icelanders* ».

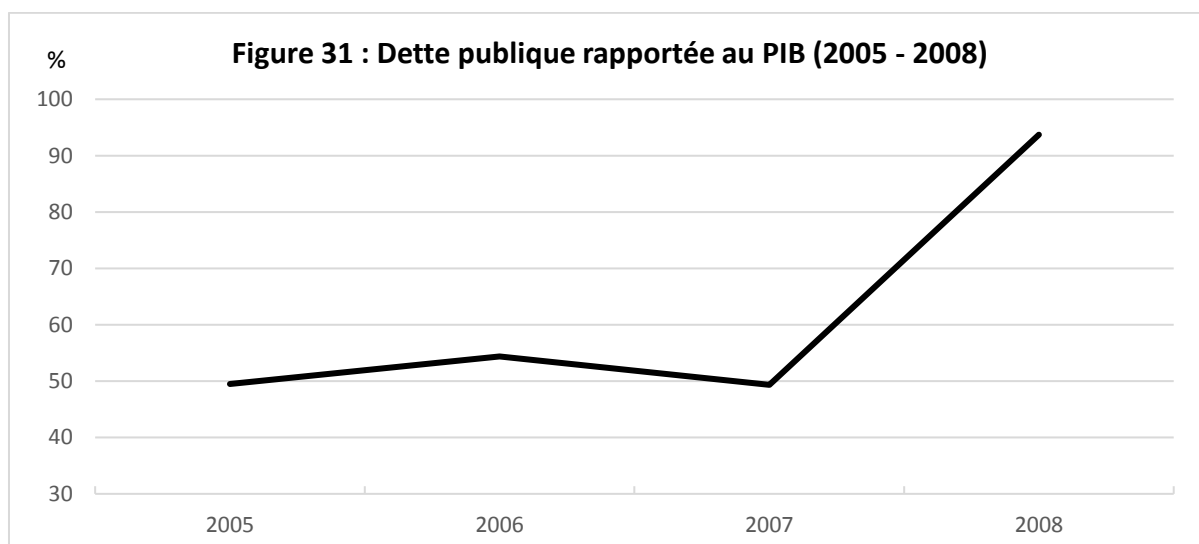
<sup>256</sup> « *During the deliberations on the emergency legislation in the parliament on Monday night, October 6, both Gordon Brown and Alistair Darling, the Chancellor of the Exchequer, tried to call Haarde, but he declined to speak with either of them* » (Jonsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 66). Alors que les retraits causés par l'annonce des difficultés rencontrées par *Glitnir* s'étaient réduits, ce discours du Premier Ministre, loin d'avoir rassuré la population, eu plutôt pour effet de générer une vague de panique. Entre le 1er et le 10 Octobre, les billets en circulation ont augmenté de 250%. Jusqu'à ce discours, la population n'avait pas réellement conscience de l'état réel du secteur bancaire domestique : à partir de ce moment, ce fut chose faite. Il convient de noter que jusqu'au discours du Premier Ministre, « *various players had gone to the media with assurances that the banks were safe [...]. Haarde himself told the nation, just 17 hours earlier, 'no special action is needed'* » (Jonsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 63).

<sup>257</sup> Le collatéral est constitué d'action d'une banque danoise (FIH), achetée par Kaupthing en 2004 (Jonsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 70). La revente des actions de FIH en Septembre 2010 par la BCI se fera pour un montant de 255 millions d'euros, soit une perte d'environ 50% (*ibid*, p. 96).

<sup>258</sup> Ce faisant, les autorités britanniques mirent donc une nation pacifique, alliée et membre de l'OTAN, sur une liste noire aux côtés d'Al Qaeda, de la Birmanie, ou encore de la Corée du Nord.

que d'aucuns pourraient qualifier de « disproportionnée »<sup>259</sup> de la part des britanniques s'explique en grande partie par le fait que le gouvernement islandais a insisté sur la priorité qu'il donnerait aux déposants islandais vis-à-vis du reste du monde, ce que les autorités britanniques ont considéré comme une discrimination illégale du point de vue de la législation de l'EEE. En agissant ainsi, la Grande-Bretagne cherche donc à s'assurer que les actifs de Landsbanki, Icesave et Heritable Bank, ne quittent pas le territoire, et qu'ils puissent servir à dédommager les déposants britanniques<sup>260</sup>.

Etant donné la situation de la banque, le board de Kaupthing démissionne dans la nuit du 8 au 9 octobre et les trois grandes banques islandaises sont alors toute sous le contrôle du FME. La mise en faillite de ces trois banques causera d'immenses pertes pour la BCI qui avait, comme nous l'avons déjà souligné, accepté en collatéral de nombreuses *love letters* dont la valeur à la suite de la crise est quasi nulle. Dans ces conditions, le gouvernement devra donc renflouer la BCI à hauteur de 1.2 milliards d'euros (Benediktsdottir, Danielsson, Zoega, 2011, p. 207), ce qui représente environ 20% du PIB de l'Islande. Dès la fin de l'année 2008, le ratio de dette publique islandais dépasse 90% du PIB (figure 31).

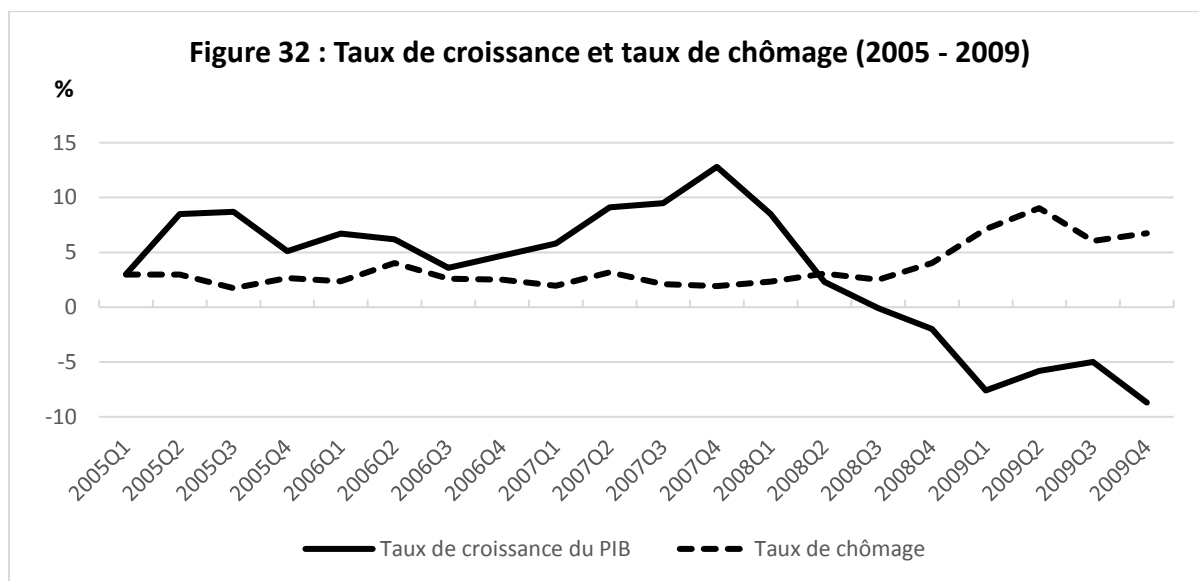


Source : Auteur. Données : Organisation de Coopération et de Développement Economique

<sup>259</sup> Le Premier Ministre Haarde parle d'un geste « completely unfriendly » dans une interview à *The Guardian* le 10 Octobre. <https://www.theguardian.com/business/2008/oct/10/banking-creditcrunch>

<sup>260</sup> « *The British authorities seemed to be obsessed with the thought that the Icelanders were sucking funds out of the UK and into their own troubled financial system. [...] The British position is to some extent understandable. Three weeks before, on September 12, Lehman Brothers transferred \$8 billion from its operations in the UK to the USA just before its collapse, and much to the dismay of the British prime minister* » (Jonsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 65).

Surtout, la croissance va s'effondrer et le chômage va fortement augmenter au cours de l'année 2009 (figure 32).



Source : Auteur. Données : Statistics Iceland, Organisation de Coopération et de Développement Economique

Le régime d'accumulation de croissance tiré par la finance atteint alors ses limites. L'ampleur de la crise va modifier profondément les équilibres politiques historiques, et faire émerger une volonté de redéfinition des formes institutionnelles. La mise en place d'assemblées constituantes et de référendums atteste de la profondeur des remises en causes des institutions. Sur le plan plus resserré de l'évolution du régime monétaire islandais, nous verrons d'abord comment la politique de sortie de crise va restructurer l'organisation monétaire de l'île dans les premières années consécutives au choc. Ensuite, nous chercherons à saisir, à l'aune de l'histoire contemporaine de l'Islande, comment une contestation monétaire remettant en cause le mode d'émission a pu émerger, c'est-à-dire que nous nous pencherons sur la dynamique politique sous-jacente à cette proposition de réforme.

### **3. La politique économique de sortie de crise et la contestation du mode d'émission monétaire dans le contexte islandais**

#### **3.1. La politique économique de sortie de crise**

##### ***3.1.1. Première urgence : le sauvetage du système de paiement***

La spécificité du cas islandais dans la gestion de l'immédiat après-crise tient tout d'abord au fait que les banques islandaises avaient atteint un tel gigantisme, avec un bilan

consolidé représentant en août 2008 865% du PIB, que celles-ci ne pouvaient pas être sauvées (Benediktssdottir, Danielsson, Zoega, 2011, p. 218). En effet, au problème bien connu des banques systémiques, dites « *too big to fail* », est venu s'ajouter une problématique plus originale, avec des banques « *too big to save* ». Nous avons vu que la BCI n'était pas en mesure de jouer son rôle de PDR, notamment du fait de la faiblesse de ses réserves en devises. Par ailleurs, concernant l'hypothèse où l'État islandais se serait endetté massivement pour renflouer la BCI et opérer le sauvetage des banques, il y a matière à penser que cette hypothèse eut été tout bonnement irréalisable elle aussi (Carey, 2009, p. 2). Matthiasson et Davidsdottir (2013, p. 6) estiment que la nationalisation des trois banques islandaises, aurait amené le taux de dette publique sur PIB à un minimum de 200%, voire à un maximum de 500% (en fonction du taux de perte sur les actifs). En ce sens, ce n'est pas que les autorités islandaises auraient « refusé » de sauver les banques (façon dont est souvent présenté l'épisode à l'étranger), celles-ci ont essayé mais n'en avait en réalité pas les moyens<sup>261</sup>.

« The crucial difference is scale. While many countries have their share of troubled banks, in those cases the problems are confined to only a segment of their banking system, in economies where the overall assets of the banks are much smaller relative to GDP. In those countries the government has adequate resources to contain the fallout from individual bank failures » (Danielsson, Zoega, 2009, p. 8).

Etant donné que les autorités islandaises n'étaient pas en mesure de gérer la crise bancaire par la voie d'un sauvetage du secteur bancaire, il était nécessaire de laisser les banques faire faillite. Dans cet inévitable mouvement vers la faillite il demeurait cependant possible d'opérer des arbitrages dans le cadre du processus de résolution. Celui-ci permet la partition des banques, c'est-à-dire la séparation du bilan en deux parties, dont l'une, viable, sera sauvée et dont l'autre fera faillite. Le principe général de partition se résume dans la distinction entre *good bank* et *bad bank*. En général, la partie saine de la banque est revendue à une autre banque déjà existante et en bonne santé. Une telle option n'était pas envisageable dans le cas islandais, dans la mesure où les trois banques en faillite représentaient la quasi-totalité du secteur bancaire domestique. C'est pourquoi l'État a été contraint de créer de nouveaux établissements bancaires qui ont récupéré la partie saine de l'actif et de laisser dans les anciens établissements les actifs

---

<sup>261</sup> « *Iceland was never in a position to bail out its banks, but this did not stop the government from trying* » (Matthiasson, Davidsdottir, 2013, p. 5).

toxiques. Pour ce qui est de la partition du passif, il convient de fixer un ordre de priorité, une hiérarchie, entre les différents créanciers de la banque en faillite.

La loi d'urgence a permis aux autorités islandaises d'adopter une stratégie originale dans sa façon de gérer la partition des banques en faillite. En effet, la loi d'urgence a permis de modifier l'ordre de priorité entre les créanciers des banques, notamment en faisant des déposants islandais les créanciers prioritaires. La séparation ne s'est pas faite selon la distinction *good bank / bad bank* mais plutôt selon la distinction national / international. Les dépôts et crédits domestiques ont été placés dans les bilans des nouvelles banques, dont l'État est propriétaire et qu'il recapitalise<sup>262</sup>, tandis que les dépôts des agents étrangers, les obligations et d'une manière générale toutes les autres dettes, sont restées dans les anciennes banques avec les actifs étrangers (Baldursson, Portes, 2013, p. 92). Pour les créanciers étrangers, le recouvrement dépendait alors des conditions de liquidation des actifs internationaux<sup>263</sup>. Du point de vue des déposants islandais, la partition des banques n'a eu dans l'immédiat que peu d'effet, si ce n'est aucun (Jónsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 86).

Le risque d'une partition entre la partie domestique et la partie internationale des banques islandaises est celui de la valorisation des actifs domestiques dans les nouveaux établissements. Contrairement à une partition entre *good bank* et *bad bank*, ce type de partition présente le défaut de placer dans les nouvelles banques des actifs de mauvaise qualité, ou fortement dépréciés (Baldursson, Portes, 2013, p. 91). Ainsi, si le transfert des dépôts en couronne islandaise au bilan des nouvelles banques n'a pas été problématique, le transfert des actifs domestiques fut plus complexe dans la mesure où il a fallu procéder à une nouvelle évaluation de ceux-ci. Etant donné que le total des actifs transférés (d'une valeur d'environ 12 milliards d'euros) était supérieur au total du passif (10 milliards d'euros), la différence entre les deux composantes du bilan correspond à une obligation envers les anciennes banques (environ

---

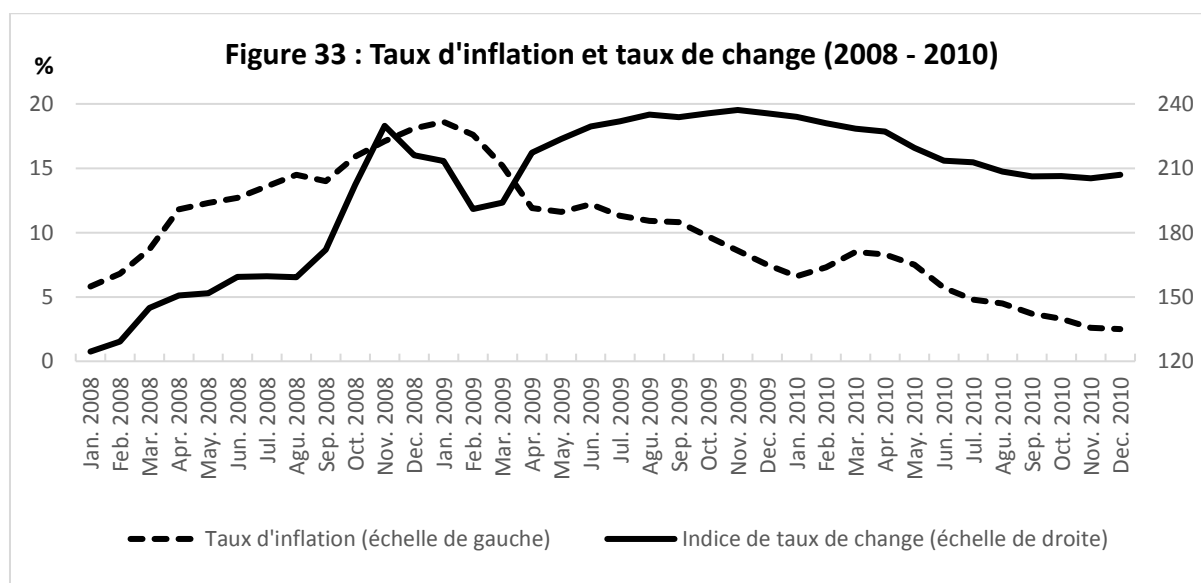
<sup>262</sup> Landsbanki étant considérée comme un groupe terroriste depuis le *freezing order* du 8 octobre, il a fallu créer très rapidement une nouvelle entité, ce qui a précipité quelque peu le processus de séparation. New Landsbanki sera donc créée le 9 octobre. New Glitnir est créée le 15 octobre. New Kaupthing est quant à elle créée le 22 octobre (Jonsson, Sigurgeirsson, 2016, pp. 105-106).

<sup>263</sup> Celles-ci ne furent pas immédiatement liquidées et conserveront même un certain temps leur licence bancaire. L'objectif était de leur permettre de poursuivre leurs activités afin de maximiser la valeur des actifs qu'elles avaient conservés au bilan. En effet, une liquidation précipitée (« *fire sales* ») aurait eu pour effet de renforcer la tendance baissière sur les marchés. À mesure que les actifs étaient vendus, les dettes envers les créanciers au passif étaient éteintes.

2 milliards d'euros), en vue de rembourser ses créanciers internationaux (Jónsson, Sigurgeirsson, 2016, pp. 113-114 ; Carey, 2009, p. 35).

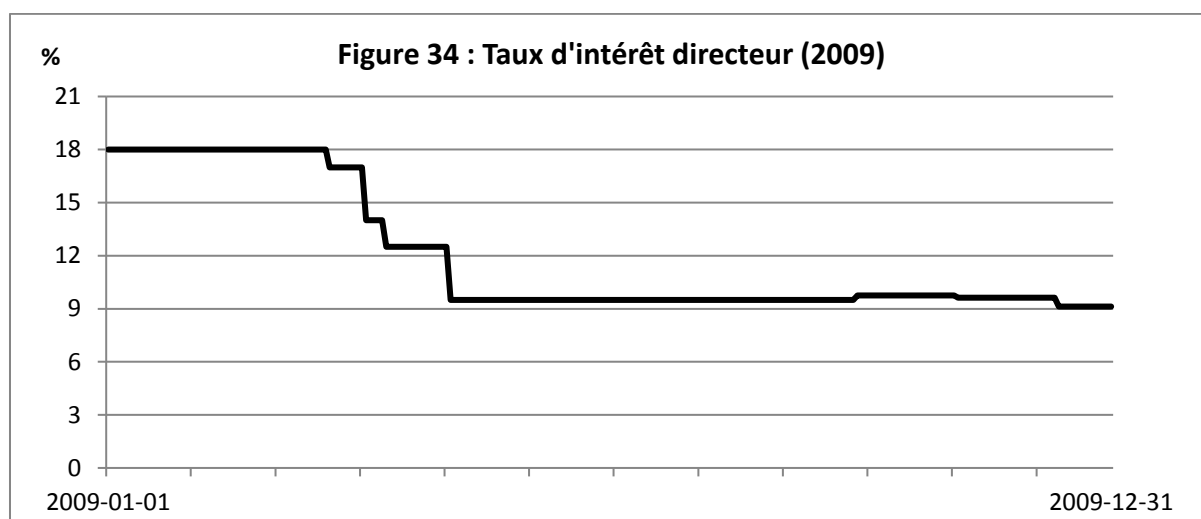
### 3.1.2. Crise de change, contrôle des capitaux et politique de taux d'intérêt

Une bonne partie des actifs domestiques étaient par ailleurs directement liée à la valeur (interne ou externe) de la couronne islandaise. Environ 70% des crédits aux ménages sont indexés sur l'inflation, et environ 70% des crédits aux entreprises sont soit libellés en devises, soit indexés sur une devise (Jónsson, Sigurgeirsson, 2016, pp. 124-125). Dans ces conditions, la capacité des agents non financiers domestiques à rembourser leurs crédits était hautement dépendante du taux d'inflation d'une part, et du taux de change d'autre part. Compte tenu des sorties de capitaux et de la forte dépréciation du taux de change que connaît l'Islande dès 2008, l'inflation augmente rapidement, avec un pic à 18,6% au premier mois de 2009. Pour lutter contre cette inflation, la BCI avait rehaussé son taux directeur à la fin du mois de mars (+ 1,25 points) et au cours du mois d'avril (+ 0,5 points), pour atteindre enfin 18% à la fin du mois d'octobre 2008. C'est à ce moment que la décision est prise de mettre en place un contrôle des capitaux pour soutenir la couronne islandaise et éviter une faillite généralisée de tous les débiteurs domestiques. C'est donc avec la volonté de limiter la dépréciation qu'est mis en place un contrôle des capitaux, afin d'éviter que les dépôts auprès des banques désormais recapitalisées ne quittent le pays, alimentant ainsi la spirale de perte de valeur de la couronne islandaise. La mise en place du contrôle des capitaux a permis de remplir l'objectif de stabilisation relative du taux de change et par extension de l'inflation (figure 33).



Source : Auteur. Données : Banque Centrale d'Islande

La mise en place du contrôle des capitaux a aussi permis de redonner des marges de manœuvres quant à la politique de taux directeur. En l'absence de contrôle des capitaux, la hausse du taux d'intérêt était perçue comme l'outil principal de la lutte contre l'inflation. Une baisse des taux serait alors apparue comme contraire aux objectifs de la politique monétaire, compte tenu du mandat de la BCI depuis 2001. Elle aurait alimenté les sorties de capitaux et aurait davantage affaibli la couronne islandaise. Le contrôle des capitaux va permettre de « libérer » l'outil du taux d'intérêt, et d'entamer une baisse du taux directeur à partir de 2009. Entre le mois de mars et la fin du mois de décembre 2009, le taux directeur de la BCI va quasiment être divisé par deux, passant de 18% à 9,125% (figure 34).



*Source : Auteur. Données : Banque Centrale d'Islande*

Sur le plan de la politique monétaire, le contrôle des capitaux a donc permis de stabiliser la couronne islandaise et de contenir l'inflation. La baisse du taux d'intérêt directeur peut alors être analysée comme un outil de relance de l'activité.

« The capital controls have worked, in the sense that since they were rigorously enforced the exchange rate has been fairly stable and inflation has come down. The controls have also helped recovery after the crisis by keeping domestic interest rates down and supporting asset prices » (Baldursson, Portes, 2013, p. 89).

Cependant, la question de la relance pose, au-delà des aspects qui relèvent spécifiquement de la politique monétaire, la question de la politique budgétaire et de son financement.

### 3.1.3. L'intervention du FMI

L'envolée des CDS sur le gouvernement islandais, dépassant les 1000 points de base dans le dernier trimestre de 2008 et le premier trimestre de 2009 (OECD, 2011, p. 52)<sup>264</sup>, lui rendait l'accès aux marchés de capitaux internationaux impossible (Carey, 2009, p. 35). Dans l'incapacité de se procurer des devises, il fut rapidement nécessaire de trouver des sources de financement extérieur pour assurer la continuité des importations. Ne souhaitant pas se tourner vers le FMI, en raison notamment des contraintes sur la politique économique future qu'une intervention aurait fait peser, les autorités islandaises ont d'abord misé sur un éventuel prêt direct d'une autre nation. Le 7 octobre, le gouverneur de la BCI, David Oddsson, annonce dans les médias que l'Islande a obtenu un prêt de 4 milliards d'euros auprès de la Russie à des conditions fort avantageuses. Il s'avèrera, un peu plus tard dans la journée, que ce financement extérieur n'était qu'un mythe. Face à l'absence de ligne de crédit d'ampleur suffisante et à la fonte des réserves en devises, l'Islande finit par demander une aide du FMI le 9 octobre. Un premier accord entre le FMI et l'Islande est annoncé le 24 octobre, concernant plusieurs lignes de crédits pour un montant total de 5 milliards de dollars.

Cependant, cet accord sera bloqué par un veto conjoint des britanniques et des hollandais. Ce blocage au niveau du FMI s'inscrit dans la continuité du gel des actifs islandais mis en place deux semaines plus tôt par les britanniques. Il s'agit en réalité d'un levier de pression politique utilisé par les pays créanciers des banques islandaises en faillite. En effet, ceux-ci ont fait le choix d'indemniser immédiatement les déposants ayant perdu leurs avoirs dans les succursales européennes des banques islandaises. Pourtant, la réglementation européenne dispose que ce sont les mécanismes de garantie des dépôts islandais qui auraient dû indemniser les déposants, à hauteur de 20.887€. Le déploiement des mécanismes de garantie des dépôts par les britanniques et les hollandais s'inscrit dans une logique de maintien de la confiance : il s'agissait d'indemniser rapidement la totalité des déposants impactés par la crise islandaise pour éviter que le *bank run* sur les comptes Icesave ne mute en un *bank run* généralisé<sup>265</sup>. Ainsi, les britanniques et les hollandais avaient à cœur d'obtenir des garanties pour un remboursement futur des sommes engagées. En l'absence de ces garanties, ces deux pays posent leur veto.

---

<sup>264</sup> Sur des bons à 5 ans, en dollar américain.

<sup>265</sup> Notons par ailleurs que l'épisode de Northern Rock avait déjà été un signal négatif.



« On October 24 the IMF announced ‘an ad referendum agreement’ on an economic program supported by a \$2.1 billion loan, and under a two-year Stand-By agreement. The IMF loan was matched with loans from the Nordic countries and Poland; in total, the sum reached \$5 billion - 40% of Iceland’s GDP. The loan was intended to service external financing needs over the next three years. However, the IMF board needed to approve the loan, and both British and the Dutch vetoed any lending to Iceland unless a government guarantee was provided for the Icesave deposits. A new standoff began » (Jónsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 87).

Les partenaires, notamment nordiques, affirment ne débloquer leurs fonds que dans le cas d’un accord préalable du FMI. Il apparaît donc à la fin du mois d’octobre que seul un accord avec les britanniques et les hollandais, c’est-à-dire un engagement de la part du gouvernement islandais à rembourser les fonds de garanties, peut permettre de débloquer les financements. Un accord est conclu à la mi-novembre, sur la base d’une déclaration des autorités islandaises, affirmant que toute la dette du fonds de garantie des dépôts islandais vis-à-vis des fonds de garantie étrangers, soit un total de 4 milliards d’euros environ<sup>266</sup>, sera honorée. Dans ces conditions, les britanniques et les hollandais décident de lever leur veto et de permettre à l’aide du FMI de se mettre en place à partir du 18 novembre, débloquant ainsi les financements bilatéraux qui l’accompagnent. En pratique, les fonds furent versés progressivement aux autorités islandaises, et n’avaient pas vocation à satisfaire les mêmes objectifs, selon qu’ils provenaient du FMI ou de prêts bilatéraux. Les crédits accordés par le FMI visaient à soutenir le cours de la devise islandaise et à permettre de restaurer rapidement la balance des paiements, plutôt dans une optique de court terme. Les crédits accordés par les partenaires nordiques avaient quant à eux pour objectif d’assurer au gouvernement islandais des moyens de se financer dans les années à venir, en vue de lui laisser le temps de regagner la confiance des marchés internationaux. Les tranches de prêts du FMI avaient une maturité de 5 ans, contre 12 pour celles des pays nordiques.

« On November 18, once the IMF Board has approved, the Central Bank of Iceland (CBI) received a collective \$4.85 billion injection of foreign reserves. Broken down this included a \$2.1 billion emergency loan facility from the IMF; bilateral funding

---

<sup>266</sup> Les britanniques et les hollandais avaient garanti les dépôts au-delà du plancher européen de 20.887€ (50.000€ et 100.000€ respectivement) et l’écart reste à leur charge.

amounting to \$2.5 billion from Scandinavian countries; \$200 million from Poland; and \$50 million from the Faroe Islands » (Jónsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 143).

Si le gouvernement avait bel et bien *annoncé* la prise en charge, sur deniers publics, de la « dette Icesave », les britanniques et les hollandais étaient probablement loin de penser que le gouvernement islandais n'aurait absolument pas les moyens d'*appliquer* cet accord. Compte tenu de l'urgence de la situation, les créanciers étrangers se contentèrent de cette annonce au mois de novembre 2008, mais avant d'entrer en pratique, celle-ci devait passer les étapes législatives usuelles. L'accord fut bien validé par le Parlement islandais, fraîchement élu, en août 2009 ; cet épisode est connu sous le nom d'accord « Icesave 1 ». Cette première version fût rejetée par les britanniques et les hollandais, car les flux de remboursements étaient conditionnés à la bonne santé macroéconomique de l'île<sup>267</sup>. Deux autres propositions d'accord seront validées par le Parlement, mais ce seront par la suite les citoyens islandais qui bloqueront, par deux référendums successifs (2010, 2011), la mise en pratique des accords « Icesave 2 » et « Icesave 3 ». Sur le plan de la politique extérieure, les blocages successifs ont amené les britanniques et les hollandais à porter l'affaire Icesave devant la Cour de Justice de l'AELE<sup>268</sup>. Même dans ce climat de conflit diplomatique, l'Islande a pu obtenir des financements en devises dans le cadre du plan d'assistance du FMI. De plus, le FMI a laissé de très larges marges de manœuvre aux autorités islandaises pour mener leur politique de sortie de crise, souvent qualifiée d'« hétérodoxe » (Jónsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 102). Confrontée à une contraction notable du PIB et des salaires réels (Carey, 2009, p. 38), l'Islande a malgré tout pu mener une politique budgétaire expansionniste :

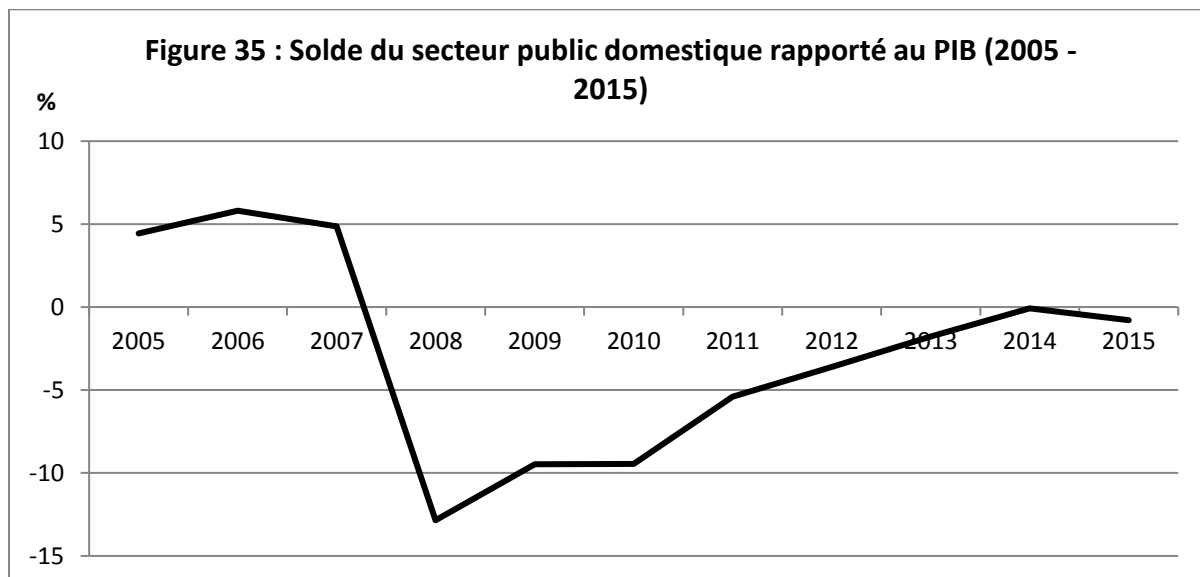
« Iceland was allowed to let “automatic stabilizers” work their way for the first two to three years of the IMF-programme [...]. This meant that Iceland did not follow the path of austerity. [...] For Iceland, Keynesian effect was accepted whereas supply side policies were the only option given to Greece » (Matthiasson, Davidsdottir, 2013, p. 15)

---

<sup>267</sup> « the amendment stated that annual payments would not exceed 4% of the total growth in GDP from 2008 » (Jonsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 148).

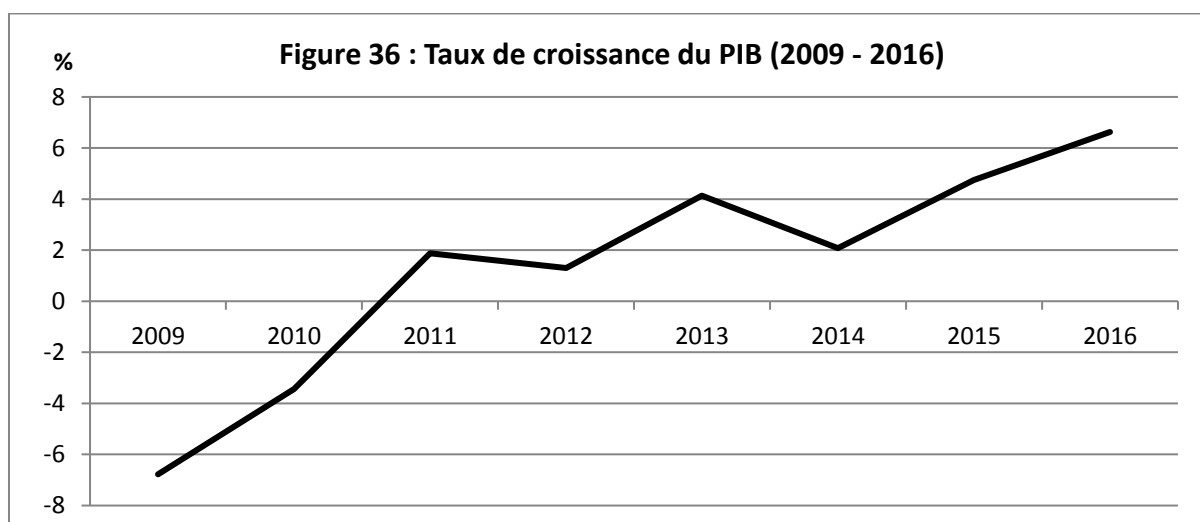
<sup>268</sup> La Cour de Justice de l'AELE est une juridiction supranationale qui a vocation à veiller à ce que les pays membres de l'AELE et membres de l'EEE respectent les normes européennes. Pour ces pays (Islande, Norvège, Liechtenstein), la Cour de Justice de l'AELE remplace la CJUE du fait qu'ils ne sont pas membres de l'UE.

La figure 35 nous montre le passage d'un excédent budgétaire de l'ordre de 5% avant la crise à un déficit de plus de 12% dès 2008 et un retour progressif vers l'équilibre budgétaire.



Source : Auteur. Données : Organisation de Coopération et de Développement Economique.

Le fait d'avoir laissé les stabilisateurs économiques travailler a permis à l'Islande de ne pas comprimer encore davantage la demande. Ce faisant, le retour de la croissance fut rapide en Islande, dès 2011 (figure 36), ce qui fut un des éléments qui permit un remboursement rapide des crédits obtenus dans le cadre du programme d'assistance<sup>269</sup>.



Source : Auteur. Données : Organisation de Coopération et de Développement Economique.

<sup>269</sup> « All the loans taken in relation to the IMF program were repaid in full before year-end 2015 » (Jonsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 146).

### ***3.1.4. La gestion de la dette privée***

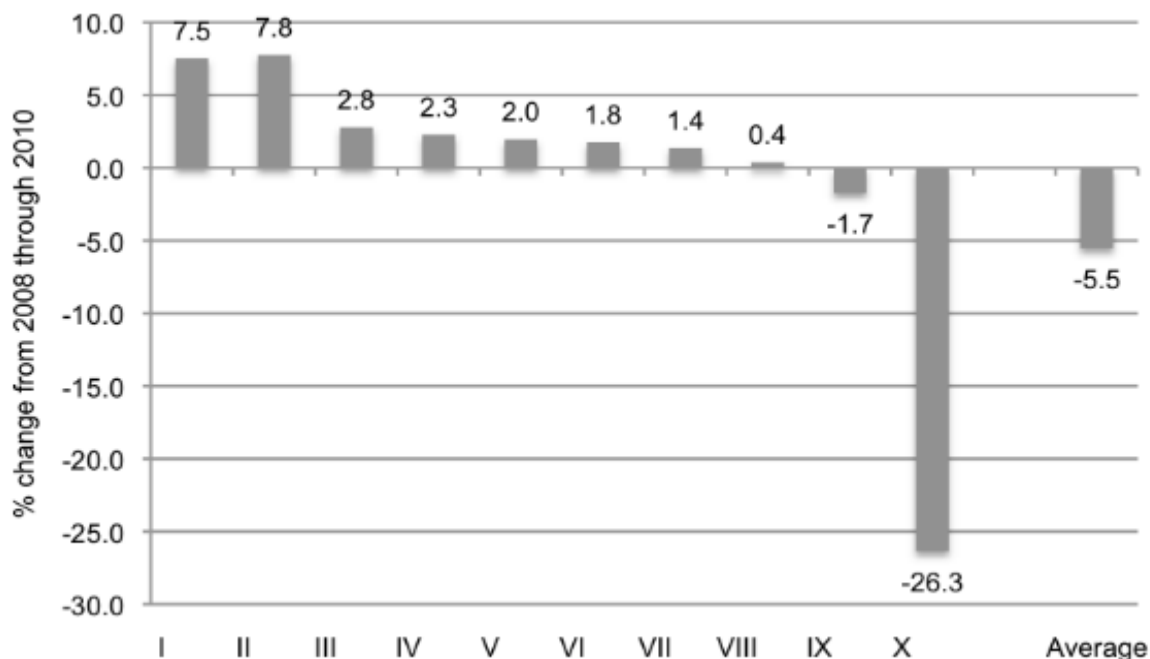
Compte tenu du contexte de forte dépréciation de la couronne islandaise et d'inflation soutenue au lendemain de la crise (figure 33) et du recours quasi systématique à l'indexation des crédits (voir *supra*), la capacité des agents non financiers à faire face à leurs échéances était particulièrement compliquée. De nombreux ménages se retrouvaient dans une situation de richesse négative et la faillite menaçait de nombreuses entreprises.

Du point de vue des ménages, le problème était double. D'une part les mensualités étant indexées sur l'inflation, le coût du service de leurs crédits devenait de plus en plus élevé. D'autre part, la chute des cours immobiliers consécutive de la crise de 2008 entraînait un effet de richesse négatif. Jónsson et Sigurgeirsson (2016, p. 125) considèrent que 20% des ménages avaient une richesse négative des suites de la crise. Ólafsson (2011b, p. 19) chiffre quant à lui à 25% la part des ménages dont la dette était insoutenable ou difficilement soutenable et 30% avaient une dette immobilière supérieure à la valeur de leur bien. Le programme d'annulation de dette est ciblé sur ces ménages fortement endettés et aux revenus trop faibles.

La coalition de gauche, arrivée au pouvoir au début de l'année 2009 (voir *infra*), décide de mettre en place un programme ciblé d'annulation de dettes (Matthiasson, Davidsdottir, 2013, p. 9). La mesure la plus générale est la réduction automatique des dettes (essentiellement immobilières) à un niveau maximum de 110% de la valeur des actifs, dans la limite d'une réduction de 24.500€ pour un individu seul et de 43.000€ pour une famille. Des réductions plus conséquentes peuvent être mises en place, notamment pour les ménages les plus en difficulté. Il est prévu pour ceux-ci des annulations pouvant aller jusqu'à 70% de leur actif, couplées à un gel des 30% restant sur une période de 3 ans (Ólafsson, 2011b, p. 19). Si le revenu disponible des ménages a chuté en moyenne de 5,5% entre 2008 et 2010 (figure 37), cette baisse masque de fortes disparités. En réalité, les huit premiers déciles ont vu leur revenu disponible augmenter sur cette période de forte récession. Les annulations de dette ciblées ont été de prime importance dans ce processus.

Figure 37 : Taux de variation du revenu disponible des ménages entre 2008 et 2010

(par déciles et en moyenne)



Source : Ólafsson (2011b)

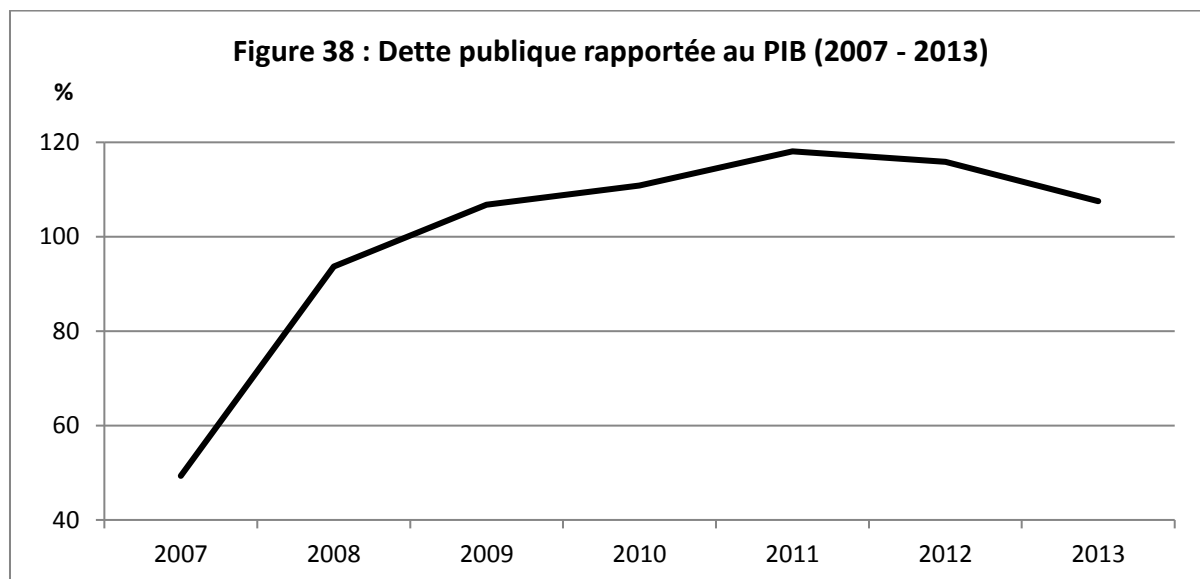
En plus des ménages, le gouvernement a porté une attention particulière à l'endettement des petites et moyennes entreprises<sup>270</sup> :

« Small-to-medium sized companies, able to document positive cash flow from future activities, could apply for debt-relief given they were willing to restructure operations in order to make better use of assets. The write-downs would then either equal the discounted value of future earnings or, alternatively, be measured against what the lender could expect to gain from taking over the assets » (Matthiasson, Davidsdottir, 2013, p. 12).

D'une manière générale, la gestion de la dette privée est probablement l'originalité majeure de la politique économique de sortie de crise menée par l'Islande. Elle permet d'éviter la faillite de nombreux ménages et de nombreuses entreprises. Ce faisant, ces politiques ont soutenu l'activité en maintenant la demande, ce qui a généré rapidement les recettes fiscales nécessaires à la consolidation de la dette publique islandaise. Cette politique originale est

<sup>270</sup> Une dernière mesure à signaler est la réduction du délai avant libération totale de la faillite d'une entreprise. Ce délai est ramené de 9 à 2 ans.

considérée en Islande comme ayant été particulièrement efficace (Matthiasson, Davidsdottir, 2013, p. 12). Le ratio de dette publique rapportée au PIB, après avoir atteint son maximum en 2011 (118,1%) commence à baisser dès 2012 (figure 38).



*Source : Auteur. Données : Organisation de Coopération et de Développement Economique.*

La stratégie de sortie de crise islandaise s'avère avoir été efficace. Elle s'appuie sur une séparation bancaire originale (3.1.1), un contrôle des capitaux, une baisse des taux directeurs (3.1.2), une politique budgétaire expansionniste (3.1.3) et une restructuration des dettes privées (3.1.4). Nous allons maintenant chercher à saisir comment la crise a profondément bouleversé les équilibres politiques de l'île, et comment ces dynamiques politiques ont pu déboucher sur une contestation remettant en cause le mode d'émission monétaire.

### **3.2. La crise comme bouleversement politique (2009 – 2013)**

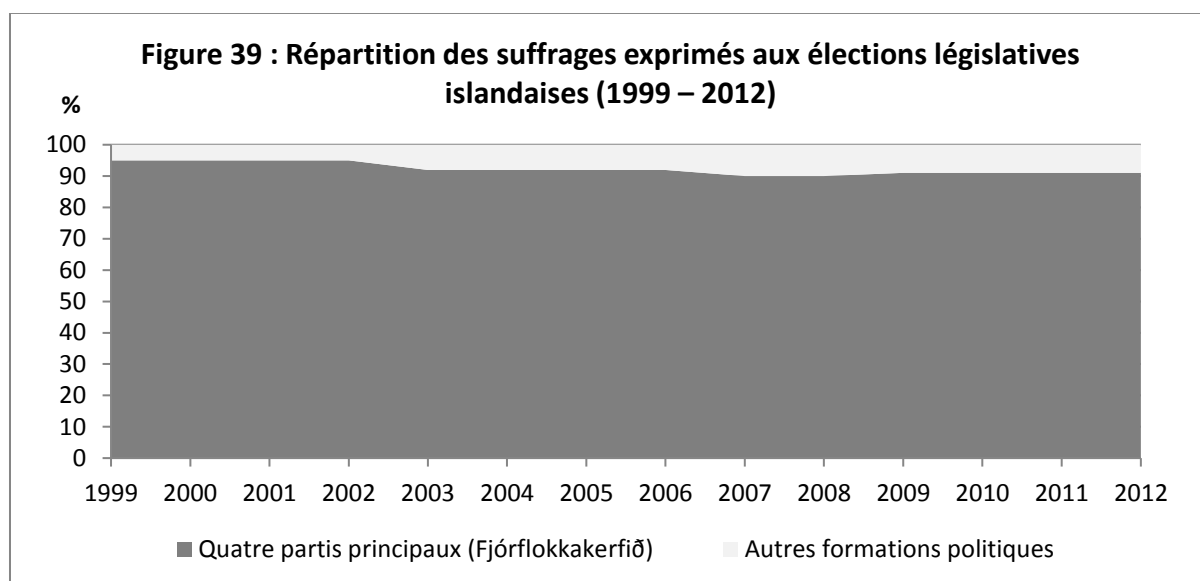
Nous avons vu que la crise de la fin des années 1980 avait été un point de basculement qui avait débouché sur un mouvement général de désengagement de l'État dans les années 1990. D'une manière similaire, la grande crise de 2008 peut être analysée comme un point de basculement en sens inverse, qui vise à redonner une place croissante à l'État. Nous nous attacherons donc maintenant à comprendre l'évolution des rapports de force internes à la société islandaise. La crise est un bouleversement politique et va déboucher sur une remise en cause du mode d'émission monétaire.

D'aucun pourrait arguer que notre analyse en termes de rapports de force ne tient pas s'agissant de l'Islande, au motif qu'elle ferait partie des pays dits nordiques qui seraient, dans

un imaginaire largement répandu, des sociétés dites « consensuelles ». Pourtant, les travaux récents en sciences politiques montrent que l’Islande se démarque de ses voisins nordiques, en ce qu’elle s’apparente davantage au modèle dit « adverse » ou « conflictuel » (G. Jónsson, 2014, p. 510 ; Cordier, 2016, p. 9). De plus, quand bien même l’Islande eût fonctionné sur le modèle dit consensuel, il n’en demeure pas moins que des rapports de force sous-jacents sont à l’œuvre. La nuance entre ces deux principes tient davantage au degré d’institutionnalisation de la gestion des conflits sociaux.

### 3.2.1. L’arrivée au pouvoir de la gauche de 2009 à 2013

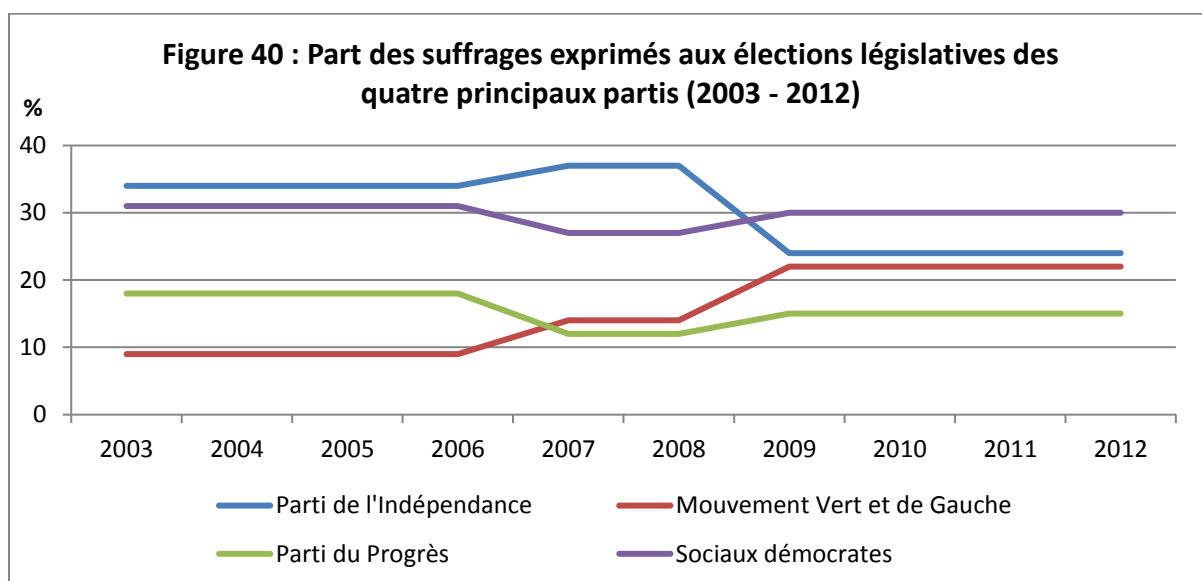
Nous avons insisté sur la continuité de la structure historique de la vie politique islandaise depuis l’indépendance (voir figure 4). Le tournant libéral est moins à analyser comme une évolution de cette structure que comme une évolution des rapports de force interne au PI (voir 2.1.1). En effet, les formations politiques qui structurent le système des quatre partis (*Fjórflokkakerfið*) représentent toujours *a minima* 90% des suffrages exprimés entre 1999 et 2012.



Source : Auteur. Données : Statistics Iceland

Toutefois, notons quelques changements ayant eu lieu au sein du système des quatre partis. L’Alliance du Peuple (qui avait succédé au Parti Socialiste en 1956) est à son tour dissoute en 1998, en vue de la création de l’Alliance Social-Démocrate (ASD - *Samfylkingin*). Cette nouvelle alliance est créée en vue de rassembler les forces de gauche pour l’élection de 1999. Elle peut être analysée comme une rénovation du PSD, qui cherche à agréger autour de

lui l'AP et quelques petits partis. La formation de cette grande alliance est marquée par une convergence vers le centre-gauche, et fera passer les sociaux démocrates d'un score de 11% à 27% entre 1995 et 1999, s'installant ainsi comme seconde force politique du pays. Cependant, une partie de l'AP refusa cette alliance et forma une nouvelle organisation de gauche, le Mouvement Vert et de Gauche (*Vinstrihreyfingin - grænt framboð*). Ce nouveau parti se veut plus à gauche que l'ASD, se définit comme intrinsèquement écologiste et diverge de l'ASD sur les questions internationales (en s'opposant à la participation de l'Islande à l'OTAN et en affichant un scepticisme quant à une éventuelle intégration européenne). Malgré ces évolutions, le système politique reste donc organisé autour de quatre grandes forces politiques. La figure 40, ci-dessous, nous montre l'évolution des résultats de ces quatre grandes forces politiques aux élections de 2007 et de 2009. On constate que globalement le PP et l'ASD obtiennent des résultats électoraux similaires avant et après la crise, tandis que le PI s'effondre en 2009 et que le MVG connaît une croissance notable, entamée dès 2007.



*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

L'élection de 2009 a ceci de spécial qu'il s'agit d'une élection anticipée. Face aux mouvements populaires de contestation qui organisent des manifestations fortement suivies dès après la crise d'octobre 2008, le Premier Ministre Haarde se résout à quitter son poste à la fin du mois de janvier 2009 et à organiser de nouvelles élections, conformément aux demandes des manifestants (Jónsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 97). Aux élections du mois d'avril 2009, l'ASD obtient 29,8% des suffrages et le MVG 21,7%. Les deux partis de gauche obtiennent alors à eux seuls la majorité absolue au Parlement. Le gouvernement qui s'organise autour de Jóhanna



Sigurðardóttir<sup>271</sup> à partir de mai 2009 peut être analysé comme un bouleversement inattendu des équilibres politiques de l'Islande. D'une part car le PI, ayant fait partie des coalitions gouvernementales 77% du temps depuis l'indépendance<sup>272</sup> connaît un revers électoral cuisant (perdant 13 points entre 2007 et 2009) et d'autre part car c'est la première fois que les deux forces de gauche obtiennent à elles-seules la majorité absolue au Parlement<sup>273</sup>. La dynamique électorale des élections de 2009 peut être analysée comme un rejet du PI, en tant que ce parti, ayant participé aux coalitions gouvernementales sans interruption entre 1991 et 2009, incarne le tournant libéral de l'Islande et est considéré comme responsable des dégâts causés par le régime de croissance tiré par la finance. C'est d'ailleurs la première fois dans l'histoire islandaise que le PI perd sa place de première force politique de l'île. Le bon score enregistré par le MVG exprime la volonté d'un retour de l'État dans la gestion économique de l'île.

C'est donc un gouvernement de gauche qui devra gérer la sortie de crise. Pour rappel, le précédent gouvernement avait annoncé qu'il garantissait la dette *Icesave* envers les britanniques et les hollandais pour pouvoir débloquer les fonds du FMI à la fin de l'année 2008 (voir 3.1.3). Sur le plan international l'Islande s'est donc engagée à respecter ce principe, et le nouveau gouvernement cherchera à maintenir une certaine continuité sur le terrain diplomatique. C'est dans cet esprit que le nouveau gouvernement fera voter l'accord « Icesave 1 » à l'Althing au cours de l'été 2009, rejeté par les britanniques et les hollandais. En décembre 2009, l'Althing se voit donc contrainte de voter une nouvelle version de l'accord pour satisfaire les exigences britanniques et hollandaises et débloquer la seconde tranche des fonds du FMI. Cet accord, connu sous le nom d'accord « Icesave 2 » prévoit le remboursement d'une somme de 4 milliards d'euros (correspondant à la garantie minimale des dépôts dans les banques islandaises opérant à l'étranger), sur 15 ans, sans les clauses de l'accord précédent conditionnant le remboursement à la croissance du PIB islandais. Passé de justesse au Parlement, cet accord est remis en cause par Ragnar Hall, juge à la Cour Suprême, qui invite le Président à ne pas promulguer cette loi. À cette annonce s'ajoute une pétition signée par 56.000 islandais<sup>274</sup> invitant le président à ne pas promulguer la loi. Dans ces conditions, le Président Grimsson décide le 5 janvier 2010 de soumettre cette loi à un référendum. Le vote a lieu le 6

---

<sup>271</sup> Celle-ci avait déjà pris la tête d'une coalition minoritaire avec le MVG entre le 1<sup>er</sup> février et le 10 mai 2009.

<sup>272</sup> Calculs de l'auteur à partir des données de Statistics Iceland.

<sup>273</sup> Jusque-là, les seules coalitions gouvernementales où la gauche radicale était représentée étaient construites sur la base de coalitions incluant le PP.

<sup>274</sup> <http://news.bbc.co.uk/2/hi/europe/8438178.stm>

mars 2010 et débouche sur une très large victoire du « non » (98,1% des suffrages exprimés), c'est-à-dire par un rejet de l'accord.

Face à ce blocage, le gouvernement cherche à modifier à nouveau les termes de l'accord. L'accord « Icesave 3 » est voté le 16 février 2011, assouplissant les conditions du remboursement, notamment en étalant les remboursements sur 30 ans et avec un taux d'intérêt plus faible<sup>275</sup>. À nouveau le Président Grimsson refuse de promulguer la loi et la soumet à référendum. Cette fois encore, les votants se prononcent contre l'accord le 9 avril 2011 par 59,1% des suffrages. Compte tenu de l'incapacité du gouvernement à faire voter ces accords, l'Islande se voit discréditée sur la scène internationale ; hollandais et britanniques entament des recours en justice. Sur le plan de la politique intérieure, le gouvernement est mis en difficulté par les deux référendums. Dans ces conditions, la coalition de gauche est source de déception parmi les citoyens, du fait de son incapacité (du moins ressentie) à faire valoir les intérêts islandais sur la scène internationale, et ce malgré une sortie de crise relativement efficace. C'est dans ce contexte que Sigmundur Gunnlaugsson va rénover le PP, et faire de ce parti (pourtant tendanciellement en perte de vitesse) un prétendant sérieux à la victoire lors des élections de 2013.

### ***3.2.2. La rénovation du Parti du Progrès dans le sillage de la crise***

Avec l'arrivée au pouvoir de la coalition de gauche en 2009, la question européenne va accentuer les divergences entre les sociaux-démocrates (ASD) et la gauche radicale (MVG). Jóhanna Sigurðardóttir (ASD) avait en effet déposé une candidature pour intégrer l'UE à l'été 2009, mais le MVG est réservé sur cette question qui comprend un risque élevé de perte de souveraineté. Cependant, le MVG fait partie de la coalition gouvernementale et ne s'oppose pas directement à la demande d'adhésion. Il y a donc dès 2009 un terreau particulièrement fertile pour le PP qui, en se présentant comme défenseur des intérêts islandais vis-à-vis de l'UE, peut récupérer un électorat conservateur déçu par le PI et un électorat de gauche opposé à l'intégration européenne. Notons que le PP a changé à plusieurs reprises de ligne politique sur la question européenne. De 1995 à 2007, dans le cadre de la coalition avec le PI, ils se

---

<sup>275</sup> « *Icesave III' differed from its predecessors in a few important ways: it involved no direct DIF borrowing from the British and Dutch governments to pay the minimum guarantee, but instead it would reimburse, with interest, what the British and Dutch had paid out to depositors, to the extent that payments from the Landsbanki estate would not cover their outlays. [...] [there was also] a much lower interest rate: 3% in euros, 3.3% in pounds sterling, compared to the 5.5% rate in the previous bills* » (Jonsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 150).

déclaraient opposés à l'adhésion. À la fin de l'année 2008, en pleine crise, quand le PI dit réfléchir à nouveau à l'éventualité d'une procédure d'adhésion, le PP se dit lui aussi prêt à y réfléchir, sous certaines conditions, notamment concernant la pêche<sup>276</sup>. Une fois que la coalition de gauche arrive au pouvoir en 2009 et que l'aile socio-démocrate lance la procédure d'adhésion, Sigmundur Gunnlaugsson, devenu chef du PP en janvier, annonce qu'il ne soutiendra pas le gouvernement et adopte une posture anti-européenne. Gunnlaugsson incarne donc ce nouveau positionnement du PP, et joue habilement de la conjoncture politique, dans laquelle le MVG est empêtrée dans une coalition avec l'ASD et se retrouve incapable de prendre des positions fortes quant à la question européenne. Se combine avec la problématique européenne la gestion de l'affaire Icesave. Sur ce point aussi, le MVG se retrouve dans l'impossibilité de se positionner en défenseur des intérêts islandais, et perd de ce fait l'image traditionnelle d'une gauche attachée à l'intérêt général (Hallgrimsdottir, Brunet-Jailly, 2016, p. 112). Dans ce contexte, Gunnlaugsson va conquérir le territoire discursif de la gauche et ce faisant, le PP va se présenter comme la force politique à même de défendre les intérêts islandais.

« In public debate the EU application was directly linked to the so-called Icesave dispute [...]. Gunnlaugsson had emerged as one of the most defiant voices against the foreign pressure Iceland felt in the dispute » (Bergmann, 2015, p. 45)

Cette conquête du territoire discursif traditionnel de la gauche par le PP se fait par l'intermédiaire d'une rénovation du discours nationaliste islandais, la notion d'intérêt général étant subrepticement remplacée par celle d'intérêt national. Si comme le note Bergmann (2015, p. 44), tous les partis islandais comportent des éléments que l'on peut qualifier de « nationalistes » (ce qui expliquerait l'absence d'un parti nationaliste d'extrême droite), J.S. Gudmundsson (2016) insiste sur la nécessité d'appréhender le nationalisme islandais non dans une perspective idéaliste, mais dans une perspective matérialiste. Dans la perspective idéaliste, le nationalisme est vu comme un sentiment, une idée subjective, tandis que dans la perspective matérialiste, le nationalisme est le résultat de rapport sociaux conflictuels produisant une rhétorique nationaliste selon les besoins de la classe sociale dominante qui en bénéficie. C'est dans cette perspective qu'on peut associer aux évolutions du capitalisme islandais une évolution

---

<sup>276</sup> [https://www.mbl.is/frettir/innlent/2009/01/16/framsokn\\_vill\\_saekja\\_um\\_esb\\_2/](https://www.mbl.is/frettir/innlent/2009/01/16/framsokn_vill_saekja_um_esb_2/)

des formes de nationalisme<sup>277</sup>. En somme, le PP n'a pas « créé » la rhétorique nationaliste, il l'a renouvelée.

Dans la période de forte croissance économique précédant la crise, le moteur de l'économie islandaise était le développement de la finance. S'appuyant sur les catégories développées par Ivar Jónsson (2010), la classe sociale motrice de ce développement était selon J. S. Gudmundsson (2016, p. 25) la classe capitaliste transnationale<sup>278</sup>, « *a term which refers to capitalists, with roots in Iceland, with operations not limited to the Icelandic domestic economy* ». Durant la période qui s'étend de la fin de la privatisation des banques (2003) jusqu'au début de la crise des *subprimes* (fin 2007), de nombreux responsables politiques islandais ont expliqué le succès de la finance islandaise par ses racines Vikings, évoquant les exploits de l'*utrasaarvikingar*, c'est-à-dire des « *corporate vikings* » ou encore des « *venture vikings* » (Hallgrímsson, Brunet-Jailly, 2016, pp. 104-105), perçus comme des aventuriers partis conquérir la finance internationale (G.T. Jóhannesson, 2013, p. 141). Le Président Grímsson lui-même usait de cette rhétorique pour expliquer le développement financier islandais<sup>279</sup>. Ainsi, on observe que pendant la période de forte croissance économique qui précède la crise de 2008, pilotée par la classe capitaliste transnationale via le PI, c'est un nationalisme « chauvin », fondé sur un passé mythique et mythifié, porté vers la conquête héroïque de l'extérieur, qui est mobilisé.

Avec la crise financière, la classe transnationale capitaliste est critiquée, sa prédominance symbolique mise à mal. C'est dans ce contexte de crise (chômage historiquement haut, taux d'endettement des ménages particulièrement élevé et forte inflation), donc du fait d'un changement des conditions matérielles, que va s'opérer une mutation du nationalisme islandais. S'appuyant sur le contexte de conflit diplomatique et de l'épineuse question de l'intégration européenne, le PP va développer une rhétorique nationaliste plus défensive,

---

<sup>277</sup> « *To sum up, a critical realist approach can help bring to light the extent to which material conditions, i.e. the 'continually changing socio-economic structure of capitalism', produces and reproduces nationalism* » (J.S. Gudmundsson, 2016, p. 22).

<sup>278</sup> Cette classe se divise en trois composantes : « *The transnational capitalist class: Fraction I = main owners of shares in international companies with roots in Iceland (TNCC 1); fraction II = managers of TNCs' plants located in Iceland (TNCC2); fraction III = managers of governmental bodies and state apparatuses that work on building the infrastructure of transnational capital accumulation and legitimize it ideologically (TNCC3)* » (I. Jónsson, 2010, p. 149).

<sup>279</sup> « *Grímsson's rhetoric linked the successes of the contemporary financial Vikings to the "Icelandic character", the national traits of individualism and strong leadership, apparently inheritors to "a tradition that goes all the way back to the time of the first pioneer settlers in Iceland"* » (J. S. Gudmundsson, 2016, p. 28).

puisant dans le mythe de la citadelle assiégée, au bénéfice de la classe capitaliste domestique. Celle-ci regroupe notamment les capitalistes du secteur des pêcheries, de certaines industries et les responsables d'organes gouvernementaux ayant pour fonction de favoriser l'accumulation du capital domestique<sup>280</sup>. Quelques jours après la crise d'octobre 2008, se forme un collectif nommé InDefence, s'opposant au gel des actifs islandais par les britanniques dans le cadre de leur loi anti-terroriste. Ce collectif s'organise autour de Gunnlaugsson et la pétition lancée par le mouvement obtient rapidement plus de 75.000 signatures (soit plus de 25% de la population), sur la base du slogan « *I am not a terrorist* ». En parallèle se constitue, sous l'impulsion d'Hörður Torfason<sup>281</sup>, un mouvement appelé « *voices of the people* » qui se rassemble quotidiennement devant l'Althing<sup>282</sup> et sera le point de départ de la « révolution des casseroles ». C'est sur ce mouvement populaire que Gunnlaugsson va capitaliser pour rénover le PP, notamment en s'opposant à toutes les tentatives de la coalition de gauche visant à trouver une issue diplomatique au conflit Icesave. La conquête du territoire discursif de la gauche consiste à se présenter comme défenseur de l'intérêt national islandais, petite nation humiliée par des puissances étrangères, et désormais trahie par ses gouvernants. La manœuvre consiste à accuser le gouvernement de placer les intérêts étrangers, notamment britanniques (ce qui réveille le souvenir des Guerres de la morue), au-dessus des intérêts des islandais (J. S. Gudmundsson, 2016, p. 33). Dans la rhétorique de Gunnlaugsson la société islandaise est une société sans classe<sup>283</sup>, et la négation des rapports de classe est un moyen pour lui d'unifier un « intérieur » contre un « extérieur ». C'est ici que s'opère le changement rhétorique et le

---

<sup>280</sup> « *The domestic capitalist class (DCC) is constituted by class fractions such as: the domestically based classes of wholesalers and retailers and fishing capitalists as well as the small group of manufacturing capitalists (DCC1); Another fraction of DCC refers to managers of governmental bodies and state apparatuses, that work on building the infrastructure of domestic capital accumulation and legitimize it ideologically (DCC2)* » (I. Jonsson, 2010, p. 149).

<sup>281</sup> Auteur-compositeur islandais.

<sup>282</sup> De 2.000 personnes le 18 octobre 2008, le mouvement ne cessera de gonfler, dépassant déjà les 20.000 personnes la semaine suivante.

<sup>283</sup> Gudmundur Oddsson (2016) dans *Perceptions of class division in Iceland*, cite Gunnlaugsson durant son discours pour le jour de l'Indépendance en 2013 : « *Class has not divided Iceland the same way as other countries and this is one of the great benefits of living in this country. However, it is not certain this will always be the case. Therefore, we must ensure we never have two or three nations living in the same country* ». On trouve cette citation dans J. S. Gudmundsson (2016, p. 33). Dans ce discours il disait aussi : « *Icelanders, as descendants of the Vikings, are highly individualistic and have difficulty putting up with authorities [...]. This was clearly demonstrated in the Icesave dispute* ».

Voir <https://www.theguardian.com/world/2013/oct/06/iceland-financial-recovery-banking-collapse>

passage au nationalisme défensif dit « xénophobe »<sup>284</sup>, en opposition au nationalisme offensif dit « chauvin ».

Ainsi, plutôt que de se situer sur le terrain de la recherche d'une solution diplomatique au conflit, Gunnlaugsson fit le choix d'orienter son discours vers les intérêts domestiques. Son discours économique s'oriente donc vers une politique d'annulation massive de dette pour les ménages islandais. Rappelons que les politiques d'annulation de dette ont été un pilier central et original dans la première phase de résolution de la crise islandaise, et que cette mesure a initialement été portée par le gouvernement de gauche. Mais pour faire sienne cette proposition, il l'inscrit dans une rhétorique contre la finance internationale et les crédettes étrangers de l'affaire Icesave. Gunnlaugsson se retrouve en bonne position pour les législatives prévues pour avril 2013 et se voit renforcé par la décision de la Cour de Justice de l'AELE du 28 janvier 2013 qui donne raison, du point de vue légal, à ceux qui affirmaient que ce n'était pas à l'État islandais de garantir sur des deniers publics les dépôts des banques privées<sup>285</sup>. C'est une victoire personnelle pour Gunnlaugsson (Jónsson, Sigurgeirsson, 2016, p. 169) et une victoire politique pour son parti vis-à-vis aussi bien de la coalition de gauche que du PI de Haarde (Bergmann, 2015, p. 46).

---

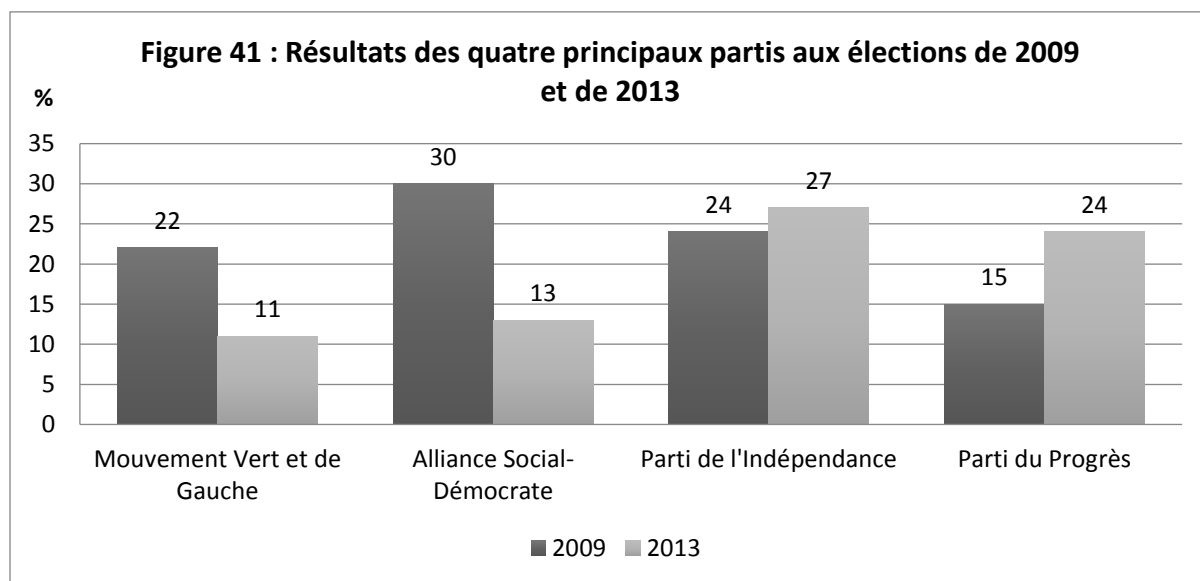
<sup>284</sup> L'utilisation du terme « xénophobe » par J. S. Gudmundsson est discutable. Selon nous, le qualificatif xénophobe doit être utilisé prudemment. Il nous semble, à l'heure actuelle et en l'état de nos recherches, que l'on peut *a minima* distinguer deux périodes et donc deux formes de nationalisme dit « xénophobe ». Sur une première sous-période (2009-2013), nous pourrions parler d'une forme de xénophobie *latente*, dans le sens où l'ennemi n'est pas clairement identifié : l'ennemi peut prendre la forme des « fonds vautours », du gouvernement britannique, de l'« Europe », etc... À partir de 2014 il semble cependant qu'un tournant ouvertement islamophobe soit pris au sein du PP (Bergmann, 2015, pp. 48-49), notamment autour du scrutin municipal de Reykjavik et du conflit autour de la construction de mosquées. Ce scrutin correspond au passage à une xénophobie *explicite* : l'ennemi est clairement identifié. Par ailleurs, ce moment politique correspond avec la victoire de l'Islande à la Cour de l'AELE dans l'affaire Icesave. Ainsi, nous pouvons avancer l'hypothèse selon laquelle le PP a eu besoin, pour maintenir sa dynamique nationaliste et à défaut de pouvoir continuer à s'appuyer sur l'affaire Icesave, de redéfinir un élément « extérieur », afin de continuer à se positionner par rapport à un « intérieur » à défendre.

<sup>285</sup> Au terme de la procédure, les britanniques et les hollandais se voient déboutés : la dette Icesave est une dette privée, celle de Landsbanki, et non une dette de l'État islandais envers les créanciers de la banque. Par ailleurs, la liquidation de l'actif de Landsbanki permettra *in fine* de rembourser la totalité de la dette Icesave, avec un point d'achèvement le 11 janvier 2016.

### **3.3 La remise en cause du mode d'émission monétaire (2013 – 2016)**

#### ***3.3.1. Les élections de 2013 : retour des droites et émergence de nouvelles forces politiques***

Les élections de 2013 sont marquées par le retour des droites traditionnelles (figure 41)<sup>286</sup>.

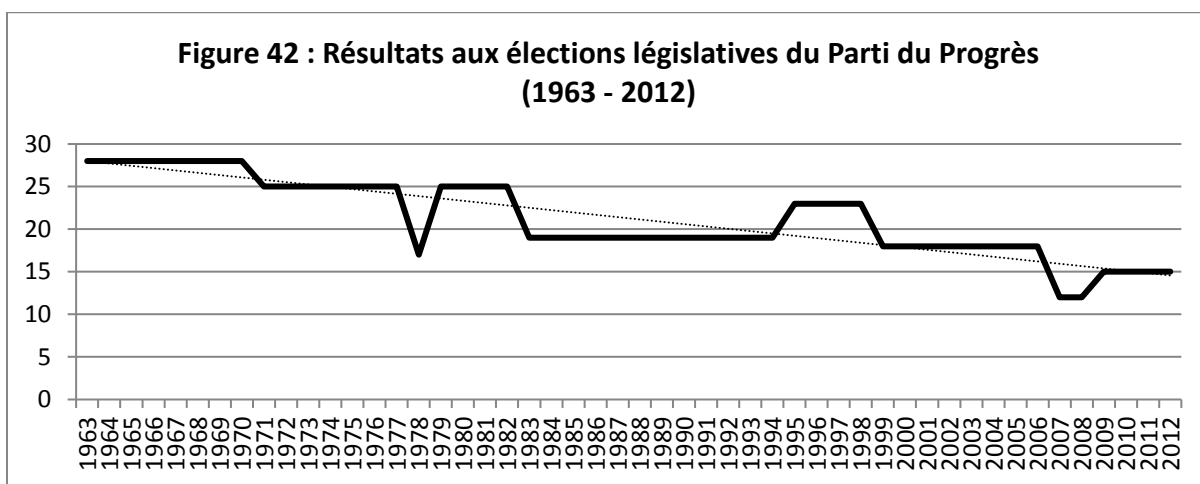


*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

L'ASD, à la tête de la coalition depuis 2009, connaît une chute électorale vertigineuse, perdant 17 points, soit plus de la moitié de son électorat<sup>287</sup>. Le MVG perd quant à lui la moitié de son électorat. Le PI réalise un meilleur score qu'en 2009 (+3 points), mais reste toujours 10 points en dessous de son score de 2007. Le PP enregistre quant à lui une hausse impressionnante de ses résultats électoraux (+9 points), d'autant plus impressionnante qu'on a à l'esprit la perte d'influence du PP sur longue période (figure 42). C'est d'ailleurs le niveau historiquement faible du PI et la croissance rapide et soutenue du score du PP qui fera que, dans ce contexte de retour des droites, Gunnlaugsson prendra la place de Premier Ministre et non Benediktsson, chef de file du PI.

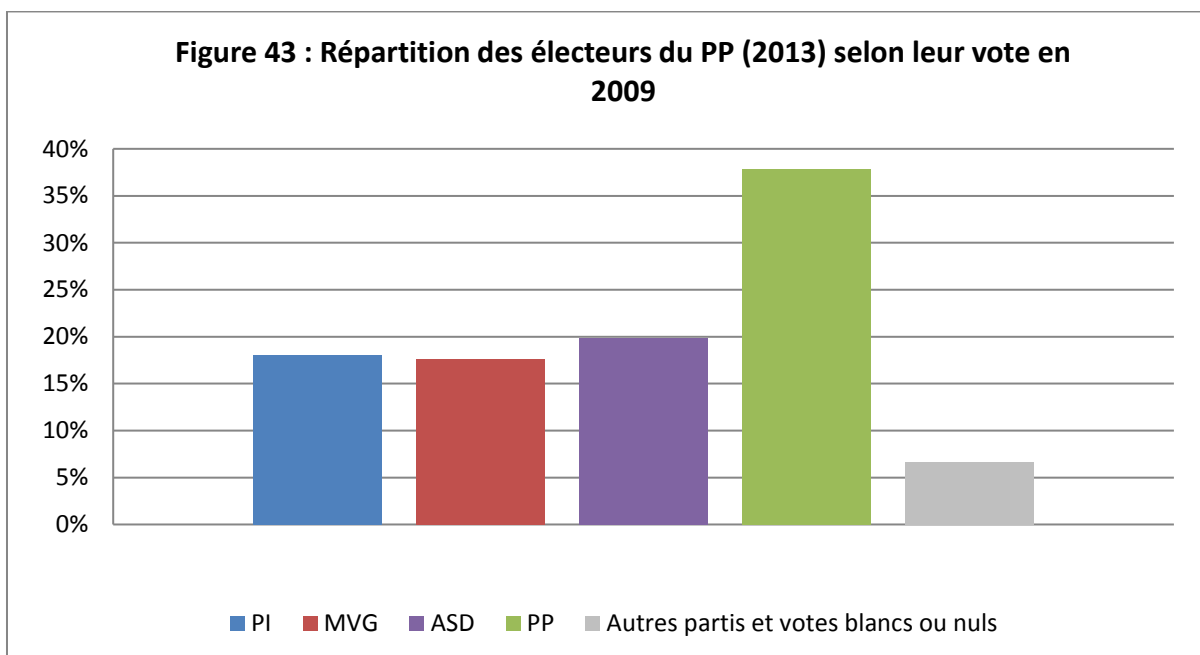
<sup>286</sup> « Les vieilles canailles sont de retours » aurait alors ironisé Haarde, Premier Ministre à l'époque de la crise. <https://www.theguardian.com/world/2013/oct/06/iceland-financial-recovery-banking-collapse>

<sup>287</sup> Ce revers est encore plus cuisant que celui qu'avait connu le PI à l'élection de 2009 (13 points).



*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

A partir de l'ICENES 2013, étude menée par l'Université d'Islande sur les comportements électoraux<sup>288</sup>, nous pouvons dresser quelques aspects intéressants de l'électorat du PP lors de cette élection. Nous constatons que parmi les électeurs qui ont voté pour le PP en 2013, seulement 37,89% déclarent avoir voté pour le PP en 2009. Le PP a aspiré l'électorat des trois autres partis de manière quasi identique<sup>289</sup> (figure 43).



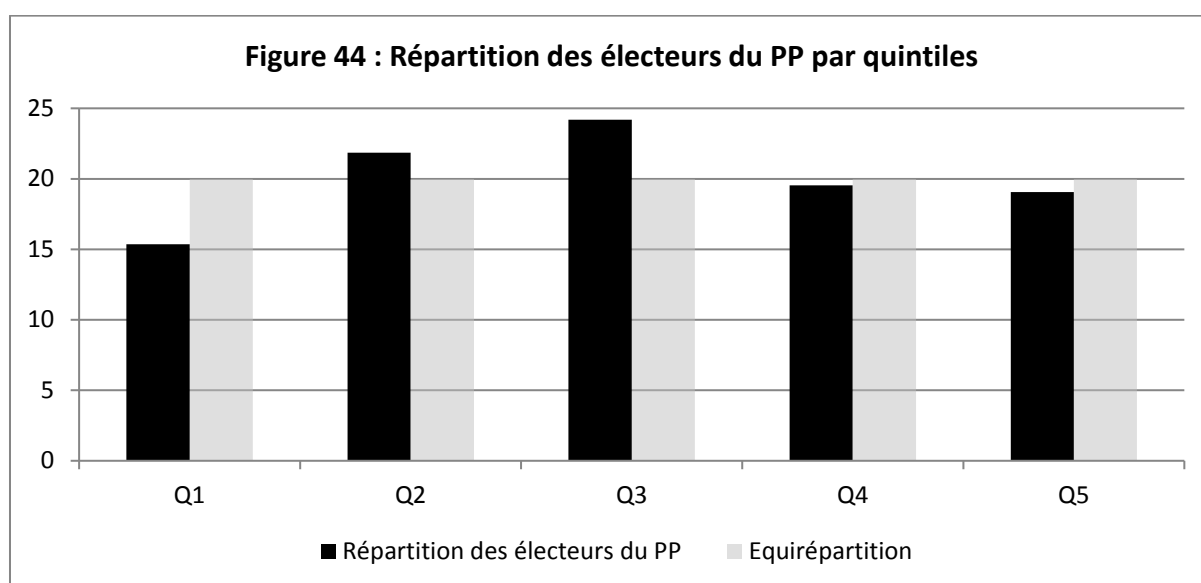
*Source : Auteur. Données : ICENES 2013*

<sup>288</sup> Etude menée du mois de mai au mois de septembre 2013 auprès de 1.479 individus. <https://fel.hi.is/icelandic-national-election-study-icenes>

<sup>289</sup> Le total des électeurs du PP retenu pour ce graphique correspond aux personnes ayant voté en 2009, se souvenant pour quel parti et acceptant de le déclarer (227 individus).



Les électeurs du PP considèrent à 76,34% que l'entrée dans l'UE n'est « plutôt pas désirable » ou « pas désirable du tout », et à 79,57% que les banques sont responsables de la crise de 2008<sup>290</sup>. Leur préoccupation première est la situation économique pour 57,71% d'entre eux, et ils sont 55,88% à considérer que la coalition de gauche a fait un bon travail pour sortir l'Islande la crise économique<sup>291</sup>. En matière de revenus, on observe une sous-représentation du premier quintile parmi les électeurs du PP, une sur-représentation des classes moyennes (Q2 et Q3), et une légère sous-représentation des classes moyennes supérieures et des plus hauts revenus (Q4 et Q5).



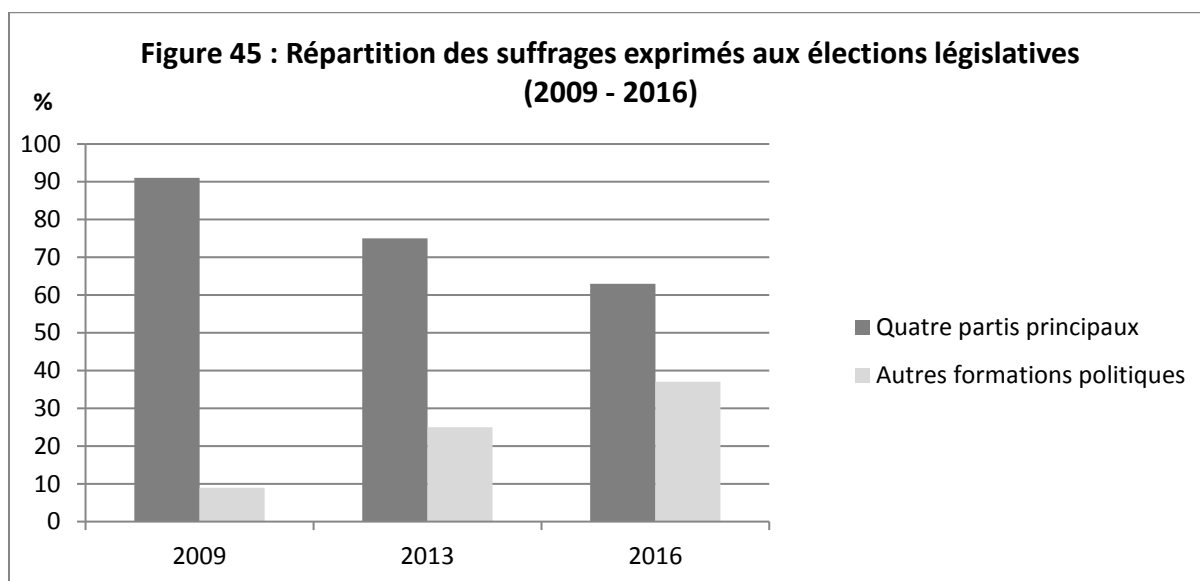
*Source : Auteur. Données : ICENES 2013*

Une caractéristique centrale de l'élection de 2013 est qu'elle marque l'entrée en crise profonde du système des quatre partis<sup>292</sup>, crise qui s'accroîtra avec l'élection anticipée de 2016 (figure 45).

<sup>290</sup> Il était demandé par les enquêteurs de classer sur une échelle de 1 à 10 le degré de responsabilité de diverses entités. Les 79,57% correspondent au rapport entre le total des électeurs du PP ayant répondu à l'enquête (279) et ceux qui ont attribué une responsabilité des banques de 8/10 ou plus (222). Suivant la même méthode on observe que 49,46% considèrent le PI comme responsable.

<sup>291</sup> Ce pourcentage est calculé par rapport au total de ceux qui ont pris position sur la question (204), en sommant ceux qui ont répondu « plutôt bon » et « très bon ».

<sup>292</sup> Nous qualifions cette crise profonde dans la mesure où elle atteint des proportions inégalées. Cependant, on peut noter qu'en 1987, la part des quatre partis principaux était descendue à 74%. Ceci s'expliquait notamment par le score de 10% réalisé par la Liste des femmes (*Kvennalistinn*), fondée en 1983 dans un contexte où les femmes organisent de grandes manifestations et cherchent à être mieux représentées sur la scène politique. Redescendue à 5% des suffrages en 1995, la Liste des femmes fusionnera dans l'ASD en 1999. Ainsi, la crise que connaît le système des quatre partis en 1987 n'est que passagère et ne mine pas durablement la structure historique de la vie politique islandaise. Comme le soulignait Mer (2004, p. 39) « À divers moments, des groupements se



*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

La crise du système des quatre partis a pour corollaire l'émergence de nouvelles forces politiques. Avec quinze partis en concurrence, l'élection de 2013 est une première sur le plan de l'éclatement de l'offre politique. Si neuf des onze « petits partis » n'obtiennent aucun siège, avec des résultats allant de 0,06% à 3,1%, deux nouvelles forces politiques font leur entrée à l'Althing : le Parti Pirate (*Píratar*) qui obtient 5,1% des suffrages et Avenir Radieux (*Björt framtíð*) totalisant 8,25%. Ces deux partis ont la spécificité de refuser de se situer sur l'axe gauche-droite.

Avenir Radieux est né en 2012 d'une scission au sein du PP, entre la ligne eurosceptique de Gunnlaugsson et la branche europhile et libérale de Guðmundur Steingrímsson. Ce dernier quitte donc le PP et forme Avenir Radieux avec Robert Marshall de l'ASD, qu'ils fusionnent avec le Meilleur Parti (*Besti flokkurinn*)<sup>293</sup>, dont les revendications sont orientées vers la transparence des élus et vers davantage de démocratie directe. C'est dans un esprit assez proche que le Parti Pirate islandais fait son apparition, à partir d'une fraction du Mouvement des Citoyens (*Borgarahreyfingin*)<sup>294</sup>, lui-même formé lors des manifestations de la « révolution des casseroles ». Structuré autour d'activistes d'Internet, le Parti Pirate axe lui aussi ses

---

sont formés en marge de ces quatre tendances [...] pour insuffler une nouvelle vie au combat politique. Toutes ces tentatives ont eu une vie brève et ont été récupérées par les courants traditionnels ».

<sup>293</sup> Ce parti fut lancé en 2009 par Jon Gnarr (acteur/humoriste, qui deviendra en 2010 maire de Reykjavik) qui se décrit comme un anarchiste libertaire et qui était entré initialement en politique pour faire de la satire et dénoncer la corruption des élus. En ce sens, bien qu'ayant rejoint une formation centriste, Avenir Radieux, Jon Gnarr et le Meilleur Parti doivent être compris comme une tentative d'entrisme libertaire au sein de l'Althing.

<sup>294</sup> Ce parti avait obtenu quatre sièges à l'Althing lors des élections de 2009 (7,2% des suffrages). Il se déchire en 2012, entre plusieurs forces, le Parti Pirate, mais aussi Aube, qui n'obtient aucun siège.

propositions vers plus de transparence, davantage de démocratie directe, et fait de la lutte contre la corruption un de ses chevaux de bataille. Le Parti Pirate et le Meilleur Parti partagent aussi un soutien fort à la dynamique constituante entamée à partir de la « révolution des casseroles ».

La chute des partis de gauche est donc à mettre en lien avec deux phénomènes. D'abord la stratégie du PP qui, ayant fait le choix de prendre une posture anti-Euro(pe), a su séduire une partie des électeurs du MVG, déçus par la politique menée dans le cadre de la coalition avec les sociaux-démocrates. Ensuite, la montée en puissance de nouveaux partis alternatifs est venue concurrencer les partis traditionnels. Avenir Radieux a récupéré une partie de l'électorat de l'ASD<sup>295</sup>, eux aussi déçus de la coalition avec la gauche radicale, sur un programme libéral, centriste et europhile. Le Parti Pirate quant à lui a essentiellement fait concurrence à la gauche radicale<sup>296</sup> en renouvelant et en modifiant cependant le registre discursif à mesure que le PP récupérait à son compte une partie du registre traditionnel de la gauche. En effet, si le Parti Pirate partage avec le MVG une volonté de maintenir l'État Providence islandais, voire de le renforcer, ils ont dans le même temps une ligne assez libérale et une croyance (au moins partielle) dans le bien fondé des mécanismes de marché<sup>297</sup>. Une façon différente d'évoquer les différences entre le MVG et les pirates est de dire que ces derniers ne partagent pas l'héritage idéologique du Parti Communiste, notamment du fait d'un décalage générationnel, et s'inscrivent plutôt dans la tradition libertarienne, plus difficile à situer sur l'échiquier politique.

Globalement, l'élection de 2013 marque donc le retour en puissance des droites islandaises, avec toutefois une inversion du leadership entre le PP et le PI, l'effondrement de la coalition de gauche, et l'émergence de nouvelles forces politiques. L'affaire Icesave et la question européenne s'avèrent avoir été des points décisifs dans ce scrutin et la position du PP, articulée autour d'un nouveau registre discursif, a su convaincre. Arrivé au pouvoir, l'une des

---

<sup>295</sup> Parmi les électeurs d'Avenir Radieux en 2013, 59,26% avaient voté pour l'ASD en 2009. Calcul de l'auteur d'après les données de l'ICENES 2013.

<sup>296</sup> Parmi les électeurs du Parti Pirate en 2013, 33,33% avaient voté pour le MVG en 2009. Il ne faut cependant pas négliger les 31,11% qui avaient voté pour l'ASD, les 13,33% qui avaient voté pour le Mouvement Citoyen et les 11,11% qui avaient voté blanc ou nul

<sup>297</sup> « Les Pirates refusent également de se positionner sur l'axe gauche-droite, caractéristique fréquente dans les mouvements apparus suite à la crise globale de 2008. Mais au-delà de cette position 'hors-jeu' affichée par les Pirates islandais, il est possible de réutiliser des grilles de lecture plus classiques simplement en se reportant aux objectifs programmatiques du parti ou en examinant de plus près le travail législatif des députés. Ainsi cette réticence à se situer politiquement peut s'expliquer, par exemple, par un refus de prise de position claire sur le rôle de l'État dans la sphère économique, et l'absence de critique de l'économie de marché dans les points que le parti appelle son noyau idéologique. [...] Mais d'autres dispositions peuvent également aider à positionner le parti pirate, par exemple la promotion d'un revenu universel et de la réduction du temps de travail, ou encore d'une séparation effective entre l'Église et l'État » (Cordier, 2016, p. 6).

premières mesures prises par Gunnlaugsson sera la suspension unilatérale de la procédure d'adhésion à l'UE, la victoire devant la Cour de Justice de l'AELE ayant déjà acté sa victoire dans l'affaire Icesave. Plus généralement, la victoire du PP consacre la réussite de la stratégie nationaliste, ou plutôt du renouvellement par le PP de la rhétorique nationaliste dans le sillage de la crise financière.

### ***3.3.2. La contestation du mode d'émission monétaire dans le contexte islandais***

Identifier autant que faire se peut les dynamiques sociales et politiques à l'œuvre permet de situer la contestation du mode d'émission monétaire dans un contexte complexe. En l'occurrence, celui d'une impressionnante poussée électorale du PP, qui a su se positionner sur le terrain de la défense de l'intérêt national et de la lutte contre la finance internationale à la suite d'une crise traumatique. La période post-crise en Islande peut donc être pensée comme une période de retour de l'État dans la sphère économique (déjà actif sur le plan des contrôles de capitaux ou de la gestion de la dette des ménages par exemple), de recentrement sur la classe capitaliste domestique (industries à haute intensité énergétique, pêcheries mais aussi tourisme) et de rejet profond des « élites de la finance » et des banques qui travaillent à l'échelle internationale, dans leur seul intérêt propre (nationalisation des banques). Tout cela se passe dans le contexte d'une reprise économique rapide et de forte réduction du chômage, éléments conjoncturels favorables dont bénéficie Gunnlaugsson en arrivant au pouvoir.

Ayant fait de l'annulation d'une partie de la dette des ménages le cœur de sa campagne, Gunnlaugsson annonce en novembre 2013 un plan national d'annulation de dette immobilière de 150 milliards de couronnes, soit environ 8.4% du PIB, finalement mis en œuvre à partir de novembre 2014. Il propose de financer ce programme par une décote sur les actifs que les banques islandaises en faillite doivent à leurs créiteurs internationaux (insistant sur le fait que la majorité de ces dettes ne sont d'ores et déjà plus entre les mains des créiteurs initiaux et ont été rachetées à bas prix par des fonds vautours<sup>298</sup>), et par une taxe plus élevée sur les banques et les institutions financières (IMF, 2014, p. 46). Plus généralement, Gunnlaugsson insiste sur la nécessité de réformer profondément le système bancaire, en insistant sur deux aspects. Repenser et réorganiser le système monétaire et bancaire doit se faire avec la volonté (1) de financer l'économie islandaise et (2) en conservant toutes les marges de manœuvres d'un État

---

<sup>298</sup> Voir par exemple « Financial system still weak, Iceland PM warns », *The Sunday Telegraph*, Marion Dakers, 14/06/2015.

souverain en matière de politique monétaire (d'où son rejet d'une adhésion à l'euro)<sup>299</sup>. Au-delà de sa mesure phare sur le plan électoral, Gunnlaugsson semble enclin à trouver un agencement des institutions monétaires et bancaires qui soit moins propice à l'instabilité financière, davantage favorable à la croissance domestique et permettant à l'État d'avoir des leviers d'actions puissants.

C'est dans ce contexte que va se renforcer la contestation du mode d'émission monétaire en Islande. « Renforcer » car avant l'arrivée au pouvoir du PP, on trouve déjà des éléments de contestation d'inspiration similaire. Au sein de la société civile, on peut mentionner la formation à partir de septembre 2012 d'une campagne de promotion de la réforme monétaire en Islande, sous le nom de *Betra peningakerfi*<sup>300</sup> que l'on peut traduire par « pour un meilleur système monétaire ». Parmi la représentation politique, mentionnons qu'à la fin de l'année 2012, Lilja Mósesdóttir (économiste élue député en 2009 sous la bannière du MVG) avait cherché à faire émerger un débat parlementaire sur le pouvoir de création monétaire des banques en soumettant une résolution à l'Althing visant à former un comité ayant pour objectif de discuter les avantages et les inconvénients d'une réforme du mode d'émission monétaire<sup>301</sup>. Déposée en fin de mandature, cette résolution n'avait, d'après les membres de *Betra peningakerfi* interrogés, que peu de chance d'être votée. Mais il ressort de nos entretiens qu'elle est vue à l'époque comme un moyen de faire de la réforme monétaire « un sujet clé de la prochaine élection »<sup>302</sup>. En février 2013, *Betra peningakerfi* est formellement fondé en tant qu'association à but non lucratif et rejoint l'*International Movement for Monetary Reform* (IMMR)<sup>303</sup>, qui est un réseau mondial d'associations militant pour la réforme du mode d'émission monétaire.

Frosti Sigurjónsson, avec qui nous avons pu réaliser plusieurs entretiens, a été en contact avec Lilja Mósesdóttir pour travailler sur la résolution que cette dernière avait déposée, en tant que membre actif dans le lancement de *Betra peningakerfi*<sup>304</sup>. Il incarne ainsi l'activisme autour de la contestation du mode d'émission monétaire en Islande, bien qu'il déclare, paradoxalement

---

<sup>299</sup> <https://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/11671307/Iceland-is-out-of-the-woods-but-the-financial-system-is-still-dangerous-says-PM.html>

<sup>300</sup> <https://betrapeningakerfi.is/>

<sup>301</sup> D'autres partis écologistes se sont aussi saisis de la question de la création monétaire, notamment en Grande-Bretagne, avec le Green Party (<https://policy.greenparty.org.uk/ec.html>).

<sup>302</sup> Entretien du 21/07/2020.

<sup>303</sup> <https://internationalmoneyreform.org/>

<sup>304</sup> Entretien du 13/08/2020.

n'avoir « jamais été actif en politique avant la crise de 2008 » et « ne s'y être jamais intéressé »<sup>305</sup>. Notons d'ailleurs qu'on retrouve dans nos entretiens parmi les fondateurs de *Betra peningakerfi* ce profil de primo-engagement à la suite de la crise financière. Ayant étudié l'économie à la *London School of Economics*, Frosti Sigurjónsson entame à partir de 2009 diverses recherches sur les causes de la crise, et découvre les travaux de Joseph Huber, Andrew Jackson et Ben Dyson notamment, auteurs qui défendent la proposition connue sous le nom de « *Sovereign Money System* » (SMS) visant à ôter aux banques leur pouvoir de création monétaire (se référer au chapitre 1). Il déclare avoir été « choqué de constater à quel point la façon dont on lui avait enseigné, à lui et à bien d'autres, les mécanismes de création monétaire [à la LSE] était erroné ». En parallèle, il s'implique dans l'affaire Icesave, en organisant une campagne pour appeler à un référendum, soutenant que « les ménages islandais ne devraient pas avoir à rembourser les dettes des banques privées en faillite ». Ce primo-engagement politique va l'amener à se rapprocher du PP, notamment en raison de la promesse de campagne concernant l'annulation de dette immobilière. Il se présente donc à l'élection législative de 2013, s'inscrivant pleinement dans la ligne de Gunnlaugsson. Cependant, son objectif est de porter un projet de réforme du système monétaire du type SMS. Selon ses propres termes : « L'une des principales raisons pour lesquelles j'ai décidé de me présenter en 2013 était que je souhaitais réformer le système monétaire ».

Frosti Sigurjónsson, une fois élu député, obtient la présidence du Comité des Affaires Economiques et Commerciales au Parlement<sup>306</sup>, où il espère pouvoir porter son projet de réforme. Il propose alors au Ministre des Finances et des Affaires Economiques, Bjarni Benediktsson (PI) de rédiger un rapport sur les mécanismes de création monétaire, mais celui-ci décline son offre. Frosti Sigurjónsson propose alors son initiative directement au Premier Ministre, Gunnlaugsson (PP), qui accepte. En mars 2015, il publie son rapport de 110 pages, intitulé *Monetary Reform : A Better Monetary System for Iceland*. Ce rapport, préfacé par Adair Turner<sup>307</sup>, défend la mise en place d'un SMS. L'auteur (Sigurjónsson, 2015, p. 69) fonde explicitement sa proposition sur des références telles que Jackson et Dyson (2013) ou encore Huber et Robertson (2000) que nous avons déjà présentées dans le chapitre précédent. Ces projets visent à empêcher les banques commerciales de créer de la monnaie par le crédit et de

---

<sup>305</sup> Entretien du 18/06/20.

<sup>306</sup> <https://www.althingi.is/altext/cv/en/?ksfaerslunr=154>

<sup>307</sup> Ancien président de la FSA britannique.

faire de la création monétaire un monopole public. Sigurjónsson (2015, p. 46) considère que ce type de réforme pourrait s'avérer bénéfique dans le cas de l'Islande, où la masse monétaire a été multipliée par 7 entre 2003 et 2008 (soit une hausse d'environ 40% par an) et où la politique de hausse des taux menée par la BCI a été non seulement inefficace mais contre productive<sup>308</sup>. Gunnlaugsson accueille ce rapport chaleureusement, déclarant : « *The findings will be an important contribution to the upcoming discussion, here and elsewhere, on money creation and monetary policy* »<sup>309</sup>. Ce rapport fait l'objet d'une couverture à l'échelle internationale dès le mois d'avril, dans les colonnes du *Financial Times*, de *The Economist* ou encore de *Reuters*<sup>310</sup>.

Dans la continuité, le député Sigurjónsson soumet en septembre 2015 une proposition de résolution parlementaire au Parlement, aux côtés de dix autres députés<sup>311</sup>, issus de tous les partis représentés au Parlement, à l'exception du PI. Cette résolution propose de former une commission parlementaire transpartisane, qui aurait pour tâche de réaliser un rapport sur les modalités de création monétaire en Islande et de faire des recommandations en la matière. Il ne s'agit pas d'une proposition de loi ; une résolution parlementaire a davantage vocation à générer un débat parlementaire et à alimenter le débat public, afin de sonder les chances de réussite d'une éventuelle proposition de loi. Une résolution parlementaire doit faire l'objet de deux lectures au Parlement avant d'être votée et est validée lorsqu'elle obtient plus de 50% des suffrages. En première lecture au Parlement, en février 2016, la proposition de résolution est adoptée et transmise au Comité des Affaires Economiques et Commerciales. Le Comité réalise quelques modifications sur le texte de la résolution et sollicite des rapports extérieurs, notamment d'universitaires et d'organisations de la société civile, mais aussi de la BCI et des représentants des institutions financières islandaises, afin qu'ils se prononcent sur la pertinence de la démarche entreprise.

Au début du mois de septembre 2016 est publié un rapport réalisé par KPMG à la demande du bureau du Premier Ministre sur la thématique de la création monétaire (KPMG, 2016). À sa sortie est organisée une rencontre où les auteurs de KPMG présentent leurs travaux

---

<sup>308</sup> Voir 2.3.1.

<sup>309</sup> <https://www.telegraph.co.uk/finance/economics/11507810/Iceland-looks-at-ending-boom-and-bust-with-radical-money-plan.ht>

<sup>310</sup> Voir KPMG (2016, p. 25).

<sup>311</sup> Ce qui représente déjà en soi plus de 15% des parlementaires. Les 11 parlementaires porteurs de la résolution sont : Frosti Sigurjónsson, Brynhildur Pétursdóttir, Haraldur Einarsson, Karl Garðarsson, Kristján L. Möller, Páll Jóhann Pálsson, Willum Þór Þórsson, Helgi Hrafn Gunnarsson, Svandís Svavarsdóttir, Ögmundur Jónasson, Össur Skarphéðinsson.

au représentant du Premier Ministre et au Gouverneur de la BCI (Már Gudmundsson), suivie d'une table ronde incluant Frosti Sigurjónsson, Martin Wolf du *Financial Times* et Ásgeir Jónsson (qui deviendra à son tour Gouverneur de la BCI en 2019). Ainsi, la dynamique enclenchée par Lilja Mósedóttir, *Betra peningakerfi* et Frosti Sigurjónsson a débouché sur un débat parmi les hauts responsables islandais sur le mode d'émission monétaire. Le Gouverneur Már Gudmundsson, s'il n'est pas favorable à la réforme, salue le travail des auteurs des différents rapports lors de son intervention. Ásgeir Jónsson, se positionne quant à lui comme favorable au *narrow banking*<sup>312</sup> mais émet des critiques sur le SMS, saluant lui aussi le « débat de fond » qui prend place en Islande. Dans son rapport sur la résolution parlementaire, la BCI a d'ailleurs donné un avis favorable et considéré qu'un débat sur l'organisation monétaire de l'île serait certainement « bénéfique ».

### **3.3.3. La chute du gouvernement et l'échec du projet de réforme du système monétaire**

Le 3 avril 2016, l'*International Consortium of Investigative Journalists* (ICIJ) fait des révélations à l'échelle mondiale sur la base de 2.6 téraoctets de données traitant de sociétés offshores créées entre 1977 et 2015<sup>313</sup>. La création de sociétés offshores via le Panama était un moyen de procéder à de l'évasion fiscale et/ou au blanchiment d'argent. Les journalistes montreront que plusieurs islandais font partie des personnalités impliquées, au premier rang desquelles on trouve le Premier Ministre Gunnlaugsson<sup>314</sup>. Plus généralement, l'Islande est le pays qui, toutes proportions gardées, est le plus touché par les Panama Papers, avec 600 personnes impliquées pour une population de moins de 350.000 habitants. Le 4 avril, le Premier Ministre et sa femme sont donc explicitement accusés d'avoir utilisé la société Wintris pour « occulter des millions de dollars d'investissements dans les trois principales banques du pays

---

<sup>312</sup> Lors de cette rencontre, il déclare « *I have actually fondness for narrow banking* » (2h11m47s). <https://www.youtube.com/watch?v=9sZgunkF8iQ>

<sup>313</sup> <https://panamapapers.sueddeutsche.de/articles/56febff0a1bb8d3c3495adf4/>

<sup>314</sup> Avant la divulgation des documents au début du mois d'avril, le travail d'investigation des journalistes a été long. Par exemple Johannes Kristjansson est impliqué dans ce dossier depuis juin 2015, et établi l'implication d'une partie de son gouvernement dès le mois d'octobre. Le 11 mars 2016, il obtient enfin la possibilité de confronter Gunnlaugsson avec un collègue suédois du nom de Sven Bergman. Les deux journalistes l'interrogent alors sur le fait qu'il ait été propriétaire, avec sa femme, d'une société nommée Wintris, établie aux Îles Vierges britanniques. Gunnlaugsson, surpris, quitte rapidement l'interview déclarant avoir été « pris au piège » par les journalistes. Au cours de ce bref entretien, il concède à demi-mot avoir possédé cette société, mais affirme avoir déclaré tout ce qui devait l'être au regard des lois islandaises. À ce stade Gunnlaugsson est mis en difficulté mais il n'est pas encore battu. C'est avec la publication simultanée des Panama Papers par tous les médias partenaires, le 3 avril au soir, que l'affaire éclate véritablement au grand jour. <https://www.dailymotion.com/video/x41qvfm>



lors de la crise financière »<sup>315</sup>. L'opinion s'insurge de voir celui qui avait construit sa notoriété politique sur la critique des créanciers internationaux des banques islandaises en être lui-même créancier. Au sein du gouvernement, deux ministres sont aussi mis en cause. Bjarni Benediktsson, Ministre des Finances et chef du PI, est impliqué via la société écran Falson & Co, enregistrée aux Seychelles. Olof Nordal, Ministre de l'Intérieur, fait aussi partie des personnalités mises en cause, avec une société dans les Îles Vierges. Le conseiller du Premier Ministre et directeur exécutif du PP est quant à lui soupçonné d'être impliqué au travers de deux sociétés offshores<sup>316</sup>. À partir de ce jour, les islandais commencent à se mobiliser pour demander la démission du Premier Ministre et la tenue de nouvelles élections législatives<sup>317</sup>. Le 5 avril, Gunnlaugsson est contraint de démissionner sous la pression populaire. Il demeure cependant chef du PP et s'accorde avec le PI pour maintenir la coalition<sup>318</sup>. C'est ainsi que Sigurður Ingi Jóhannsson (PP), Ministre de la Pêche et de l'Agriculture prend le poste de Premier Ministre par intérim à partir du 7 avril. De nouvelles élections sont alors annoncées pour l'automne<sup>319</sup>.

Fin septembre 2016, une fois la résolution amendée et accompagnée des rapports extérieurs, celle-ci est remise au Parlement pour une seconde lecture avant le vote. Mais, la résolution ne sera jamais portée au vote, « du fait de l'opposition du PI au projet » et plus spécifiquement du fait de la « forte opposition » de Bjarni Benediktsson nous confie Frosti Sigurjónsson. Lors des élections d'octobre, le PP ne récolte que 11.5% des voix tandis que le

---

<sup>315</sup> [www.lesechos.fr/2Fmonde%2Fenjeux-internationaux%2F021815492964-panama-papiers-les-reactions-oscillent-entre-indignation-investigations-et-dementis-1211422.php](http://www.lesechos.fr/2Fmonde%2Fenjeux-internationaux%2F021815492964-panama-papiers-les-reactions-oscillent-entre-indignation-investigations-et-dementis-1211422.php)

<sup>316</sup> [https://www.lemonde.fr/panama-papiers/article/2016/04/03/panama-papiers-en-islande-le-chef-du-gouvernement-et-deux-ministres-sur-la-sellette\\_4894864\\_4890278.html](https://www.lemonde.fr/panama-papiers/article/2016/04/03/panama-papiers-en-islande-le-chef-du-gouvernement-et-deux-ministres-sur-la-sellette_4894864_4890278.html)

<sup>317</sup> [https://www.petitions.net/signatures/sigmundur\\_davi\\_er\\_er\\_her\\_me\\_sagt\\_upp\\_storfum/](https://www.petitions.net/signatures/sigmundur_davi_er_er_her_me_sagt_upp_storfum/)

<sup>318</sup> Nous soulignons précédemment comment, en parallèle du retour du PP aux manettes en 2013, une nouvelle offre politique commençait à se former autour de partis qui avaient la spécificité de porter un projet de transparence de la vie publique et de lutte contre la corruption. Déjà bien placés dans les sondages depuis la fin d'année 2014 (avec le passage de la barre symbolique des 10% en décembre 2014), le Parti Pirate est, à la veille des Panama Papers (31 mars 2016) crédité de 36.10% de popularité. Ceci explique en bonne partie pourquoi le PI et le PP ont tout de suite cherché à former un autre gouvernement tout en maintenant leur coalition après la chute de Gunnlaugsson, afin d'éviter la tenue d'élections immédiates.

<sup>319</sup> Lors des élections de l'automne 2016, les pirates réalisèrent un score de 14.5%, soit près du triple de leur score de 2013 mais moins de la moitié de ce qu'annonçaient les sondages. Après un succès de la ligne nationaliste du PP en 2013, on assiste à une remise en cause encore plus forte des partis traditionnels qu'au sortir de la crise de 2008 (figure 45). Si le PP avait habilement su capter un électorat jeune, populaire mais surtout volatile, cette résurgence d'un parti en déliquescence sera brève. D'ailleurs une enquête du MMR datant du 22 janvier 2016, au-delà de créditer les pirates de 37,8% de popularité contre 10% pour le PP, fait état d'un basculement d'une partie d'âge de l'électorat du PP vers les pirates, notant que 26% de ceux qui avaient voté pour le PP en 2013 soutiennent les pirates, et cela avant même le scandale des Panama Papers.

<https://mmr.is/frettir/birtar-nieurstoeur/500-fylgi-stjornmalaflokka-adh-festast-i-sessi>

PI obtient 29% des suffrages. La coalition PI/PP, avec 29 députés parmi les 63 sièges que compte l'Atlhting, ne dispose plus de la majorité. Au terme de plusieurs tentatives de formation d'une coalition, Benediktsson (PI), fort de ses 21 sièges va s'allier avec Avenir Radiieux (4 sièges) et un autre petit parti, Renaissance<sup>320</sup> (7 sièges), pour former un gouvernement. L'échec du projet de réforme du système monétaire peut donc s'expliquer par deux facteurs conjoints. D'une part, le discrédit jeté par les Panama Papers sur Gunnlaugsson et d'autre part le renforcement du PI de Benediktsson, hostile à la réforme, lors des élections anticipées. Cependant, un troisième facteur peut être soulevé nous semble-t-il.

En effet, nous avons posé dès l'introduction générale l'hypothèse selon laquelle on pouvait analyser les projets de type SMS comme des propositions de réformes visant à un renforcement du pouvoir monétaire public. Nous avons immédiatement suggéré qu'il existait néanmoins différents moyens pour réaliser cet objectif de renforcement du pouvoir monétaire public. L'étude de la politique économique de sortie de crise nous a permis de mettre en évidence qu'un certain nombre de mesures ont rapidement renforcé le pouvoir monétaire public. Le contrôle des capitaux en est un des éléments, mais l'élément central de ce renforcement a été la nationalisation rapide de l'intégralité du secteur bancaire domestique. En effet, lors de la partition des banques en octobre 2008, l'État crée de nouvelles entités dont il devient propriétaire. New Landsbanki (NBI hf), qui remplace Landsbanki et deviendra en 2011 Landsbankinn, est détenue à 98% par l'État. New Glitnir, détenue à 100% par l'État, remplace Glitnir et reprendra en 2009 son nom historique, Islandsbanki. New Kaupthing est créée et prendra en 2009 le nom d'Arion Bank. Initialement propriété de l'État, Arion Bank redevient privée dès 2010, l'État ne conservant que 13% des parts puis entamant la revente de celles-ci à partir de 2017. Aujourd'hui Kaupthing est totalement privée et détenue essentiellement par des fonds de pension<sup>321</sup>. Au cours des dernières années, des discussions ont eu lieu pour savoir s'il était judicieux de vendre une partie d'Islandsbanki. Sur le plan théorique, la littérature sur la question des banques publiques n'est pas tranchée<sup>322</sup> (La Porta *et al.*, 2002 ; Adrianova *et al.*, 2010). Sur le terrain politique en revanche, les différents sondages menés sur la question au

---

<sup>320</sup> « *Viðreisn* » que l'on traduit parfois par Renaissance, mais signifie « rétablissement » sur le plan littéral. Cette alliance est quelque peu originale dans la mesure où ce parti s'est formé à partir d'une scission du PI.

<sup>321</sup> <https://www.arionbanki.is/english/about-us/organization/ownership/>

<sup>322</sup> La Porta *et al.* (2002) affirmaient qu'un secteur bancaire public était associé à des taux de croissance plus faibles tandis que les résultats d'Adrianova *et al.* (2010) suggèrent à l'inverse qu'un secteur bancaire public est associé à des taux de croissance plus élevés.

cours des deux dernières années montrent que plus de 60% des islandais sont favorables au maintien (voire à l'augmentation) des parts de l'État dans les banques du pays<sup>323</sup>.

La nationalisation du secteur bancaire a été réalisée en Islande par nécessité plus que par choix. Avec un secteur bancaire en grande majorité possédé par l'État et la mise en place du contrôle des capitaux au lendemain de la crise, la proposition de réforme visant à mettre en place un SMS est rendue d'une certaine manière superflue. En effet, les mesures prises dans l'urgence de la crise ont, en ce sens, réalisé l'objectif de renforcement du pouvoir monétaire public contenu dans le projet de SMS. Minsky (1992, p. 2), quand il discutait certaines mesures proposées pour réformer le système bancaire et financier américain, utilisait parfois le dicton américain : « *if it ain't broke, don't fix it* ». Appliqué à la mise en place d'un SMS en Islande, la reformulation de ce dicton serait « *if it's already fixed, don't fix it twice* ». Si la remise en cause du mode d'émission monétaire a connu un certain dynamisme dans l'Islande d'après crise, elle s'est soldée par un échec sur le plan législatif. La contestation du mode d'émission monétaire en Islande n'a pas connu de nouvelle mise à l'ordre du jour parlementaire. Néanmoins *Betra peningakerfi* existe toujours et Frosti Sigurjónsson a intégré le *supervisory board* de la BCI et « utilise les opportunités » à sa disposition pour « évoquer le sujet »<sup>324</sup>.

Cependant, ce processus de contestation a fait des émules sur le plan international et particulièrement en Suisse, où un référendum d'initiative populaire s'est tenu en 2018. Plus généralement, les militants islandais se déportent au fur et à mesure de nos entretiens depuis la question du SMS, entendu comme réforme globale, vers la question, plus restreinte, des *Central Bank Digital Currencies* (CBDC)<sup>325</sup>. Cette dynamique militante locale correspond à une dynamique plus générale parmi les défenseurs du SMS, qui s'orientent vers des réformes que l'on pourrait qualifier de « partielles », autour de projet comme le *digital cash*. À ce propos, l'exemple de Ben Dyson est très parlant. Fondateur et ancien économiste en chef de *Positive*

---

<sup>323</sup> <https://grapevine.is/news/2019/07/31/poll-most-icelanders-against-selling-off-public-ownership-of-banks/>  
<https://www.icelandreview.com/business/in-focus-sale-of-state-owned-banks/>

<sup>324</sup> Entretien du 18/06/2020.

<sup>325</sup> « *As a member of the central bank supervisory board I am able to bring the matter up in that arena when opportunities arise. For example, the Central Bank has been paying interest on huge deposits held at the central bank by commercial banks while getting no interest revenue from lending money to banks. This imbalance could be reduced if the Central Bank would issue Central Bank digital currency. Then people and companies would withdraw some of their deposits from commercial banks and store them at the Central Bank. I have also campaigned for the Central Bank to calculate and report clearly on its seigniorage revenue. Ie. Its income from issuing notes and coin. This is now detailed in the annual report. In addition, I have argued the case that bank notes in circulation (now 74 bn ISK) should not be shown as debt in the Central Bank's statements of accounts and my remark is noted in the accounts* » Entretien du 18/06/2020.

*Money* au Royaume-Uni (2010 – 2016), il publie de nombreux documents (livre, articles académiques, rapport pour l'association, etc..) sur le SMS. En janvier 2016 il rédige un rapport sur le *digital cash* (Dyson, Hodgson, 2016), à une période où cette thématique est en pleine expansion et avant que les économistes de la Banque d'Angleterre (Barrdear, Kumhof, 2016) et ceux de la Banque des Règlements Internationaux (Bech, Garratt, 2017) ne s'en emparent. Dès le début de l'année 2017, il est recruté à la Banque d'Angleterre où il a dirigé les recherches de la *Digital Currency Team*. Il y a publié différents documents de travail sur la question (Meaning *et al.*, 2018 ; BoE, 2020) avant d'intégrer très récemment la Banque des Règlements Internationaux. On retrouve ainsi, malgré l'échec du projet de réforme monétaire en Islande ou encore en Suisse, de nombreux défenseurs du SMS sur des thématiques plus restreintes, qu'il s'agisse des CBDC ou encore de la « politique monétaire verte »<sup>326</sup>. Ces thématiques ont en commun de viser à donner davantage de responsabilité à la banque centrale publique, l'invitant à utiliser de son pouvoir de création monétaire pour faire face aux défis actuels.

## Conclusion du second chapitre

Ce chapitre nous a permis de cerner, en amont de la crise financière de 2008, l'enchaînement de trois modes de développements en Islande que synthétise le tableau 16. Nous avons cherché en premier lieu à mettre en évidence le processus qui, depuis l'indépendance vis-à-vis du Danemark, a posé les bases d'un régime de croissance fondé sur l'exploitation des ressources halieutiques. Une fois la dynamique d'extension du territoire maritime islandais solidement enclenché, c'est-à-dire à partir de la fin de la première Guerre de la morue (1961), la combinaison du régime de croissance tiré par les exportations de ressources halieutiques et d'un mode de régulation administré, donne corps au premier mode de développement identifié dans ce chapitre. Avec l'entrée en crise du mode de régulation puis du régime d'accumulation au cours de la décennie 1980, l'Islande va entamer un tournant néolibéral au début des années 1990. Le régime de croissance va rester fondé sur l'exportation mais va connaître une certaine diversification, tandis que l'île va passer à un mode de régulation concurrentiel. Cette nouvelle combinaison forme le second mode de développement. Le passage à un mode de régulation concurrentiel, qui traduit un désengagement de l'État dans le fonctionnement l'économie, n'est pas remis en cause lors du passage au troisième mode de développement. Celui-ci diffère du

---

<sup>326</sup> Stanislas Jourdan par exemple est employé par *Positive Money Europe* et concentre une bonne partie de ses efforts de plaidoyer à faire évoluer le cadre de la politique monétaire de la BCE pour favoriser la transition écologique.

précèdent essentiellement sur le plan du régime de croissance, désormais tiré par les activités financières.

Le pouvoir d'émission monétaire des banques est donc remis en cause dans la continuité d'un mouvement de désengagement de l'État qui aboutit à la plus grande crise financière de l'histoire économique islandaise. En l'espace de moins de 20 ans, l'État a perdu tous les leviers qui sous-tendaient son pouvoir monétaire (contrôle du change, des taux d'intérêt, du crédit et des capitaux). Si certaines de ces mutations ont eu vocation à remédier aux limites du mode de régulation administré, le désengagement de l'État a probablement été trop généralisé et trop brutal. Pour ce qui est du secteur bancaire et financier notamment, l'Islande n'était pas prête à devenir un centre financier mondial, elle n'était dotée ni des compétences en matière de régulation ni des moyens humains nécessaires à une telle entreprise. Au lendemain de la crise, c'est un mouvement inverse de ré-engagement de l'État dans la sphère économique qui se produit. C'est dans ce contexte qu'a émergé le projet de SMS, rassemblant certains députés issus de la gauche radicale comme de la droite et visant à apporter une réforme structurelle et permanente en faveur du rétablissement du pouvoir monétaire public. C'est en pratique davantage par la nationalisation du secteur bancaire et le rétablissement du contrôle des capitaux que le pouvoir monétaire public s'est vu renforcé et cette proposition de réforme s'est éteinte avec la chute du gouvernement Gunnlaugsson, sans connaître de débouché législatif concret.

**Tableau 16 : Caractérisation chronologique du mode de développement islandais**

Période	1961 – 1991	1992 – 2002	2003 - 2008
Régime de croissance	Export (extensif)	Export (intensif)	Tiré par la finance
Mode de régulation	Régulation administrée	Régulation concurrentielle	
Forme du rapport monétaire	Contrôle du crédit, des taux d'intérêt et des mouvements de capitaux. Priorité à l'objectif de plein emploi	Libéralisation des taux d'intérêt et des mouvements de capitaux. Priorité à l'objectif d'inflation	Banque centrale indépendante, secteur bancaire privatisé, forte croissance du crédit, des entrées de capitaux et des activités spéculatives
Forme du rapport salarial	Indexation des salaires et corporatisme sectoriel	Désindexation des salaires et néo-corporatisme centralisé	Désindexation des salaires, néo-corporatisme centralisé et montée du pouvoir actionnarial
Forme d'adhésion au régime international	Protection du marché intérieur, recours systématique aux ajustements de change et extensions des eaux territoriales	Intégration à l'Espace Economique Européen (EEE), ancrage du change et diversification des exportations	Spécialisation dans l'industrie financière, entrée massive de capitaux et conquêtes de marchés à l'étranger
Forme de la concurrence	Petites unités productives, prégnance du mouvement des coopératives	Mise en place de mécanismes concurrentiels et concentration des unités productives	Domination des mécanismes concurrentiels
Forme de l'État	Interventionnisme fort	Désengagement de l'État	



# Chapitre 3 : Essais de modélisation SFC

## Table des matières du troisième chapitre

<b>Introduction du troisième chapitre .....</b>	<b>248</b>
<b>1. Croissance rapide du crédit et crise financière .....</b>	<b>259</b>
1.1. Spécification du modèle de base (THEO) .....	259
1.2. Spécification du modèle THEO 1 .....	269
1.3. Financiarisation et crédit spéculatif dans le modèle THEO 1 .....	274
<b>2. Modéliser un Sovereign Money System .....</b>	<b>280</b>
2.1. Spécification du modèle THEO 2 et comparaison avec THEO 1 .....	281
2.2. Rationnements du crédit dans un SMS .....	288
<b>3. La modélisation SFC de la crise de 2008 dans le contexte islandais .....</b>	<b>294</b>
3.1. Une approche par les mouvements de capitaux (Raza <i>et al.</i> , 2019) .....	294
3.2. Spécification du modèle AMELHIS .....	297
3.3. La modélisation SFC de l'économie islandaise entre 2004 et 2016 (AMELHIS 1).....	307
<b>4. Modélisation SFC de l'économie islandaise : de la reproduction des faits stylisés à la prévision macroéconomique (2017 – 2021).....</b>	<b>316</b>
4.1. Le modèle AMELHIS 2.....	316
4.2. L'effondrement de la croissance de la zone euro et ses effets potentiels sur l'économie islandaise : le scénario AMELHIS 2.a .....	317
4.3. Vers un scénario plus réaliste : intégration d'un ajustement de change et d'un déficit budgétaire .....	319
<b>Conclusion du troisième chapitre.....</b>	<b>324</b>



## Introduction du troisième chapitre

Ce chapitre a vocation à proposer un essai de modélisation stock-flux cohérente (SFC) qui comporte deux grands volets. Le premier volet porte sur une modélisation théorique qui vient offrir une formalisation aux débats de la fin du chapitre 1, portant sur les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire dans un SMS. Le second volet porte quant à lui sur une modélisation appliquée à l'Islande en lien avec nos développements du chapitre 2. Nous avons fait le choix de concentrer les différents modèles dans un chapitre dédié spécifiquement à la modélisation afin de pouvoir présenter la méthode utilisée sans encombrer les développements des chapitres précédents. Dans cette introduction au troisième chapitre, nous présentons en premier lieu l'histoire et les principes élémentaires de construction des modèles SFC, puis nous précisons de quelle manière et avec quels objectifs cette méthode sera mobilisée dans ce chapitre.

### *Les origines des modèles SFC*

Retracer l'histoire de la modélisation SFC<sup>327</sup> est une tâche difficile. D'une certaine manière, le développement de cette technique de modélisation macroéconomique est à mettre en lien avec la naissance de la comptabilité nationale moderne. Avant la mise en place du premier système normalisé de comptabilité nationale en 1953 (SCN 53), de nombreux pays ont cherché, dès les années 1930, à développer des outils statistiques qui, au-delà de leur intérêt pour la théorie économique, seraient à même d'éclairer les décideurs en matière de politique économique. On peut trouver plusieurs explications à cette volonté de développer des outils statistiques robustes. Tout d'abord, l'existence d'un chômage massif à la suite de la crise de 1929 appelle à la mise en place de politiques nouvelles, dont il apparaît nécessaire d'estimer au préalable les effets macroéconomiques probables. Dès la fin des années 1930, le déclenchement de la Seconde Guerre Mondiale entraîne le recours à des méthodes statistiques pour financer

---

<sup>327</sup> « The name 'SFC' has existed in the literature for a long time [...]. However, it was only established as a 'brand name' after Claudio Dos Santos's PhD dissertation at the New School for Social Research entitled 'Three Essays on SFC Macroeconomic Modeling' (2003) » (Nikiforos, Zezza, 2017, p. 1227). Lance Taylor (2004) a aussi contribué au développement des modèles SFC à la New School for Social Research après ses travaux sur la macroéconomie « structuraliste ».

l'effort de guerre et planifier l'économie en conséquence. Ce sera tout particulièrement l'effort poursuivi par Keynes, Richard Stone et James Meade en Grande Bretagne<sup>328</sup>.

Keynes publie en 1940 *How to pay for the War?*, que l'on peut considérer comme un ouvrage pionnier, dans lequel la comptabilité nationale est appliquée spécifiquement à l'économie de guerre. James Meade et Richard Stone publient en 1941 un article sur la construction des tableaux de comptabilité nationale dans l'*Economic Journal*, suivi en 1944 d'un livre intitulé *National Income and Expenditure*<sup>329</sup>. Se développe outre-Atlantique une modélisation macroéconomique de l'économie américaine centrée sur une logique de flux, notamment sous l'impulsion de Jan Tinbergen<sup>330</sup> (1939), puis au sein de la Commission Cowles avec Lawrence Klein<sup>331</sup> (1950).

Un apport majeur sera alors celui de Morris Copeland (1949, 1952) et de sa « *flow-of-fund theory* ». Ainsi, à la logique de flux (emplois/ressources), correspondant en comptabilité nationale moderne aux opérations sur produit et aux opérations de répartition, Copeland ajoute une logique de stocks (variations d'actifs et de passifs) correspondant aux opérations dites financières. Surtout, Copeland développe le principe de la comptabilité à partie quadruple (« *quadruple entry principle* »). Ce principe est aujourd'hui un fondement de la modélisation SFC. Exprimé simplement il se réduit à l'idée selon laquelle, dans une perspective de flux, toute ressource (flux entrant) correspond à un emploi (flux sortant) pour un autre secteur (ou au sein de ce secteur) et que, dans une perspective de stock, tout actif financier est aussi un passif financier<sup>332</sup>. De plus, les flux ont un effet sur les stocks (variations d'actif et de passif) et inversement, les flux ne sont pas déconnectés des logiques de stock, notamment au travers des effets de richesse ou du taux d'utilisation du capital fixe.

---

<sup>328</sup> La comptabilité nationale va connaître en France une émergence et des développements spécifiques, à certains égards différents de la théorie et de la pratique anglo-saxonne. La comptabilité nationale française se développe essentiellement sous l'impulsion de Charles Gruson. Voir Prou (1956) et Terray (2017).

<sup>329</sup> Ces deux auteurs obtiendront le Prix Nobel. James Meade en 1977 (avec Bertil Ohlin) pour sa contribution à la théorie du commerce international et des mouvements de capitaux internationaux, Richard Stone en 1984 pour sa contribution à la comptabilité nationale.

<sup>330</sup> Premier lauréat du Prix Nobel en 1969 pour avoir contribué à l'analyse des phénomènes économiques par le développement des modèles économiques dynamiques appliqués. Il publie dès 1936 un modèle macroéconomique structurel pour les Pays-Bas (Dhaene, Barten, 1989 ; Don, 2019).

<sup>331</sup> Créée en 1932, la « Cowles Commission » s'installera à Chicago en 1939 puis deviendra la « Cowles Foundation » à partir de 1955, date qui correspond à son déplacement de Chicago vers Yale. Lawrence Klein obtiendra lui aussi le Prix Nobel, en 1980, pour la création des modèles économétriques et leur application à l'analyse des fluctuations économiques et des politiques économiques.

<sup>332</sup> Ceci ne s'applique pas aux actifs tangibles comme le capital physique mais est la règle comptable s'agissant d'actifs financiers.

En se basant sur le cadre comptable de Copeland et plus généralement sur la tradition des modèles empiriques d'inspiration keynésienne développés notamment par la Commission Cowles, des économistes de Yale menés par James Tobin vont, au cours de la décennie 1970, essayer de développer des modèles SFC inspirés du modèle IS-LM (Caverzasi, Godin, 2014, p. 5 ; Nikiforos, Zezza, 2017, p. 1223 ; Dos Santos, 2006, p. 542)<sup>333</sup>. Ainsi, D. Backus, J. Tobin, W. Brainard et G. Smith, en développant un modèle empirique de l'économie nord-américaine (Backus *et al.*, 1980), vont mettre l'accent sur la sophistication de la partie financière du modèle. Ils développent une théorie des choix de portefeuille entre de multiples actifs, ce qui correspond à une intégration de plus en plus réaliste des logiques de stocks dans un cadre comptable rigoureux<sup>334</sup>.

En parallèle du groupe de Yale organisé autour de Tobin, il est possible d'identifier un second groupe moteur dans le développement de la modélisation SFC à la fin des années 1970 et au cours des années 1980. Ce second groupe, organisé autour de Wynne Godley, est situé à l'Université de Cambridge (UK). Le groupe de Cambridge (connu sous le nom du *Cambridge Economic Policy Group*, CEPG) avait un intérêt particulier pour l'intégration des questions de balance des paiements qui touchaient alors la Grande-Bretagne. Aux côtés de F. Cripps notamment, W. Godley développe des modèles qui contiennent déjà l'essentiel des principes de cohérence stock-flux (Godley, Cripps, 1983). En 1983, le groupe de Yale et le groupe de Cambridge, qui avaient jusque-là travaillé de manière indépendante l'un de l'autre, se retrouvent à Cambridge pour une conférence sur Keynes (Godley, Lavoie, 2007, p. 12). Godley intègre alors à ses travaux les apports du modèle développé par le groupe de Yale et reconnaît une dette vis-à-vis de la « contribution monumentale » de Tobin à la modélisation macroéconomique (Godley, 1996, p. 3 ; 1997, p. 48).

---

<sup>333</sup> D'après Caverzasi et Godin (2014, p. 5) le laps de temps entre la contribution de Copeland et celle de l'école de Yale s'explique par l'incapacité des économistes orthodoxes de l'époque à prendre pleinement la mesure de l'apport de Copeland : « [they] all failed to comprehend the potential theoretical contribution of the work of Copeland and their efforts did not result in a well-suited alternative macroeconomic framework ».

Dos Santos (2006, p. 542) considère que l'approche SFC peut-être considérée comme le produit naturel (« *natural outcome* ») du chemin pris par la macroéconomie keynésienne dans les années 60 et 70. Plus précisément, Dos Santos insiste sur le fait qu'à cette époque le keynésianisme est critiqué en raison d'un supposé manque de rigueur analytique et que l'approche SFC émerge progressivement dans une volonté de la part des keynésiens de mettre sur pied un cadre analytique solide à même d'intégrer les éléments parfois complexes de la théorie keynésienne.

<sup>334</sup> La contribution de Tobin à la modélisation macroéconomique SFC inclut également son discours du Prix Nobel obtenu en 1981. Voir Godley, Lavoie (2007, pp. 12-15) pour de plus amples détails.

Par la suite, Godley intègre le Levy Economic Institute of Bard College (USA) en 1994, ce qui correspond à la dernière phase d'émergence de la modélisation SFC (Nikiforos, Zezza, 2017, p. 1205). Il y développe alors des modèles macroéconomiques de prévision à moyen-terme et voit venir dès 1999 l'insoutenabilité de la croissance américaine (Godley, 1999), qui se vérifiera à partir du ralentissement de 2001 et plus encore avec la crise de 2008. En 2001, Godley commence à collaborer activement avec Marc Lavoie, économiste post-keynésien de l'Université d'Ottawa (Lavoie, Godley, 2001). Ces deux auteurs publieront conjointement de nombreux articles de modélisation jusqu'à la publication de l'ouvrage de référence en matière de modèles SFC, *Monetary Economics*, en 2007<sup>335</sup>. À partir de cette date, les contours de la modélisation SFC sont clairement établis, leur fonctionnement détaillé et les étapes de construction précisées. Les publications se fondant sur la modélisation SFC vont par la suite exploser ; cette dynamique est toujours en cours, nous nous efforcerons de la poursuivre.

#### *L'architecture des modèles SFC*

Un modèle SFC se présente sous la forme d'une comptabilité matricielle. Comme Le Héron et Marouane (2015), nous nous proposons de présenter ici l'armature d'un modèle simple pour rendre plus didactique la présentation des matrices. D'une manière générale, les colonnes des matrices représentent chacune un secteur de l'économie. Nous prendrons ici le cas d'une économie à trois secteurs : les banques, les entreprises et les ménages.

La matrice des stocks (tableau 17) comportera trois colonnes principales, chacune d'entre elle correspondant au bilan d'un secteur. Apparaîtront en ligne les différentes catégories d'actifs qui existent dans l'économie considérée. Prenons le cas d'une économie où existent trois actifs (un actif réel et deux actifs financiers) : le capital fixe ( $K$ ), les crédits ( $L$ ) et les dépôts bancaires ( $D$ ). Par convention, les actifs sont notés avec un signe + tandis que les passifs sont notés avec un signe -. Il est possible de faire apparaître une ligne au bas de la matrice des stocks qui correspond à la « richesse nette » ( $NW$ ), c'est-à-dire à la différence entre l'actif et le passif de chaque secteur.

---

<sup>335</sup> Pour Caverzasi et Godin (2014, p. 6), « *Godley's contribution probably finds its peak in the book he wrote together with Marc Lavoie* ».

**Tableau 17 : Matrice de stock**

	Ménages	Entreprises	Banques	Somme
Capital fixe		$+K$		$+K$
Dépôts	$+D$		$-D$	0
Crédits		$-L$	$+L$	0
Richesse nette	$NW_H$	$NW_F$	$NW_B$	$+K$

La cohérence comptable de la matrice des stocks implique que la richesse financière nette totale soit nulle. Dans notre exemple les banques ont à leur actif des crédits ( $+L$ ) qui sont un passif des entreprises ( $-L$ ) tandis que les ménages ont à leur actif des dépôts ( $+D$ ) qui sont un passif bancaire ( $-D$ ). Pour chacun des deux actifs financiers qui constituent notre économie (les dépôts et les crédits), on constate que le total en ligne est égal à zéro ; la cohérence comptable de la matrice des stocks est respectée. Les actifs réels (en opposition aux actifs financiers) n'ont quant à eux pas de contrepartie au passif d'un autre secteur. C'est pourquoi le total en ligne du seul actif réel (capital physique) est positif. Puisque la richesse financière nette totale est nulle, la richesse nette totale est égale à la valeur du capital physique<sup>336</sup>.

La matrice des flux (tableau 18) permet de faire apparaître en ligne les comptes d'opérations et en colonne les comptes de secteurs. Un emploi (flux sortant) est noté avec un signe - tandis qu'une ressource (flux entrant) est notée avec un signe +. Chaque opération correspond à deux flux (un flux entrant et un flux sortant) et doit être équilibrée, c'est-à-dire que le total de chaque ligne doit être nul. Par exemple l'opération de consommation est un flux sortant pour les ménages et un flux entrant pour les entreprises. Chaque colonne représente la contrainte budgétaire du secteur considéré, ou pour le dire autrement l'équilibre emplois/ressources ; le total de chaque colonne doit donc lui aussi être nul. On peut également scinder chaque compte de secteur en deux sous-comptes : un compte courant et un compte de capital qui doivent tous deux être équilibrés. L'apport de Copeland est visible dans la partie basse de la matrice des flux qui retrace les flux entraînant une variation de stock (actif et passif).

<sup>336</sup> On retrouve ce résultat par la colonne « somme » ( $K + 0 + 0 = K$ ) et par la ligne « richesse nette » ( $D + K - L + L - D = K$ ).

**Tableau 18 : Matrice de flux**

	Ménages	Entreprises		Banques	Somme
		Courant	Capital		
Consommation	$-C$	$+C$			0
Investissement		$+I$	$-I$		0
Salaires	$+W$	$-W$			0
Profit		$-P$	$+P$		0
$\Delta$ Crédits			$+\Delta L$	$-\Delta L$	0
$\Delta$ Dépôts	$-\Delta D$			$+\Delta D$	0
Somme	0	0	0	0	0

A ce stade, il apparaît que l'armature d'un modèle SFC repose sur une cohérence comptable au niveau des stocks (tout actif financier à une contrepartie au passif d'un autre secteur) et au niveau des flux (tout flux vient de quelque part et aboutit quelque part, il n'y a pas de « trou noir »). Les dynamiques de flux vont avoir un effet sur la matrice des stocks : par exemple la quantité de dépôts détenus par les ménages varie en fonction de la consommation (C) de leur salaire (W). En retour, les stocks peuvent affecter les flux, notamment en générant des revenus financiers qui vont modifier le comportement de consommation<sup>337</sup>. Pour compléter l'armature comptable du modèle, on déduit à partir de la matrice des flux les identités comptables. Chacune d'entre elle provient de l'équilibre emplois/ressources d'un compte de secteur<sup>338</sup>, ou des sous-comptes éventuels. Dans ce cas simple, nous aurions quatre identités comptables.

- i.  $C + \Delta D \equiv W$
- ii.  $W + P \equiv C + I$
- iii.  $I \equiv P + \Delta L$
- iv.  $\Delta L \equiv \Delta D$

Ce modèle simplifié comprend un total de six variables ( $C, I, W, P, \Delta L, \Delta D$ ). Pour que le modèle prenne vie il faut pour chacune de ces variables déterminer comment les secteurs

<sup>337</sup> Ce serait le cas si nous intégrions les flux d'intérêts perçus sur les dépôts bancaires par exemple. Ici, nous avons considéré ces intérêts comme nuls pour présenter les principes élémentaires de construction.

<sup>338</sup> Nous n'avons pas ici de ligne dite « non triviale », nous n'évoquons donc pas à ce stade du développement ce point. Nous aurons l'occasion d'y revenir.

impliqués se comportent au travers d'une équation. Afin de conserver la cohérence du modèle, il faut intégrer les identités comptables dans la détermination des variables. L'une des identités comptables est cependant redondante par construction. Il convient alors de mettre une identité de côté pour éviter une surdétermination du modèle et de la conserver pour vérifier à la fin (lors de la résolution) que le modèle est bien SFC. En ne conservant que trois des quatre identités, il nous faudra alors trois équations de comportement pour déterminer la totalité des six variables du modèle<sup>339</sup>.

### *Les choix du modélisateur*

Comme le notaient déjà Lavoie et Godley (2007, p. 15) et comme nous le rappellent Nikiforos et Zezza (2017, p. 1211), si la cohérence comptable d'un modèle SFC est essentielle, les résultats de celui-ci vont dépendre des hypothèses du modélisateur quant aux relations causales qui s'exercent entre les variables au sein du modèle, ainsi que de la valeur retenue pour chaque paramètre. Nous tenions à insister sur le fait que le modélisateur doit opérer des choix qui ne sont pas neutres<sup>340</sup>.

En ce qui concerne les équations de comportement, la marge de manœuvre du modélisateur est grande. Par exemple, si l'on considère que le comportement de consommation des ménages est déterminé dans une logique de revenu courant ou si l'on considère que celle-ci est déterminée dans une logique de revenu permanent, nous aurons deux mécaniques tout à fait différentes. D'ailleurs on peut se demander s'il est pertinent de ne considérer qu'une seule fonction de consommation alors que le secteur des ménages n'est pas homogène. Il est alors possible de complexifier le modèle en scindant le secteur des ménages en deux groupes dont le comportement de consommation diffère profondément, en distinguant par exemple les travailleurs et les rentiers. Le modélisateur peut choisir les secteurs qu'il fait interagir dans son modèle et il peut décider de complexifier davantage certains secteurs pour faire ressortir des

---

<sup>339</sup> Nous pouvons par exemple utiliser les trois premières identités pour les inclure dans les équations du modèle et conserver la quatrième comme équation de vérification. La première identité (i) peut être utilisée pour déterminer  $\Delta D$ , faisant de l'épargne le résidu du revenu non consommé conformément à la perspective keynésienne. La seconde identité (ii) peut être utilisée pour déterminer les profits, correspondant ainsi à l'écart entre les recettes et les coûts salariaux. La troisième identité (iii) peut nous donner la variation du stock de crédit (financement externe) en fonction des investissements réalisés et de l'autofinancement dont disposent les entreprises.

<sup>340</sup> Penser les causalités macroéconomiques de manière sérieuse nécessite « un sens des institutions et de l'histoire », pour reprendre la formule de Taylor (1991, p. 41) : « *Formally, prescribing a closure boils down to stating which variables are endogenous or exogenous in an equation system largely based upon macroeconomic accounting identities, and figuring out how they influence one another [...]. A sense of institutions and history necessarily enters into any serious discussion of macro causality* ».

dynamiques spécifiques. Cependant, un modèle trop complexe peut devenir illisible et peut même s'avérer être un obstacle à la compréhension des mécanismes qui sous-tendent les résultats obtenus. Il y a donc un équilibre à trouver entre la nécessaire clarté du modèle et la complexité inhérente aux phénomènes économiques.

Une fois l'architecture du modèle spécifiée dans les matrices et les relations causales entre les variables définies, on dispose d'un système d'équations et l'on peut passer à la résolution du modèle à proprement parler<sup>341</sup>. D'une manière générale il existe trois grands modes de résolution d'un modèle SFC. Caverzasi et Godin (2014, p. 7) distinguent dans leur taxonomie les résolutions analytiques, numériques et discursives. Ces dernières ont essentiellement un intérêt théorico-pédagogique et ne seront pas traitées par la suite. La résolution analytique correspond au cas où le modélisateur est en mesure d'apporter une solution exacte par la seule voie de la résolution mathématique du système d'équation. Un tel mode de résolution s'applique donc à des modèles relativement simples. Il est courant de recourir à des résolutions numériques lorsque le modèle monte en complexité. Il s'agit alors de résoudre le modèle par une simulation informatique. C'est ce dernier type de résolution qui domine la littérature SFC et qui sera mobilisé dans le cadre de ce chapitre. Par un processus d'approximations successives, la résolution numérique va permettre au modélisateur de trouver l'état stable du modèle. Un état stable correspond à une situation où les flux et les stocks du modèle évoluent en suivant un rythme de croissance identique. Dans le cas où le système n'est pas en croissance, l'état stable est un état stationnaire.

L'état stable d'un modèle peut se définir comme une « construction logique » qui serait atteinte si toutes les hypothèses comportementales et tous les paramètres du modèle étaient fixés pour toujours (Caverzasi et Godin, 2014, p. 9). L'intérêt de l'état stable d'un modèle est qu'il peut être utilisé comme référence. En changeant la valeur d'un paramètre (la propension à consommer par exemple), et en faisant à nouveau tourner le modèle, on peut obtenir un second état stable. Ainsi, on peut observer *ceteris paribus* comment l'économie réagit à ce type de choc en comparant les propriétés des deux états stables. La modélisation SFC, dont Dos Santos (2006, pp. 561) nous rappelle qu'elle n'est au mieux qu'une « caricature utile » de la réalité économique, peut être considérée comme un outil permettant la comparaison des effets

---

<sup>341</sup> Pour pouvoir résoudre il faut préalablement assigner des valeurs aux paramètres et donner une valeur de départ aux variables endogènes (Godley, Lavoie, 2007, p. 297).



(supposés) de différentes politiques économiques. Une telle discussion peut se tenir dans un registre théorique « général », c'est-à-dire que l'on peut chercher à savoir si dans les économies capitalistes modernes, la variation de tel paramètre a tel ou tel effet sur la dynamique macroéconomique. Elle peut aussi se tenir à un niveau plus empirique, dans un modèle « appliqué », c'est-à-dire pour une économie en particulier, en prenant compte de ses spécificités. Dans ce chapitre, nous mobilisons la modélisation SFC d'abord dans le registre théorique puis dans une optique appliquée.

#### *Une série de modèles théoriques : THEO*

Le premier volet de modélisation est théorique et s'intéresse aux modalités de mise en œuvre de la politique monétaire dans un SMS, c'est-à-dire dans une configuration institutionnelle où les banques de second rang ne créent plus de monnaie et où seule la banque centrale dispose de ce pouvoir. Plus précisément, nous allons nous pencher sur le rôle du crédit dans la formation de bulles financières.

Dans la première section, nous présentons le modèle de base (THEO). Celui-ci correspond à une économie peu financiarisée dans laquelle la richesse des ménages est toute entière conservée sous la forme de dépôts bancaires. Pour illustrer l'effet du crédit spéculatif dans un contexte de financiarisation, le modèle THEO 1 va ouvrir la possibilité aux ménages de diversifier leur actif d'une part, en y incluant des actions, et d'autre part, leur permettre d'acheter ces actions à crédit afin de bénéficier d'un effet de levier financier. Nous réalisons deux chocs de même nature mais d'ampleur différente pour illustrer le recours au crédit spéculatif par les ménages dans un contexte de financiarisation (THEO 1.a et THEO 1.b).

Nous modifions dans la seconde section THEO 1 pour créer THEO 2, un modèle qui représente une économie similaire sur le plan de la dynamique de croissance mais dans lequel un SMS est mis en place. Nous répliquons dans THEO 2 les deux chocs étudiés dans THEO 1 et étudions ainsi les scénarios THEO 2.a et THEO 2.b. Nous montrons que la dynamique macroéconomique entre un système « normal » et un système « réformé » est identique si la banque centrale est accommodante. Nous explorons ensuite différents types de rationnement. Dans les modèles THEO 3 et THEO 4 nous étudions les effets de rationnements purement « quantitatifs » et dans le modèle THEO 5 nous étudions la possibilité d'un rationnement « qualitatif ». Nous montrons alors la supériorité du second type de rationnement sur le premier et rappelons sa forte similarité avec les politiques dites d'encadrement du crédit.

### *Une série de modèles appliqués : AMELHIS*

Si l'essentiel des modèles SFC publiés aujourd'hui sont théoriques (G. Zezza, F. Zezza, 2019, p. 2), on note cependant un regain d'intérêt pour les modèles empiriques<sup>342</sup>. D'une manière générale nous pouvons distinguer deux grandes applications empiriques de la modélisation SFC qui recoupent en fait deux objectifs de recherche différents. Une première approche vise à reproduire des faits stylisés historiques et une seconde vise à réaliser des prévisions macroéconomiques. C'est autour de cette distinction que s'organisent les sections 3 et 4.

Quand on se situe dans une perspective d'histoire économique (« *in-sample forecast* »), l'objectif est que le modèle réplique au mieux les données observées. Pour ce faire, il faut calibrer les paramètres exogènes du modèle, soit sur la base des valeurs prises par les paramètres dans la réalité, soit selon un processus dit de réglage fin (« *fine tuning* ») (Veronese Passarella, 2019, p. 83). Le recours à la calibration autorise de changer la valeur de chaque paramètre à chaque période et donne la priorité à une reproduction fidèle par le modèle des variables observées dans la réalité. En revanche, si l'on se situe dans une perspective de prévision macroéconomique (« *out-of-sample forecast* »), l'objectif est que le modèle prédise les valeurs futures des variables. Dans ce cas, on sera amené à considérer les paramètres comme constants sur la période de la prévision (Caverzasi, Godin, 2014, p. 23). Ces modèles de prévision peuvent être utilisés pour mener des comparaisons entre plusieurs scénarios. En modifiant un paramètre relevant de la politique économique, on peut comparer l'état stable ainsi obtenu avec celui atteint dans la prévision de base.

Enfin, notons que la frontière entre ces deux perspectives (reproduction de faits stylisés et prévision macroéconomique) est poreuse et que l'on peut dans une certaine mesure les combiner (Le Héron, Marouane, 2019)<sup>343</sup>. Les modèles appliqués présentés dans les sections 3

---

<sup>342</sup> Les travaux fondateurs de Godley étaient orientés vers l'analyse empirique, avec des modèles appliqués notamment à l'économie britannique au sein du Cambridge Economic Policy Group (Cripps, Godley, 1976) puis à l'économie américaine au sein du Levy Economics Institute (Godley, 1999). Le regain d'intérêt pour les modèles appliqués s'appuie donc notamment sur le Levy Economics Institute qui publie régulièrement des modèles empiriques. Parmi les plus récents on trouve des modèles SFC appliqués au Danemark (Byrialsen, Raza, 2020) et à l'Italie (F. Zezza, G. Zezza, 2020). Nous pouvons également mentionner le numéro spécial de l'*European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention* publié en avril 2019 consacré aux modèles SFC empiriques (Volume 16, numéro 1).

<sup>343</sup> Les auteurs s'intéressent aux effets économiques de chocs politiques. Ils cherchent dans un premier temps à reproduire dans un cadre SFC les faits stylisés observés à la suite du printemps arabe de 2011 et des attentats perpétrés en 2015. Ils utilisent ensuite ce modèle comme un outil de prévision, visant à mesurer l'impact de ces chocs politiques sur l'évolution future de l'économie tunisienne. Pour ce faire ils testent différents scénarios,

et 4 ont été construit sur la base du modèle d’Amine Marouane et Edwin Le Héron sur la Tunisie, auquel nous nous référons par la suite sous l’appellation « AMELH ». À partir de cette base, nous modifions le modèle pour l’adapter à l’étude du cas islandais. Nous proposons ainsi une modélisation appliquée que nous avons appelée « AMELHIS », dont nous développerons ici deux déclinaisons principales : AMELHIS 1 et AMELHIS 2.

Le modèle AMELHIS 1 est présenté dans la section 3 et a pour objet de modéliser la période 2004 – 2016 pour en saisir les ressorts macroéconomiques. La calibration initiale du modèle est basée sur l’année 2004. Nous introduisons ensuite dans cet état stable les données observées sur la période concernée pour trois variables : la croissance de la zone euro, le taux de change entre l’euro et la couronne islandaise et le taux d’intérêt directeur domestique. Nous ajoutons une variable représentant la confiance des entreprises islandaises. En y introduisant ces quatre variables, le modèle AMELHIS 1 reproduit avec précision la dynamique macroéconomique de l’Islande sur la période 2004 – 2016 (corrélation supérieure à 93%).

Dans la section 4 nous présentons le modèle AMELHIS 2 pour étudier l’effet d’une dégradation subite de la croissance de la zone euro sur l’économie islandaise, comme celle que laisse présager la pandémie de la COVID-19. Nous recalibrons le modèle AMELHIS 1 sur la moyenne des données observées entre 2004 et 2016 et introduisons dans cet état stable les prévisions de croissance de la zone euro pour 2020 – 2021 telles que formulées par le FMI en juin 2020. Nous comparons les prévisions 2020 – 2021 pour l’économie islandaise tirées d’AMELHIS 2 aux prévisions des autorités islandaises. Nous simulons quatre scénarios : l’absence de mesures pour résorber le choc (AMELHIS 2.a), l’effet d’une dévaluation (AMELHIS 2.b), celui d’un déficit budgétaire (AMELHIS 2.c) et enfin la combinaison de l’ajustement de change et du déficit (AMELHIS 2.d).

---

correspondants à différents jeux d’hypothèses (celles-ci portant sur le rythme de rétablissement de la confiance des touristes et sur l’évolution de la croissance européenne notamment).

# 1. Croissance rapide du crédit et crise financière

Il s'agit dans cette section de construire un modèle SFC théorique et d'étudier l'intégration d'effets de levier spéculatif. En effet, il est apparu au chapitre 1 que la problématique principale à laquelle les partisans de la réforme monétaire cherchaient à apporter une solution était l'aspect pro-cyclique de la création monétaire bancaire et son rôle éventuel dans la constitution de bulles financières alimentées par le crédit. Nous étudions les conséquences macroéconomiques et financières de l'introduction d'une croissance rapide du crédit à des fins spéculatives.

## 1.1. Spécification du modèle de base (THEO)

Le modèle de base comprend cinq secteurs : ménages, entreprises, banques, banque centrale et gouvernement. Dans la mesure où nos réflexions se concentrent sur des aspects relevant de la politique monétaire et qu'il n'apparaît pas nécessaire d'intégrer le reste du monde, ce modèle est donc construit en économie fermée.

### 1.1.1. Matrices du modèle de base

**Tableau 19 : Matrice des stocks du modèle THEO**

	Households	Firms	Banks	Central Bank	Gvt	Sum
Fixed capital		$+K$				$+K$
Reserves			$+H$	$-H$		0
Deposits	$+D$		$-D$			0
Loans		$-L_F$	$+L$			0
Refi			$-REFI$	$+REFI$		0
Equities		$-EQ$	$+EQ_B$			0
Net worth	$NW_H$	$NW_F$	$NW_B$	$NW_{CB}$	$NW_G$	$+K$

Tableau 20 : Matrice des flux du modèle THEO

	Households	Firms		Banks		Central Bank		Gvt	Sum
		Current	Capital	Current	Capital	Current	Capital		
Consumption	$-C$	$+C$							0
Investment		$+I$	$-I$						0
Gov. Expend		$+G$						$-G$	0
Wages	$+WB$	$-WB$							0
Taxes	$-T$							$+T$	0
Profit of firms		$-P_F$	$+PU_F$	$+PD_B$					0
Profit of banks	$+P_B$			$-P_B$					0
Profit of CB						$-P_{CB}$		$+P_{CB}$	0
Interest on Deposits	$+r_{-1}^D \cdot D_{-1}$			$-r_{-1}^D \cdot D_{-1}$					0
Interest on Loans		$-r_{-1}^L \cdot L_{F-1}$		$+r_{-1}^L \cdot L_{-1}$					0
Interest on Refi				$-r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$		$+r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$			0
Change in reserves					$-\Delta H$		$+\Delta H$		0
Change in Deposits	$-\Delta D$				$+\Delta D$				0
Change in Loans			$+\Delta L_F$		$-\Delta L$				0
Change in Refi					$+\Delta REFI$		$-\Delta REFI$		0
Change in equities			$+\Delta e_s \cdot p_e$		$-\Delta e_B \cdot p_e$				0
Sum	0	0	0	0	0	0	0	0	0

### 1.1.2. Equations du modèle de base

Le produit intérieur brut ( $Y$ ) nous est donné sous l'angle de la dépense par la somme de la consommation des ménages ( $C$ ), de l'investissement des entreprises ( $I$ ) et de la dépense publique ( $G$ ).

$$1. Y = C + I + G$$

#### a. Gouvernement

La dépense publique est égale à la somme des impôts ( $T$ ) et des profits de la banque centrale, intégralement reversés au gouvernement ( $P_{CB}$ ). Dans ce modèle, il n'y a pas de dette publique et l'État ne pratique pas de déficit. Ainsi,  $G$  est définie comme :

$$2. G = T + P_{CB}$$

Les taxes sont intégralement payées par les ménages et leur montant est mesuré en appliquant un taux unique ( $0 \leq \tau \leq 1$ ) au revenu total des ménages. Ce dernier est composé des salaires ( $WB$ ), des intérêts perçus sur leurs dépôts bancaires de la période précédente ( $r_{-1}^D \cdot D_{-1}$ ), des profits distribués par les banques ( $P_B$ ) tel que :

$$3. T = \tau \cdot (WB + r_{-1}^D \cdot D_{-1} + P_B)$$

#### b. Ménages

Le revenu disponible des ménages ( $YD$ ) est obtenu en retranchant les impôts au revenu total des ménages défini précédemment :

$$4. YD = WB + r_{-1}^D \cdot D_{-1} + P_B - T$$

Les ménages consomment une fraction ( $0 \leq \alpha_1 \leq 1$ ) de leur revenu disponible de la période et une fraction ( $0 \leq \alpha_2 \leq 1$ ) de leur actif de la période précédente ( $AS_{H-1}$ ). Ainsi, nous obtenons l'équation décrivant la consommation des ménages :

$$5. C = \alpha_1 \cdot YD + \alpha_2 \cdot AS_{H-1}$$

Le flux d'épargne de la période ( $SAV$ ) se définit comme le résidu non consommé du revenu disponible :

$$6. SAV = YD - C$$

Dans la configuration la plus simple que nous présentons à ce stade, l'actif des ménages est constitué uniquement de leurs dépôts bancaires ( $D$ ). N'ayant à leur disposition qu'un seul actif, les ménages y affectent l'intégralité de l'épargne constituée sur la période ( $SAV$ ).

$$7. \Delta D = SAV$$

$$8. \Delta AS_H = \Delta D$$

### c. Entreprises

L'investissement des entreprises ( $I$ ) est déterminé par le taux de croissance du stock de capital ( $gr_K$ ).

$$9. I = gr_K \cdot K_{-1}$$

$$10. K = K_{-1} + I$$

Le taux de croissance du stock de capital va être déterminé par plusieurs variables, dans la continuité de l'approche de Le Héron et Mouakil (2008). Tout d'abord par l'état de confiance des entrepreneurs ( $\gamma_0$ ) qui est exogène. Ensuite l'accumulation du capital dépend positivement de la profitabilité, telle que mesurée le rapport entre les profits des firmes ( $P_F$ ) et le PIB de la période passée, c'est-à-dire par le ratio de cash flow ( $rcf$ ).

$$11. rcf = \frac{P_{F-1}}{Y_{-1}}$$

L'investissement dépend aussi positivement du taux d'utilisation du capital ( $u$ ), égal au rapport entre le niveau de production de la période passée et le niveau de production de pleine capacité ( $Y_{fc}$ ). Ce dernier correspond, dans une perspective proche de Le Héron (2009) à l'utilisation maximale du stock de capital compte tenu de sa productivité ( $pr_K$ ) et se mesure comme un ratio constant du stock de la période précédente.

$$12. u = \frac{Y_{-1}}{Y_{fc}}$$

$$13. Y_{fc} = K_{-1} \cdot pr_K$$

Enfin, le taux de croissance du stock de capital dépend négativement du risque financier des entreprises. Pour ce faire, nous utilisons un indice des conditions financières ( $FCI$ ) qui dépend positivement du niveau de levier des entreprises à la période précédente, c'est-à-dire du rapport entre leur encours de crédit et leur stock de capital ( $\frac{L_{F-1}}{K_{-1}}$ ) et du taux d'intérêt appliqué

aux crédits ( $r^L$ ). Enfin,  $\mu$  est un paramètre exogène permettant d'ajuster l'ampleur de l'effet de l'indice des conditions financières sur la dynamique de l'investissement.

$$14. FCI = \mu \cdot r^L \cdot \frac{L_{F-1}}{K_{-1}}$$

En combinant les différentes variables présentées, le taux de croissance du capital se définit de la manière suivante :

$$15. gr_k = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot rcf + \gamma_2 \cdot u - \gamma_3 \cdot FCI$$

Les entreprises versent des salaires ( $WB$ ) aux ménages, sur la base d'un taux de salaire exogène ( $w$ ) que multiplie la population employée ( $N$ ). Celle-ci est obtenue, dans une perspective similaire à Godley et Lavoie (2007, p. 225) en rapportant les ventes à la productivité du travail ( $pr_n$ ).

$$16. WB = w \cdot N$$

$$17. N = \frac{Y}{pr_n}$$

Les entreprises dégagent un profit total sur la période ( $P_F$ ) égal à la différence entre la production de la période et les coûts (ici réduits aux salaires et à la charge d'intérêt).

$$18. P_F = Y - WB - r_{-1}^L \cdot L_{F-1}$$

Elle distribue une fraction ( $0 \leq \psi \leq 1$ ) de ce profit ( $PD$ ) à ses actionnaires :

$$19. PD = \psi \cdot P_F$$

Dans la configuration la plus simple du modèle, toutes les actions sont détenues par les banques, cependant, celles-ci se répartissent proportionnellement entre les différents détenteurs de titres. Le profit distribué aux banques ( $PD_B$ ) est obtenu en multipliant la proportion de l'offre totale d'actions détenues par les banques à la période précédente ( $\frac{e_{B-1}}{e_{S-1}}$ ) avec le total des profits distribués.

$$20. PD_B = \frac{e_{B-1}}{e_{S-1}} \cdot PD$$

Enfin, le profit non distribué des entreprises ( $PU_F$ ) est égal à la différence entre le profit total et le profit distribué.

$$21. PU_F = P_F - PD$$



#### d. Banques

L'évolution des besoins de financement externe des entreprises ( $\Delta EF$ ) correspond à la différence entre le niveau de l'investissement et de la capacité d'autofinancement :

$$22. \Delta EF = I - PU_F$$

Les banques financent une partie en achetant les actions émises par les entreprises. Leur demande d'action ( $e_B$ ) dépend positivement du rendement des actions ( $r^{EQ}$ ) et négativement du taux d'intérêt sur les crédits ( $r^L$ ). Le paramètre  $lam10$  ( $0 \leq lam10 \leq 1$ ) donne la proportion du financement accordé par les banques qu'elles souhaitent réaliser sous forme d'actions. Le paramètre  $lam11$  impacte positivement cette proportion en fonction de l'évolution du rendement des actions tandis que le paramètre  $lam12$  l'affecte négativement en fonction du taux d'intérêt perçu par les banques sur les crédits. Ce type d'équation s'inscrit dans la tradition des matrices de portefeuilles tobinesques, couramment utilisées dans les modèles SFC (Godley, Lavoie, 2007).

$$23. e_B = (lam10 + lam11 \cdot r^{EQ} - lam12 \cdot r^L) \cdot EF_F / p_e$$

Le rendement des actions se calcule comme la somme des profits distribués et des gains en capital ( $CG$ ) de la période, rapportée à la valeur du stock d'actions à la période précédente.

$$24. r^{EQ} = \frac{PD + CG}{EQ_{-1}}$$

$$25. CG = \Delta p_e \cdot e_{s-1}$$

Le rythme de l'émission d'action est déterminé par le taux de croissance de la période précédente ( $gr_{Y_{-1}}$ ).

$$26. e_s = e_{s-1} \cdot (1 + gr_{Y_{-1}})$$

La valeur du stock total d'action ( $EQ$ ) se définit comme le produit de la quantité totale d'actions avec leur prix unitaire à la période donnée ( $p_e$ ).

$$27. EQ = e_B \cdot p_e$$

L'ajustement de la demande à l'offre se fait par la variation du prix unitaire des actions :

$$28. p_e = \frac{EQ}{e_s}$$

Les crédits bancaires aux entreprises ( $\Delta L_F$ ) font office de mode de financement résiduel.

$$29. \Delta L_F = I - PU^f - \Delta e_S \cdot p_e$$

Les banques constituent des réserves ( $H$ ) pour une proportion ( $0 \leq \eta \leq 1$ ) des dépôts :

$$30. H = \eta \cdot D$$

Elles se refinancent auprès de la banque centrale de manière à équilibrer leur bilan :

$$31. \Delta REFI = \Delta H + \Delta L + \Delta e_B \cdot p_e - \Delta D$$

Le profit des banques ( $P_B$ ) se mesure alors comme la différence entre les intérêts perçus sur les crédits et les intérêts payés sur les dépôts ainsi que sur le refinancement, différence à laquelle il faut ajouter le profit qui leur est distribué par les entreprises.

$$32. P_B = r_{-1}^L \cdot L_{-1} + PD_B - r_{-1}^D \cdot D_{-1} - r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$$

Nous considérons que les banques appliquent aux dépôts un taux d'intérêt ( $r^D$ ) égal au taux directeur fixé de manière exogène par la banque centrale ( $r^{CB}$ ), soit :

$$33. r^D = r^{CB}$$

Le taux d'intérêt appliqué aux crédits correspond quant à lui au taux directeur auquel vient s'ajouter un mark-up exogène ( $0 \leq \sigma \leq 1$ ) :

$$34. r^L = (1 + \sigma) \cdot r^{CB}$$

### e. Banque centrale

Le profit de la banque centrale ( $P_{CB}$ ) correspond aux intérêts perçus sur le refinancement de la période précédente.

$$35. P_{CB} = r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$$

### f. Cohérence comptable

Pour vérifier que notre modèle est correctement construit, faisons ci-dessous la liste des identités tirées de la matrice des flux<sup>344</sup> et vérifions qu'elles sont toutes intégrées au modèle, à l'exception de l'une d'entre elles. Cette dernière identité nous servira d'équation de vérification.

$$i. \quad C + T + \Delta D \equiv WB + P_B + r_{-1}^D \cdot D_{-1}$$

<sup>344</sup> Il faut ajouter aux identités tirées des colonnes les lignes non triviales, c'est-à-dire celles où il n'y a pas une correspondance immédiate entre l'emploi d'un secteur et une ressource d'un autre secteur (ou d'un autre sous-compte du même secteur).

- ii.  $WB + P_F + r_{-1}^L \cdot L_{F-1} \equiv C + I + G$
- iii.  $I \equiv PU_F + \Delta L_F + \Delta e_s \cdot p_e$
- iv.  $P_B + r_{-1}^D \cdot D_{-1} + r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1} \equiv PD_B + r_{-1}^L \cdot L_{-1}$
- v.  $\Delta H + \Delta L + \Delta e_B \cdot p_e \equiv \Delta D + \Delta REFI$
- vi.  $P_{CB} \equiv r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$
- vii.  $\Delta REFI \equiv \Delta H$
- viii.  $G \equiv T + P_{CB}$
- ix.  $P_F \equiv PU_F + PD$

**Tableau 21 : Intégration des identités comptables au modèle THEO**

Identité	Equation correspondante
i.	7
ii.	18
iii.	29
iv.	32
v.	31
vi.	35
vii.	Equation de vérification (36)
viii.	2
ix.	21

L'identité (vii) n'est pas utilisée dans le modèle pour déterminer une variable. Elle nous servira donc d'équation de vérification. Si notre modèle est construit de manière cohérente l'identité (vii) doit être vérifiée en toutes circonstances. On définit alors un H « théorique » (36) à partir de l'identité (vii) et nous vérifions que ce H « théorique » correspond bien au H obtenu dans l'équation 30 du modèle. La variable « Consistency » (37) doit prendre une valeur nulle pour que le modèle soit bien SFC.

$$36. H_{theo} = REFI$$

$$37. Consistency = H_{theo} - H$$

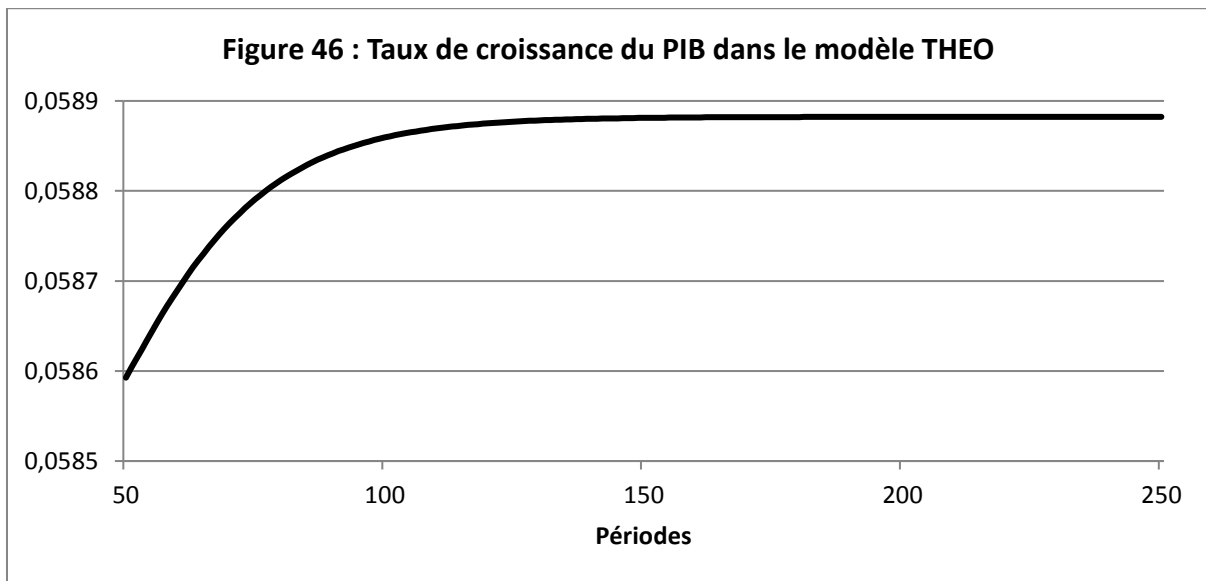
### **1.1.3. Résolution du modèle de base**

Avant de passer à la résolution numérique du modèle il faut assigner une valeur à chaque paramètre exogène. Nous nous situons ici dans une perspective de modélisation théorique. Nous n'avons donc pas le souci de reproduire les faits stylisés d'une économie en particulier.

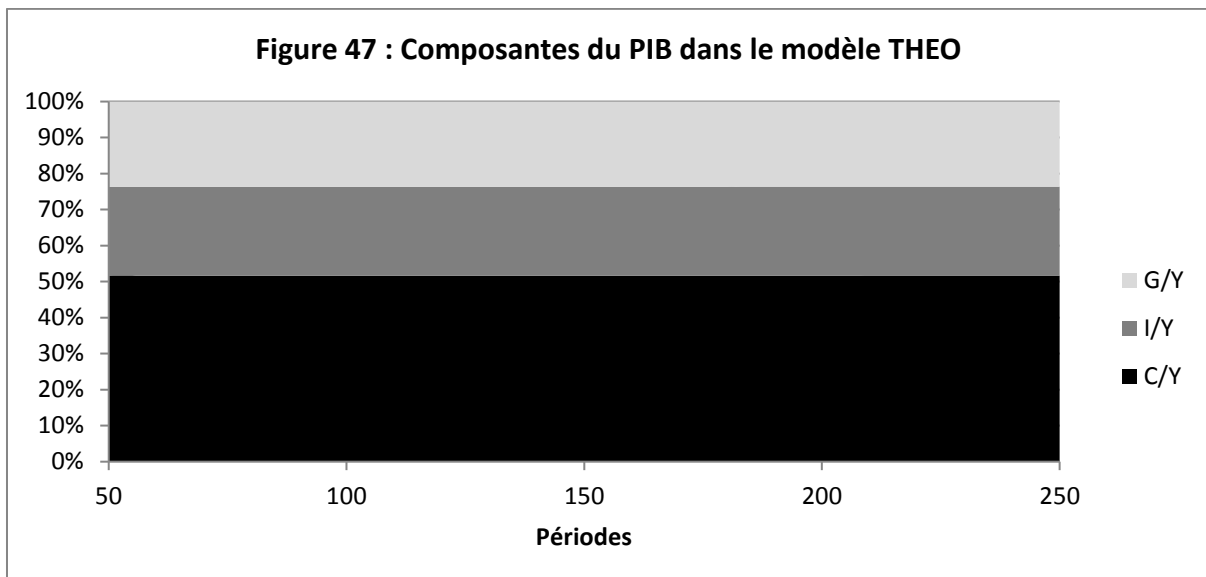
**Tableau 22 : Valeur des paramètres exogènes du modèle THEO**

Paramètres exogènes	Valeur
$\tau$	0.3
$\alpha_1$	0.9
$\alpha_2$	0.05
$pr_K$	0.8
$pr_n$	2
$\mu$	10
$\gamma_0$	0.03
$\gamma_1$	0.07
$\gamma_2$	0.05
$\gamma_3$	0.07
$w$	1.5
$\psi$	0.1
$lam10$	0.5
$lam11$	0.005
$lam12$	0.005
$\eta$	0.25
$r^{CB}$	0.02
$\sigma$	0.5

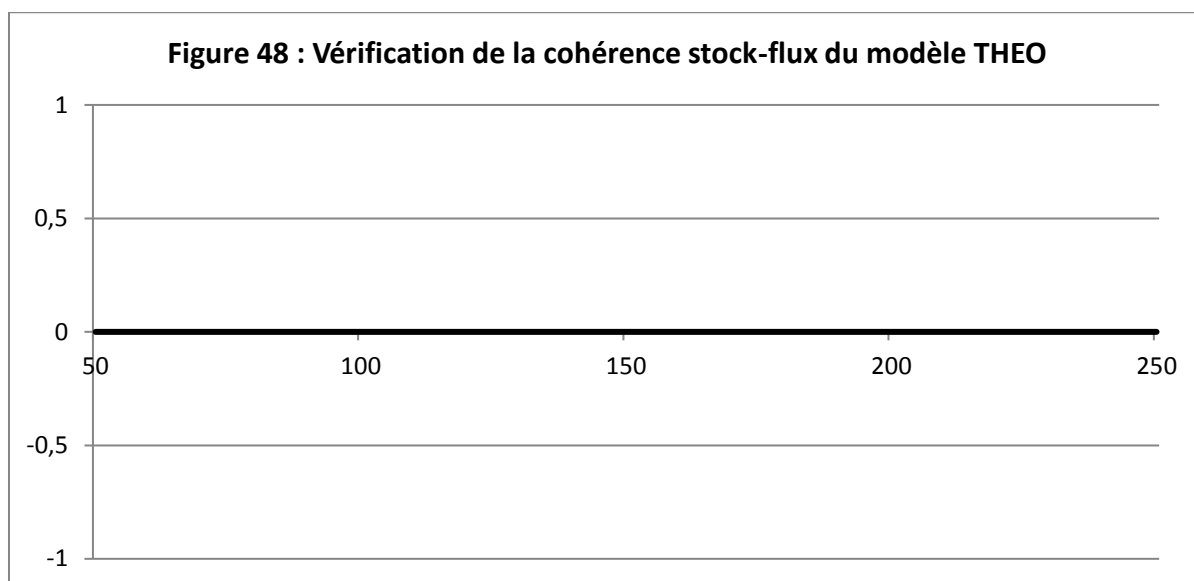
Nous pouvons maintenant simuler informatiquement le modèle afin de vérifier qu'il atteint un état stable (*i.e.* que le système dynamique d'équation converge) et que la cohérence stock-flux du modèle est vérifiée. Nous avons codé le modèle sur *Eviews* et le faisons tourner sur 250 périodes. La première variable à observer pour s'assurer de la convergence du modèle est le taux de croissance du PIB. On constate que le modèle converge après une centaine de périodes vers un état stable avec un taux de croissance de l'ordre de 5.888% :



Au-delà de la convergence du taux de croissance du PIB, il convient de s'assurer de la stabilité de ses composantes. À l'état stable, la consommation représente 51.6% du PIB, la dépense publique 23.6% et l'investissement 24.8%.



Enfin, nous nous assurons que la cohérence stock-flux est vérifiée. La valeur du H « théorique » calculée selon l'identité (vii) doit coïncider avec la valeur de H calculée selon l'équation 30. La variable « Consistency » prend une valeur nulle, ce qui nous assure que le modèle est correctement construit, n'est pas surdéterminé et que la cohérence stock-flux est préservée :



## **1.2. Spécification du modèle THEO 1**

Le modèle THEO correspond à une économie peu financiarisée. Il existe des actions mais les agents non financiers ne se portent pas acquéreurs. La richesse des ménages est toute entière conservée sous la forme de dépôts bancaires. Pour illustrer l'effet du crédit spéculatif dans un contexte de financiarisation, le modèle THEO 1 va ouvrir la possibilité aux ménages de diversifier leur actif d'une part, en y incluant des actions, et d'autre part, d'acheter ces actions à crédit afin de bénéficier d'un effet de levier financier. Nous allons réécrire le modèle THEO pour intégrer cette possibilité. Pour faciliter la lecture nous surlignons les éléments modifiés dans les matrices et ne faisons apparaître que les équations ajoutées et/ou modifiées.

### ***1.2.1. Matrices du modèle THEO 1***

On intègre à la matrice des stocks la valeur du stock d'actions détenu par les ménages ( $EQ_H$ ) et les crédits bancaires qui leur sont alloués ( $L_H$ ). Dans la matrice des flux nous intégrons pour le secteur des ménages la distinction entre leur compte courant et leur compte de capital. Nous ajoutons les paiements d'intérêts des ménages aux banques sur leurs crédits, les profits distribués par les entreprises aux ménages détenteurs d'action et les variations de stocks.

**Tableau 23 : Matrice des stocks du modèle THEO 1**

	Households	Firms	Banks	Central Bank	Gvt	Sum
Fixed Capital		$+K$				$+K$
Reserves			$+H$	$-H$		0
Deposits	$+D$		$-D$			0
Loans	$-L_H$	$-L_F$	$+L$			0
Refi			$-REFI$	$+REFI$		0
Equities	$+EQ_H$	$-EQ$	$+EQ_B$			0
Net worth	$NW_H$	$NW_F$	$NW_B$	$NW_{CB}$	$NW_G$	$+K$

Tableau 24 : Matrice des flux du modèle THEO 1

	Households		Firms		Banks		Central Bank		Gvt	Sum
	Curr	Cap	Curr	Cap	Curr	Cap	Curr	Cap		
Consumption	$-C$		$+C$							0
Investment			$+I$	$-I$						0
Gov. Expend			$+G$						$-G$	0
Wages	$+WB$		$-WB$							0
Taxes	$-T$								$+T$	0
Profit of firms	$+PD_H$		$-P_F$	$+PU_F$	$+PD_B$					0
Profit of banks	$+P^b$				$-P^b$					0
Profit of CB							$-P^{CB}$		$+P^{CB}$	0
Interest on Deposits	$+r_{-1}^D \cdot D_{-1}$				$-r_{-1}^D \cdot D_{-1}$					0
Interest on Loans	$-r_{-1}^L \cdot L_{H-1}$		$-r_{-1}^L \cdot L_{F-1}$		$+r_{-1}^L \cdot L_{-1}$					0
Interest on Refi					$-r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$		$+r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$			0
Savings of Households	$-SAV$	$+SAV$								0



	Households		Firms		Banks		Central Bank		Gvt	Sum
	Curr	Cap	Curr	Cap	Curr	Cap	Curr	Cap		
Change in reserves						$-\Delta H$		$+\Delta H$		0
Change in Deposits		$-\Delta D$				$+\Delta D$				0
Change in Loans		$+\Delta L_H$		$+\Delta L_F$		$-\Delta L$				0
Change in Refi						$+\Delta REFI$		$-\Delta REFI$		0
Change in equities		$+\Delta e_H \cdot p_e$		$+\Delta e_S \cdot p_e$		$-\Delta e_B \cdot p_e$				0
Sum	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

### 1.2.2. Equations du modèle THEO 1

Nous reprenons les équations dans l'ordre du modèle de base et expliquons les ajouts et modifications réalisés. Les équations modifiées conservent leur numéro d'origine tandis que les équations ajoutées seront classifiées par lettres.

Le revenu des ménages intègre maintenant les profits distribués par les entreprises sous la forme de dividendes et se voit retranché des flux de paiement d'intérêts aux banques. Les équations 3 et 4 sont modifiées comme suit :

$$3. \quad T = \tau \cdot (WB + r_{-1}^D \cdot D_{-1} + P_B + PD_H - r_{-1}^L \cdot L_{H-1})$$

$$4. \quad YD = WB + r_{-1}^D \cdot D_{-1} + P_B + PD_H - r_{-1}^L \cdot L_{H-1} - T$$

La gestion de l'actif des ménages évolue. On définit un niveau anticipé de l'actif des ménages ( $AS_H^e$ ), qu'ils font croître en fonction du taux de croissance à la période précédente.

$$a. \quad AS_H^e = AS_{H-1} \cdot (1 + gr_{Y-1})$$

Les ménages cherchent à avoir une fraction ( $0 \leq a_{10} \leq 1$ ) de leur actif anticipé sous la forme d'actions ( $e_H$ ), car celles-ci sont plus rentables que les dépôts. Le paramètre  $a_{11}$  impacte positivement cette proportion en fonction de l'évolution du rendement des actions, tandis que le paramètre  $a_{12}$  l'affecte négativement en fonction du niveau des taux d'intérêts payés par les ménages sur les crédits.

$$b. e_H = (a_{10} + a_{11} \cdot r^{EQ} - a_{12} \cdot r^L) \cdot AS_H^e / p_e$$

Les ménages demandent des crédits ( $\Delta L_H$ ) pour financer l'achat d'actions.

$$c. \Delta L_H = \Delta e_H \cdot p_e$$

L'équation 8 est par conséquent modifiée pour intégrer à l'actif des ménages les actions qu'ils détiennent et leurs gains en capital ( $CG_H$ ) :

$$8. \Delta AS_H = \Delta D + \Delta e_H \cdot p_e + CG_H$$

Les gains en capital des ménages sont définis de la manière suivante :

$$d. CG_H = \Delta p_e \cdot e_{H-1}$$

Les gains en capital des banques ( $CG_B$ ) sont définis de manière équivalente, et l'on modifie l'équation 25 qui correspond aux gains en capital totaux.

$$e. CG_B = \Delta p_e \cdot e_{B-1}$$

$$25. CG = CG_H + CG_B$$

La détention d'actions par les ménages implique aussi un ajout quant aux équations relatives à la répartition des profits distribués des entreprises. Le profit distribué par les entreprises aux ménages est défini comme le résidu du profit distribué :

$$f. PD_H = PD - PD_B$$

Les besoins de financement externes des entreprises que les banques ont à satisfaire ( $I - PU_F$ ) sont réduits du montant des actions achetées par les ménages :

$$22. \Delta EF = I - PU_F - e_H \cdot p_e$$

Enfin, le stock de crédits offerts par les banques est maintenant défini comme la somme des crédits offerts aux entreprises et aux ménages.

$$g. L = L_H + L_F$$

### **1.3. Financiarisation et crédit spéculatif dans le modèle THEO 1**

Si l'on neutralise la demande d'action des ménages, le modèle THEO 1 fonctionne à l'identique du modèle THEO. En posant  $a_{10} = a_{11} = a_{12} = 0$ , on retrouve le scénario de base. En gardant tous les autres paramètres du modèle identiques, on peut réaliser un choc en modifiant les valeurs de ces paramètres et comparer les propriétés des états stables ainsi obtenus à celles de l'état stable du scénario de base du modèle THEO. Nous étudions les conséquences macroéconomiques et financières de ces chocs.

#### ***1.3.1. Présentation des chocs réalisés (THEO 1.a et THEO 1.b)***

Nous réalisons deux chocs de même nature mais d'ampleur différente pour illustrer le recours au crédit spéculatif par les ménages dans un contexte de financiarisation. Nous réalisons un premier choc d'une ampleur faible, où les ménages décident de posséder +/-1% de leur actif sous forme d'actions et maintiennent cette décision au fil du temps. Nous nous référons par la suite à ce scénario sous le nom de THEO 1.a. Nous produisons un second choc, de plus grande ampleur, dans lequel les ménages souhaitent détenir +/-15% de leur actif sous forme d'actions au moment du choc. Ils réduisent ensuite progressivement cette proportion jusqu'à revenir à la proportion de 1% du premier choc. Nous nous référons par la suite à ce scénario sous le nom de THEO 1.b.

**Tableau 25 : Calibrage du scénario THEO 1.a**

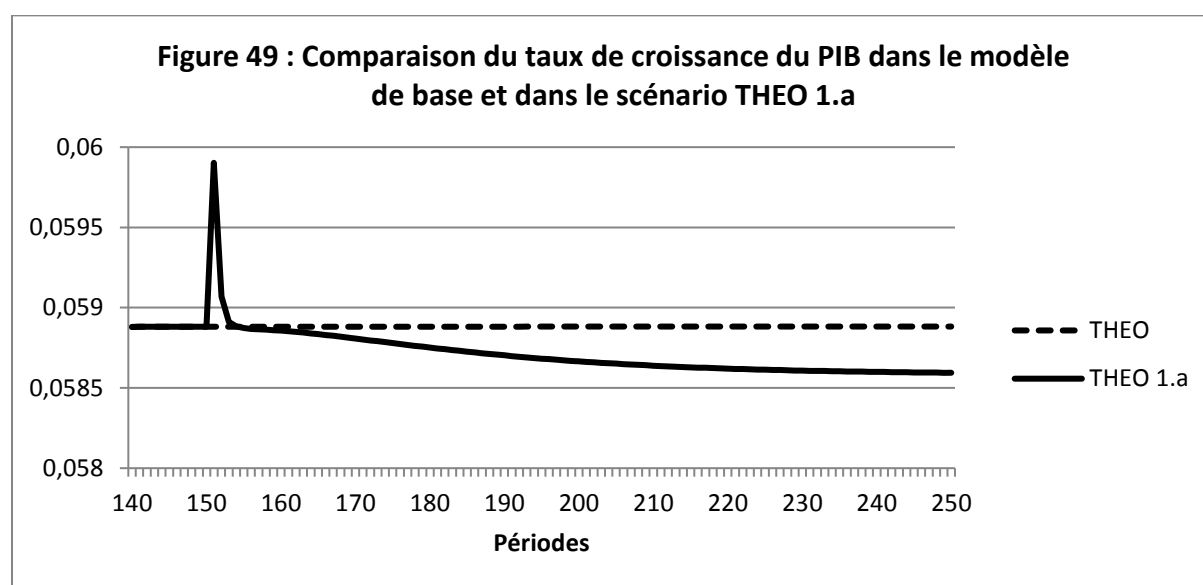
	Période < 150	Période $\geq 150$
$a_{10}$	0	0.01
$a_{11}$	0	0.01
$a_{12}$	0	0.01

**Tableau 26 : Calibrage du scénario THEO 1.b**

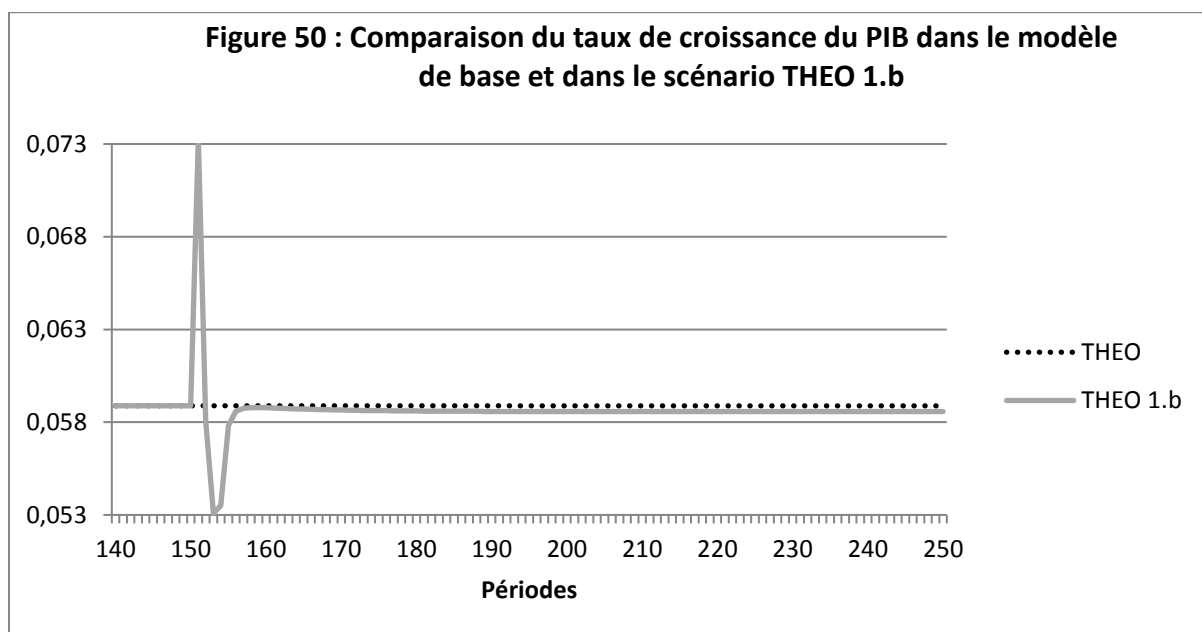
	Période < 150	Période 150	Période 151	Période 152	Période ≥153
$a_{10}$	0	0.15	0.1	0.05	0.01
$a_{11}$	0	0.01	0.01	0.01	0.01
$a_{12}$	0	0.01	0.01	0.01	0.01

### 1.3.2. Conséquences macroéconomiques

Sur le plan macroéconomique, nous allons nous intéresser en premier lieu à la variation du taux de croissance du PIB ainsi qu'à l'évolution de ses composantes. Quand on observe l'effet du choc de plus faible ampleur (THEO 1.a) sur le taux de croissance (figure 49), on constate qu'après avoir causé une accélération de la croissance pendant 4 périodes, le taux de croissance s'établit à un niveau inférieur à celui de l'état stable du scénario de base (THEO).



Le second choc est plus puissant. Après un pic de croissance plus élevé que dans le premier choc à la première période, le taux de croissance décroît plus rapidement et plus fortement en dessous de celui du scénario de base puis se stabilise au même niveau que dans le premier choc (figure 50).



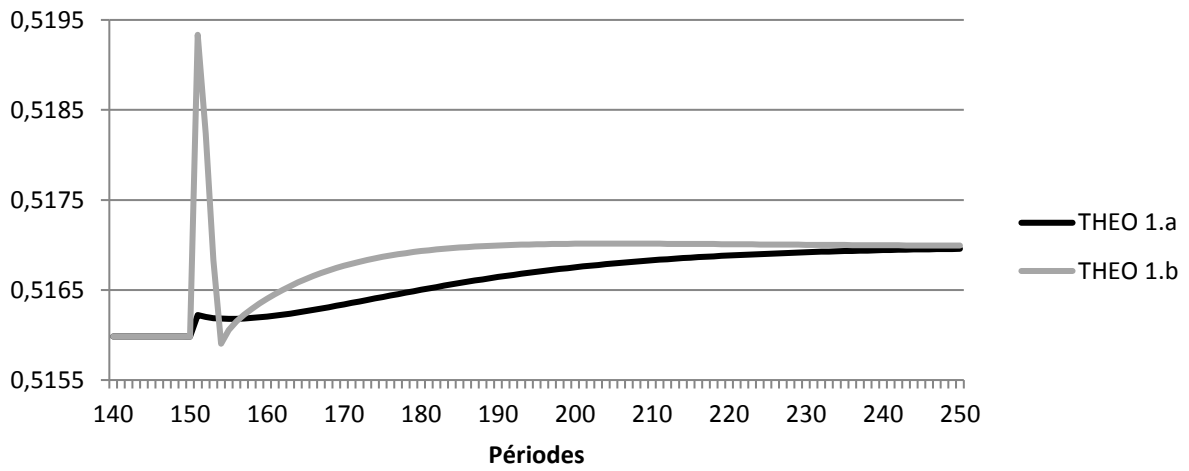
Globalement, il apparaît que l'accès au crédit spéculatif a un effet positif sur le rythme de la croissance à court terme, mais un effet négatif à plus long terme.

**Tableau 27 : Niveau du PIB 10 périodes avant le choc et au terme de la simulation**

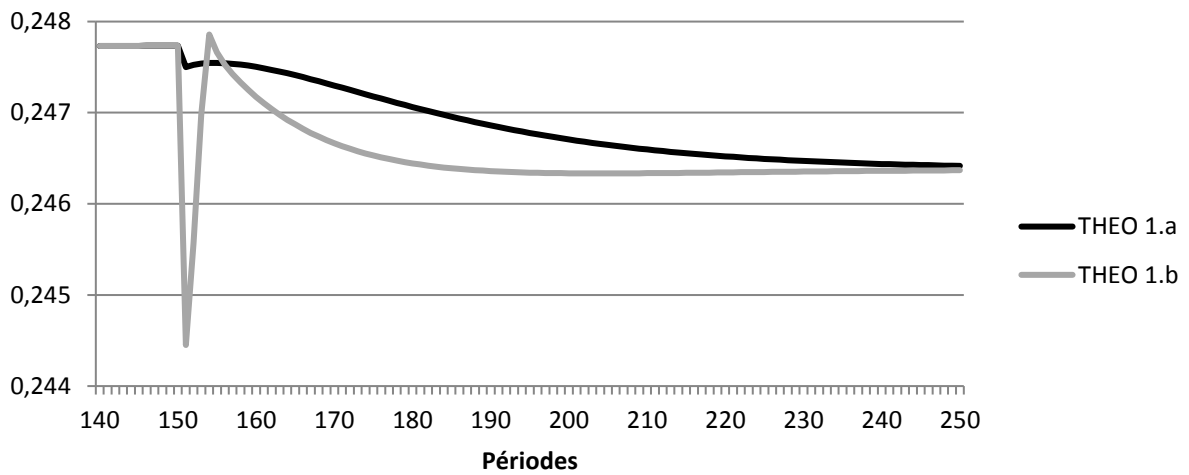
	Période 140 (choc -10)	Période 250 (choc +100)	Ecart
Baseline (THEO)	649 490	$3.51 * 10^8$	/
Choc 1 (THEO 1.a)	649 490	$3.46 * 10^8$	-1.4%
Choc 2 (THEO 1.b)	649 490	$3.43 * 10^8$	-2.3%

Ces chocs entraînent une évolution des composantes du PIB. On assiste à une hausse du poids de la consommation des ménages et de la dépense publique, tandis que la part de l'investissement se réduit (figures 51, 52, 53).

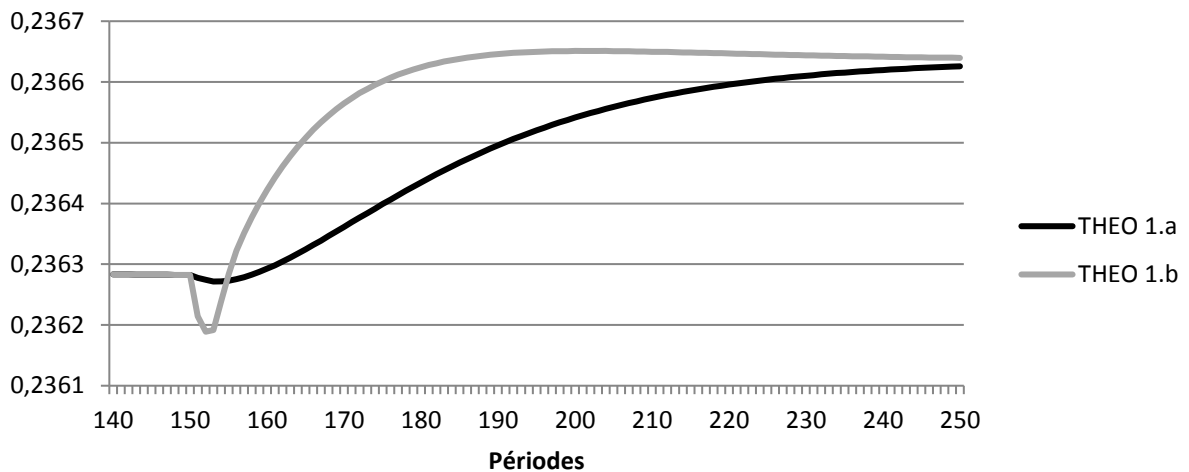
**Figure 51 : Evolution de la part de la consommation dans le PIB**



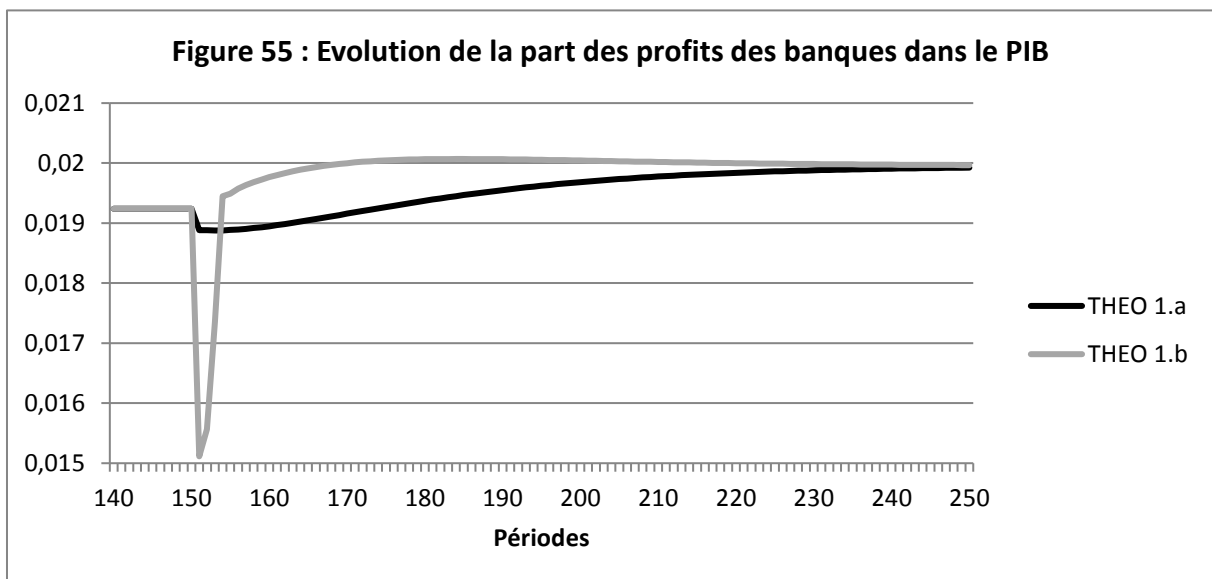
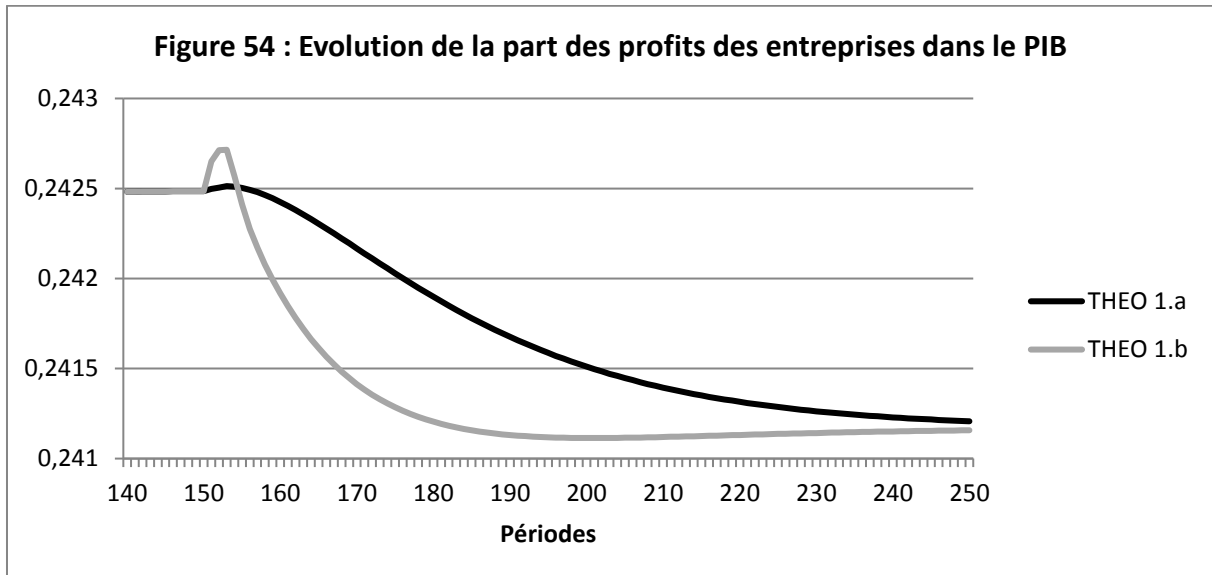
**Figure 52 : Evolution de la part de l'investissement dans le PIB**



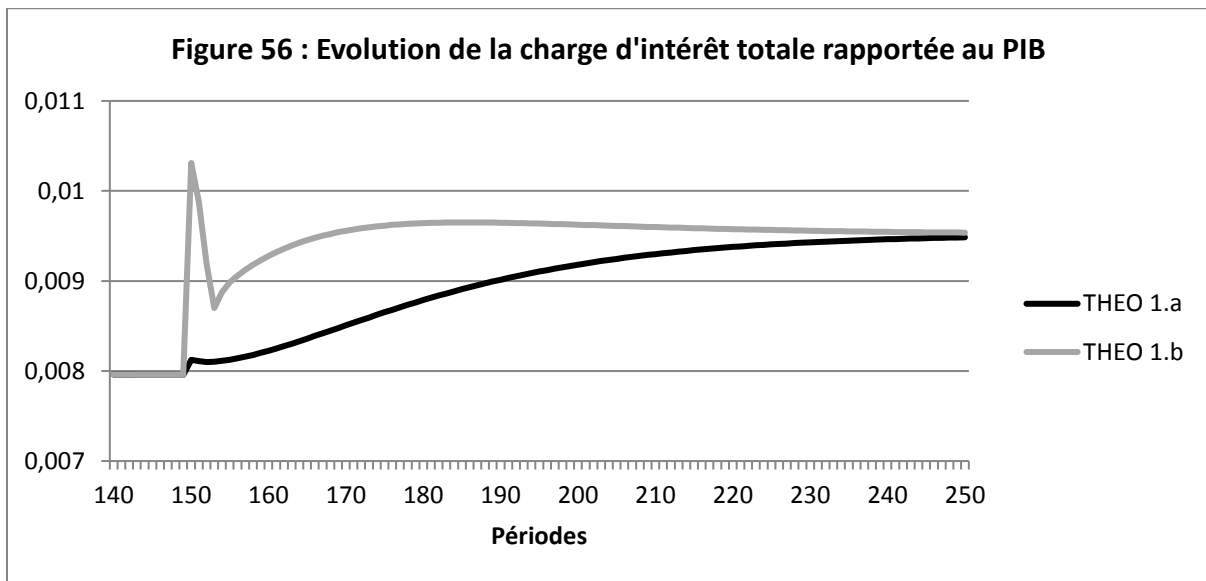
**Figure 53 : Evolution de la part de la dépense publique dans le PIB**



On observe également que les chocs produisent à court terme une hausse de la profitabilité des entreprises et une baisse de celle des banques. Cependant, dans le nouvel état stable on constate une baisse de la profitabilité des entreprises et une hausse de la profitabilité des banques (figures 54 et 55).

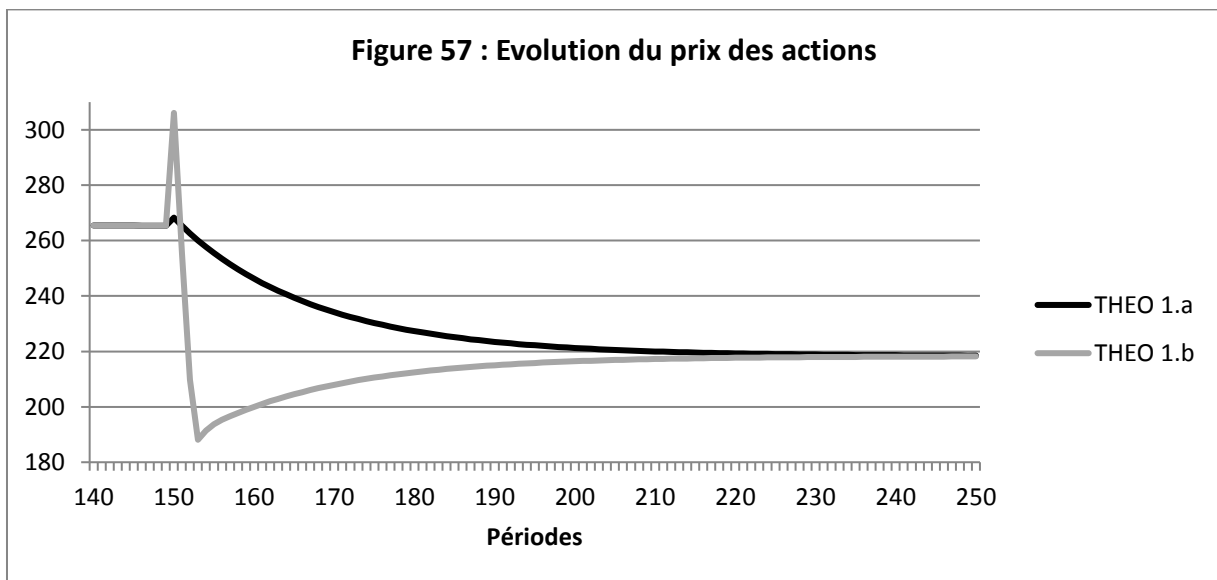


Cette évolution inverse de la profitabilité respective des firmes et des banques s'explique notamment par la hausse de la charge totale d'intérêts (figure 56).



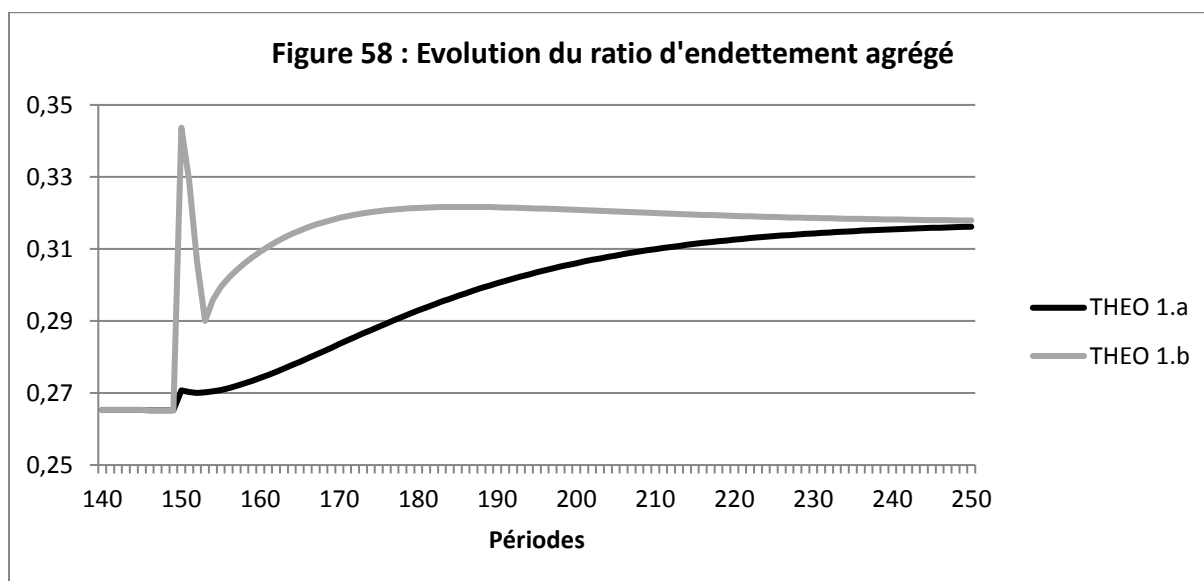
### 1.3.3. Conséquences financières

Sur le plan financier, les chocs ont pour effet immédiat de créer une hausse du prix des actifs financiers (ici réduits aux actions). On observe cependant un retournement brutal et endogène (figure 57).



Cet emballement financier est concomitant d'une fragilisation financière, que l'on peut illustrer par la hausse du ratio d'endettement (figure 58).





Ce modèle théorique présente donc l'intérêt d'illustrer une situation où l'introduction d'effets de levier spéculatifs débouche sur une crise financière et un ralentissement de la croissance. Dans le cas islandais, on observe en effet qu'une partie des ménages obtient des crédits sans autre collatéral que les actions achetées par ces mêmes crédits. Dans certains cas, ce sont même les actions de la banque offrant le crédit qui sont achetées. D'une manière générale, les collusions au sein de la classe capitaliste transnationale islandaise sont à l'origine d'une distribution de crédit sans évaluation sérieuse du risque et d'une hausse de la masse monétaire de l'ordre de 40% par an entre 2003 et 2008 (voir chapitre 2). C'est ce type de mécanisme qui est mis en cause par les défenseurs du Sovereign Money System. Ils suggèrent qu'en interdisant aux banques de créer de la monnaie par le crédit, il est possible d'éviter ce type de crise en bloquant la possibilité de financer des crédits spéculatifs. Nous étudions cette hypothèse dans la prochaine section.

## 2. Modéliser un Sovereign Money System

Dans un SMS les banques ne peuvent pas créer de monnaie, en d'autres termes elles ne peuvent plus procéder à une augmentation de leur actif sans une augmentation préalable de leur passif. D'autre part, dans un SMS les dépôts à vue ne sont plus au passif des banques mais au passif de la banque centrale. De ce fait, les banques n'ont plus besoin de constituer de réserves obligatoires. Dans le tableau 5 du chapitre 1, nous donnions la représentation d'un bilan bancaire simplifié dans le cadre d'un SMS.

En plus de ses fonds propres, chaque banque (ou plus précisément chaque compartiment – ou « fonds ») d'une banque dispose à son passif de comptes investissement (c'est-à-dire de dépôts à terme ou avec préavis (*i.e.* de l'épargne longue) et d'une dette envers la banque centrale qui vient se substituer aux ressources courtes que sont les dépôts à vue, une fois ceux-ci transférés au passif de la banque centrale. Dans un SMS ce sont donc ces ressources longues qui doivent permettre, à l'actif, le financement des agents non bancaires. Les banques peuvent toujours faire appel à la banque centrale pour obtenir de nouvelles ressources, mais cette dernière dispose de la possibilité de rationner celles-ci.

L'objectif de cette section est de modifier le modèle THEO 1 afin d'y représenter la mise en place d'un SMS. Nous présentons dans cette optique le modèle THEO 2 qui représente un système monétaire « réformé » mais dans lequel la banque centrale accommode toutes les demandes de liquidités des banques. Nous répliquons dans THEO 2 les deux chocs étudiés dans THEO 1 et étudions ainsi les scénarios THEO 2.a et THEO 2.b. Nous explorerons ensuite différents types de rationnement.

## **2.1. Spécification du modèle THEO 2 et comparaison avec THEO 1**

### ***2.1.1. Matrices du modèle THEO 2***

Au niveau des matrices, quelques changements sont à signaler. Les banques n'ont plus à leur passif de dépôts à vue. Pour simplifier le modèle nous avons considéré que tous les dépôts étaient des dépôts à vue au passif de la banque centrale. En effet, dans le cas d'une insuffisance des ressources des banques pour satisfaire la demande de crédit solvable, nous nous intéresserons ici spécifiquement aux interactions entre banques et banque centrale permettant de desserrer cette contrainte. De la même manière que précédemment, nous surlignons les changements dans les matrices.

**Tableau 28 : Matrice des stocks du modèle THEO 2**

	Households	Firms	Banks	CB	Gvt	Sum
Fixed Capital		$+K$				$+K$
Deposits	$+D$			$-D$		0
Loans	$-L_H$	$-L_F$	$+L$			0
Refi			$-REFI$	$+REFI$		0
Equities	$+e_H \cdot p_e$	$-e_S \cdot p_e$	$+e_B \cdot p_e$			0
Net worth	$NW_H$	$NW_F$	$NW_B$	$NW_{CB}$	$NW_G$	$+K$

Tableau 29 : Matrice des flux du modèle THEO 2

	Households		Firms		Banks		Central Bank		Gov	Sum
	Curr	Cap	Curr	Cap	Curr	Cap	Curr	Cap		
Consumption	$-C$		$+C$							0
Investment			$+I$	$-I$						0
Gov. Expend			$+G$						$-G$	0
Wages	$+WB$		$-WB$							0
Taxes	$-T$								$+T$	0
Profit of firms	$+PD_H$		$-P_F$	$+PU_F$	$+PD_B$					0
Profit of banks	$+p^b$				$-p^b$					0
Profit of CB							$-p^{CB}$		$+p^{CB}$	0
Interest on Deposits	$+r_{-1}^D \cdot D_{-1}$						$-r_{-1}^D \cdot D_{-1}$			0
Interest on Loans	$-r_{-1}^L \cdot L_{H-1}$		$-r_{-1}^L \cdot L_{F-1}$		$+r_{-1}^L \cdot L_{-1}$					0
Interest on Refi					$-r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$		$+r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$			0
Savings	$-SAV$	$+SAV$								0
Change in Deposits		$-\Delta D$						$+\Delta D$		0
Change in Loans		$+\Delta L_H$		$+\Delta L_F$		$-\Delta L$				0
Change in Refi						$+\Delta REFI$		$-\Delta REFI$		0
Change in equities		$-\Delta e_H \cdot p_e$		$+\Delta e \cdot p_e$		$-\Delta e_B \cdot p_e$				0
Sum	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

### 2.1.2. Equations du modèle THEO 2

Dans les équations portant sur l'actif des ménages, nous allons intégrer l'éventualité d'un rationnement du crédit. Même si dans le modèle THEO 2 nous considérerons le cas d'une banque centrale totalement accommodante, nous pourrons réutiliser la quasi-totalité des équations de THEO 2 dans THEO 3 et THEO 4 quand nous introduirons les rationnements.

De la même manière que lorsque nous avons présenté THEO 1, nous ne présentons ici que les équations modifiées et/ou ajoutées. Les équations modifiées conservent leur classification (numéro si elles étaient déjà présentes dans THEO, lettre si elles ont été ajoutées lors du passage à THEO 1). Pour les équations ajoutées à ce stade, nous continuons à les classer par lettres, à la suite de celles ajoutées pour passer à THEO 1 (à partir de la lettre h).

Dans le modèle THEO 1, les ménages décidaient quelle proportion du niveau anticipé de leur actif ils souhaitaient détenir sous forme d'actions (équations a et b). Cet achat n'était pas contraint par un éventuel rationnement du crédit (équation c). Nous allons définir une demande d'action des ménages ( $e_{HD}$ ) qui ne correspond à la détention effective d'actions ( $e_H$ ) que dans le cas où il n'existe aucun rationnement du crédit. L'équation b relative à la demande d'action des ménages est modifiée :

$$b. e_{HD} = (a_{10} + a_{11} \cdot r^{EQ} - a_{12} \cdot r^L) \cdot AS_H^e / p_e$$

Pour pouvoir financer cet achat d'actions, les ménages vont formuler une demande de crédit aux banques ( $NLD_H$ ).

$$h. NLD_H = \Delta e_{HD} \cdot p_e$$

Leur achat effectif d'action ( $\Delta e_H \cdot p_e$ ) dépendra de l'offre de crédit ( $\Delta L_H$ ) dont les ménages bénéficient. Cette offre peut n'être égale qu'à une fraction de la demande.

$$i. \Delta e_H \cdot p_e = \Delta L_H$$

Le comportement de production et d'investissement des entreprises est le même que dans le modèle THEO 1, mais les équations relatives au financement des entreprises doivent intégrer la possibilité d'un rationnement. Nous introduisons donc l'investissement désiré ( $ID$ ), qui pourra être supérieur à l'investissement effectif ( $I$ ) en fonction des contraintes éventuelles

de financement, c'est-à-dire de la différence potentielle entre la demande de crédit des entreprises ( $NLD_F$ ) et l'offre dont elles bénéficient ( $\Delta L_F$ ).

L'investissement désiré est défini dans une équation 9 modifiée, en lieu et place de l'investissement effectif :

$$9. ID = gr_{kD} \cdot K_{-1}$$

L'équation 15 est par conséquent elle aussi modifiée pour faire apparaître le taux de croissance du stock de capital désiré ( $gr_{kD}$ ) en lieu et place du taux de croissance effectif.

$$15. gr_{kD} = \gamma_0 + (\gamma_1 \cdot rcf) + (\gamma_2 \cdot u) - (\gamma_3 \cdot FCI)$$

Pour financer l'investissement désiré, les entreprises vont formuler une demande de crédit aux banques ( $NLD_F$ ) :

$$j. NLD_F = ID - PU_F - \Delta e_s \cdot p_e$$

L'équation 22 définissant les besoins de financement des entreprises adressés aux banques est modifiée pour faire apparaître l'investissement désiré et la part du stock d'action désormais détenu par les ménages.

$$22. EF = EF_{-1} + ID - PU_F - e_H \cdot p_e$$

L'investissement effectif ( $I$ ) dépendra de l'offre effective de crédit des banques adressée aux entreprises ( $\Delta L_F$ ). Cette offre peut n'être égale qu'à une fraction de la demande.

$$k. I = \Delta L_F + PU^f + \Delta e_s \cdot p_e$$

La demande totale de crédit adressée aux banques ( $NLD$ ) correspond à la somme de la demande des ménages et de celle des entreprises :

$$l. NLD = NLD_H + NLD_F$$

Les banques cherchent à satisfaire toute la demande de crédit qui leur est adressée. Pour ce faire elles doivent se procurer les ressources correspondantes. Leur demande de financement supplémentaire auprès de la banque centrale ( $NRESSD$ ) correspond à l'offre de financement aux agents non bancaires qu'elles souhaitent réaliser (qu'il s'agisse de financement par crédit ou par actions) :

$$m. NRESSD = NLD + \Delta e_B \cdot p_e$$

Dans le modèle THEO 2, la banque centrale ne procède à aucun rationnement et satisfait la demande des banques :

$$n. \Delta REFI = NRESSD$$

Les banques peuvent alors définir le niveau de leur offre totale de crédit sur la période ( $\Delta L$ ).

$$o. \Delta L = \Delta REFI - \Delta e_B \cdot p_e$$

Notons au passage que cette offre n'est pas exogène, au sens de déterminée sans considération de la demande (comme dans le cas d'une règle par exemple). Cette offre correspond toujours à une demande de crédit, la différence tenant à la capacité éventuelle de rationnement de la banque centrale.

Si la banque centrale n'a pas de politique qualitative du crédit, les crédits bancaires offerts se répartissent entre ménages et entreprises en proportion de leur demande respective. Les équations 29 et c sont modifiées en conséquence :

$$29. \Delta L_F = \frac{NLD_F}{NLD} \cdot \Delta L$$

$$c. \Delta L_H = \Delta L - \Delta L_F$$

L'équation de profit des banques est légèrement modifiée en ce qu'elles ne payent plus d'intérêts sur les dépôts. Cependant, elles payent des intérêts supplémentaires à la banque centrale.

$$32. P_B = r_{-1}^L \cdot L_{-1} + PD_B - r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$$

Symétriquement, l'équation du profit de la banque centrale est modifiée pour intégrer le paiement d'intérêts sur les dépôts<sup>345</sup>.

$$35. P_{CB} = r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1} - r_{-1}^D \cdot D_{-1}$$

---

<sup>345</sup> Dans la proposition de SMS *stricto sensu* les dépôts à vue à la banque centrale ne sont pas rémunérés du tout. Nous avons maintenu un taux de rémunération des dépôts avec l'objectif d'avoir un modèle « réformé » le plus proche possible du modèle « avant réforme ».

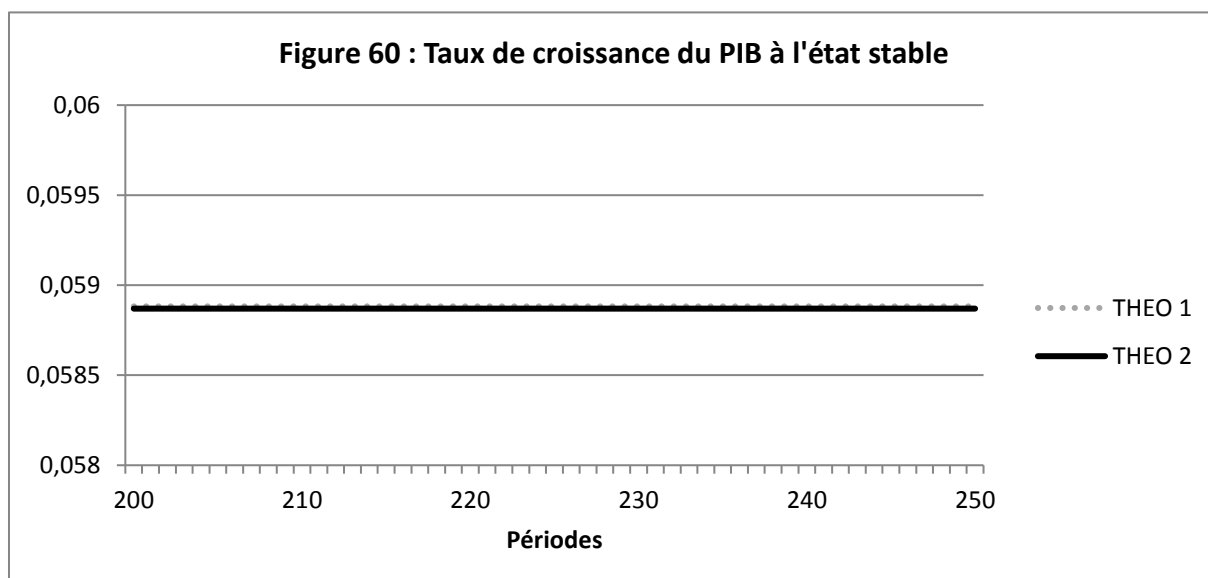
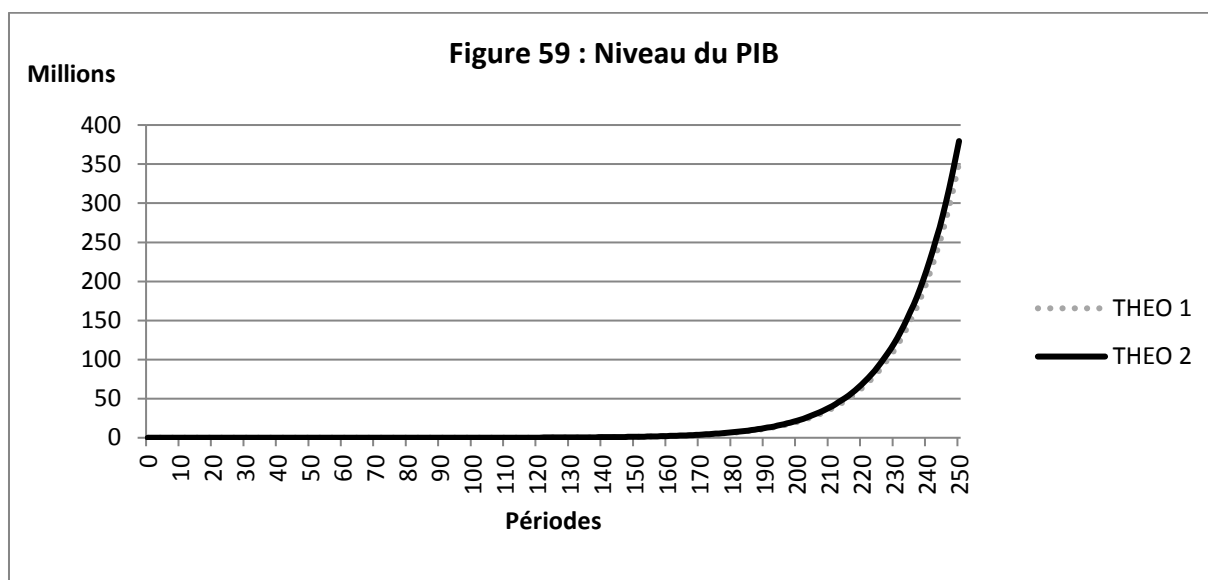
L'équation de vérification est elle aussi modifiée du fait de l'absence de réserves ( $H$ ). Il s'agit toujours de l'identité comptable du compte de capital de la banque centrale.

$$36. \Delta REFI_{theo} = \Delta D$$

$$37. Consistency = \Delta REFI_{theo} - \Delta REFI$$

### 2.1.3. Comparaison avec THEO 1 et réplique des chocs réalisés

Lorsqu'on fait tourner le modèle THEO 2 avec les mêmes paramètres que dans le modèle de base (voir tableau 6) et en neutralisant la demande d'action des ménages, THEO 1 et THEO 2 convergent vers un taux de croissance similaire et suivent une dynamique de croissance quasi-identique (figures 59, 60).





Sur cette base similaire permettant la comparaison des deux modèles, nous avons répliqué les chocs réalisés dans le modèle THEO 1 dans le modèle THEO 2. Pour l'ensemble des variables testées, la réaction au choc est quasi-identique, avec des coefficients de corrélation généralement supérieurs à 99% (et toujours supérieurs à 96.5%). Les légères différences tiennent au fait que dans un SMS il n'y a pas de réserves et les flux de paiement d'intérêt sont différents, ce qui modifie légèrement la structure du modèle.

La conclusion partielle à laquelle permet d'aboutir cette comparaison est donc que la dynamique, aussi bien macroéconomique que financière, entre un système « normal » (*i.e.* où les banques créent la monnaie) et un système « réformé » (*i.e.* où la banque centrale crée la monnaie) est identique si la banque centrale est accommodante. En d'autres termes, un SMS peut fonctionner sur un mode très souple. Cependant, un tel système ouvre la possibilité de rationner les liquidités offertes aux banques. Ceci peut être réalisé de plusieurs manières.

## **2.2. Rationnements du crédit dans un SMS**

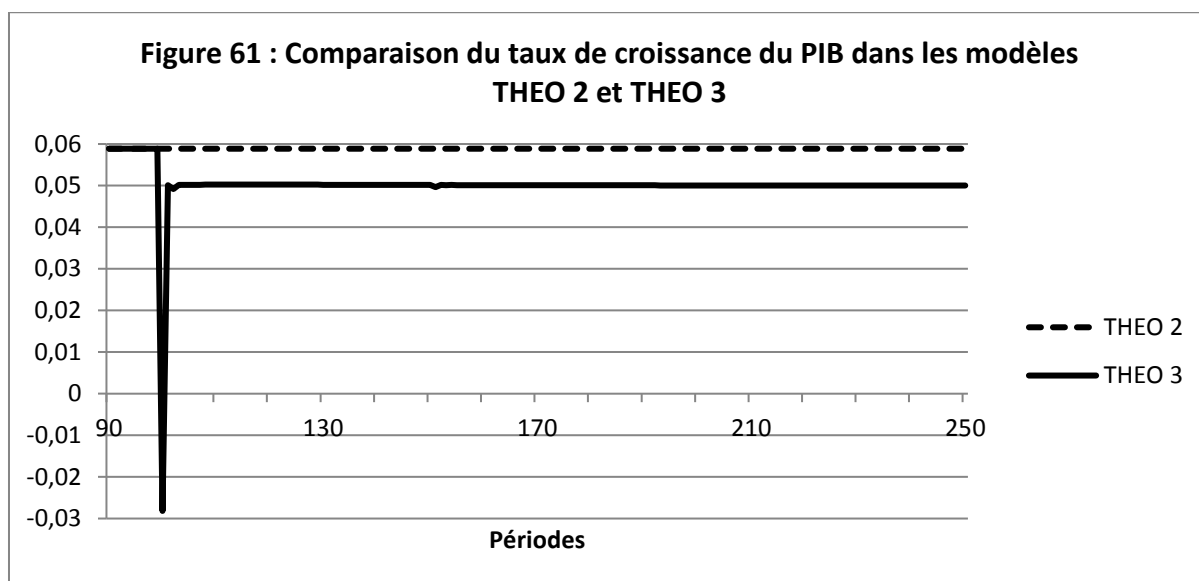
### ***2.2.1. Les rationnements purement quantitatifs***

#### **a. Introduction d'une règle de croissance de la masse monétaire (THEO 3)**

Une première forme de rationnement quantitatif est la mise en place d'une règle de croissance de la quantité de monnaie. Pour observer l'effet que pourrait avoir une telle configuration, nous pouvons modifier l'équation n du modèle THEO 2. Nous laissons le modèle suivre sa trajectoire « normale » pendant 100 périodes, puis nous simulons la mise en place de la règle. Pour cela nous définissons un nouveau paramètre ( $q$ ) qui va prendre la valeur de 1 jusqu'à la période 100 et la valeur de 0 par la suite. Il faut aussi ajouter un paramètre définissant le taux de croissance de la masse monétaire ( $m$ ). L'équation n est alors modifiée comme suit :

$$n. \Delta REFI = NRESSD. q + REFI_{-1}. m. (1 - q)$$

Dans l'état stable de THEO 2 la masse monétaire augmente à un rythme de 5,56% par an. Si l'on intègre après 100 périodes une règle de croissance de la masse monétaire et que l'on fixe le paramètre  $m$  à 5%, on observe logiquement une contraction de l'activité suivie d'une stabilisation à un niveau de plus faible :



Pour conserver la dynamique macroéconomique du modèle, il faudrait caler le taux de croissance de la masse monétaire sur celui de l'état stable de THEO 2, auquel cas il apparaît que la mise en place d'une règle (THEO 3) ne présente pas d'intérêt particulier en comparaison à la dynamique « normale » du modèle THEO 2. D'autre part, un tel raisonnement ne se tient que pour le cas particulier d'une réflexion sur l'état stable qui, rappelons-le, est une construction logique et non une réalité observable.

#### **b. Introduction d'une accommodation partielle des demandes de liquidités (THEO 4)**

Une autre manière d'intégrer un rationnement purement quantitatif est de considérer que la banque centrale n'accommode plus totalement la demande de liquidités des banques et décide arbitrairement de n'en satisfaire qu'une proportion ( $0 \leq f < 1$ ). L'équation n est alors modifiée comme suit :

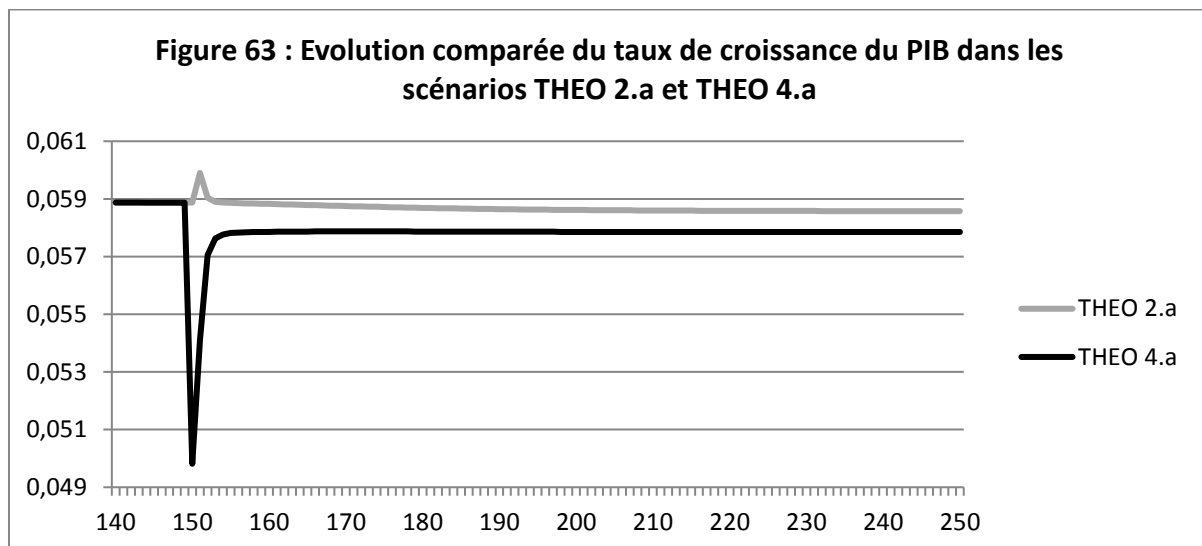
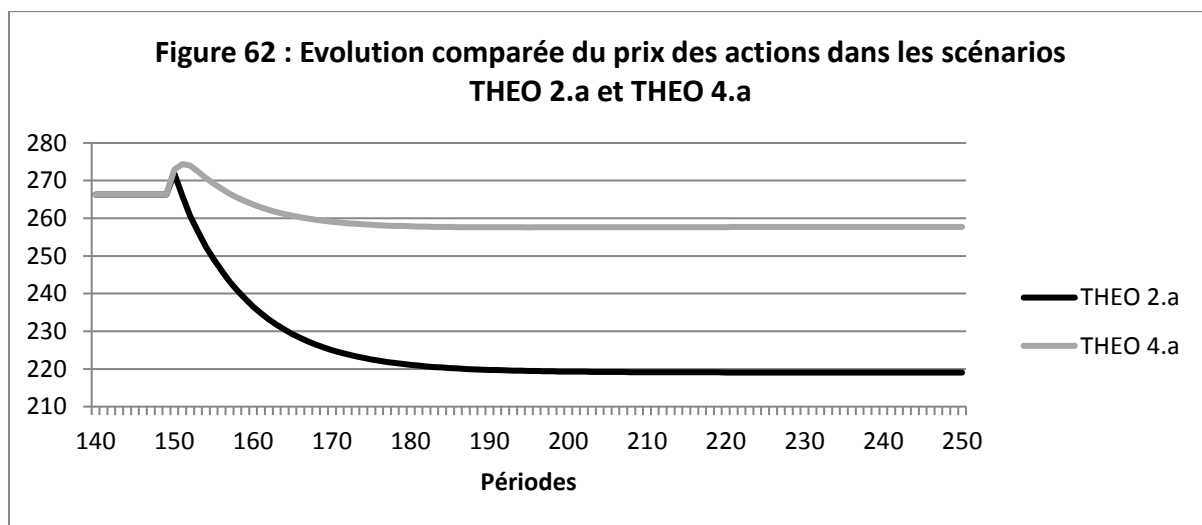
$$n. \Delta REFI = f. NRESSD$$

De la même manière que pour la règle de croissance de la masse monétaire, si la banque fixe une règle systématique de rationnement quantitatif partiel, le modèle atteint un état stable plus faible que dans la baseline. Ce type de mise en œuvre de la politique monétaire dans un SMS n'est macroéconomiquement pas souhaitable.

Dans une perspective davantage discrétionnaire, on peut considérer que la banque centrale n'active pas ce rationnement quantitatif de manière systématique. Pour ce qui nous intéresse ici, nous allons coupler à un choc sur la demande de crédit spéculatif (identique au

scénario THEO 2.a) un rationnement de 10% de l'offre de liquidités de la part de la banque centrale ( $f = 0.9$ )<sup>346</sup>.

On compare alors la réaction au choc sur la demande de crédit spéculatif entre une situation où la banque centrale accomode toutes les demandes de liquidités (THEO 2.a) et une situation où elle rationne partiellement cette offre (THEO 4.a). Sur le plan financier, on constate que le rationnement semble permettre de limiter l'ampleur du krach (figure 62), mais au prix d'une contraction de l'activité plus forte qu'en l'absence de rationnement (figure 63).



<sup>346</sup> En l'absence de rationnement (THEO 2), les crédits spéculatifs représentent une proportion comprise entre 10% et 11% des liquidités accordées par la banque centrale à l'état stable. En ce sens, l'ampleur du rationnement choisi correspond à l'ampleur de la proportion que représente la demande de crédit spéculatif adressée aux banques dans la demande totale de liquidités que les banques adressent à la banque centrale ( $\frac{NLDH}{NRESSD}$ ).

Au terme de la simulation (100 périodes après le choc), la mise en place d'un rationnement de 10% génère un écart de PIB de 8.62% par rapport à l'absence de rationnement. Une politique de rationnement purement quantitatif, quand bien même elle ne repose pas sur une règle, ne semble pas souhaitable.

### ***2.2.2. Les aspects qualitatifs du rationnement (THEO 5)***

Si le rationnement quantitatif tel que nous l'avons simulé semble être en mesure d'endiguer partiellement l'ampleur du cycle financier généré par l'introduction du crédit spéculatif, il affecte négativement la dynamique macroéconomique. Ceci s'explique par le fait que ce type de rationnement s'applique aux quantités globales de crédit, sans prise en compte de la diversité des composantes de cette demande. Ainsi, il apparaît nécessaire d'intégrer une approche qualitative dans la pratique du rationnement.

Il s'agit alors pour la banque centrale de rationner son offre de liquidité en fonction des finalités des crédits que les banques souhaitent offrir. En d'autres termes, ce n'est pas l'ampleur de l'augmentation de l'actif bancaire qui importe mais sa composition. Le modèle THEO 5, en combinant deux outils (un outil « quantité » et un outil « qualité ») se présente comme un arrangement institutionnel permettant de préserver la dynamique macroéconomique tout en luttant contre les effets négatifs du choc.

En s'appuyant sur la compartimentation des bilans bancaires, et en vertu de leur étanchéité (voir chapitre 1), la banque centrale serait en mesure de rationner le montant de ses financements et de conditionner leur délivrance à leur orientation vers les composantes de l'actif bancaire jugées adéquates. Dans le cas de notre modélisation, il existe trois types d'actifs bancaires : les actions des entreprises, les crédits offerts aux entreprises et les crédits spéculatifs offerts aux ménages. Nous pouvons considérer qu'il existe un compartiment spécifique dans les bilans des banques pour chacun de ces types d'actif. Dans un SMS, l'objectif de la banque centrale pourrait alors être de rationner les quantités totales dans des proportions qui permettent de financer l'activité productive (achat d'actions par les banques et offre de crédit envers les entreprises), tout en empêchant que ces nouvelles ressources viennent financer le compartiment des crédits spéculatifs en direction des ménages. Cela n'implique pas que les banques ne

puissent *pas du tout* offrir ce type de crédits mais seulement qu'elles ne peuvent compter pour ce faire que sur les ressources tirées des comptes investissement de leur clientèle<sup>347</sup>.

Confrontée à une demande de la part des banques identique en termes quantitatifs aux modèles THEO 2, 3 et 4 (équation m), la banque centrale rationnera l'offre de liquidités d'un montant équivalent à la demande de crédit spéculatif. Si la banque centrale s'arrête là, la situation est quasiment identique à celle du modèle THEO 4, aux conséquences macroéconomiques insatisfaisantes.

Pour intégrer une politique qualitative du crédit au modèle, il faut en premier lieu réécrire l'équation m, afin de faire apparaître la ventilation prévue des nouvelles ressources demandées entre les différents compartiments. Cette information préalable est cruciale. Si elle n'est pas en mesure de connaître la ventilation des liquidités entre les différents types d'actifs bancaires, la banque centrale ne peut jouer que sur les quantités globales et non sur la qualité. Si l'on note  $comp_i$  les  $i$  compartiments, on réécrit l'équation m de la manière suivante :

$$m. NRESSD = \sum NRESSD_{comp_i}$$

Dans notre cas à trois compartiments, trois nouvelles équations sont nécessaires pour définir à quel type d'actif bancaire correspond chaque compartiment :

- p.  $NRESSD_{comp_1} = NLD_F$
- q.  $NRESSD_{comp_2} = \Delta e_B \cdot p_e$
- r.  $NRESSD_{comp_3} = NLD_H$

L'équation n est modifiée en conséquence. À chaque compartiment  $i$  est associée un paramètre  $j_i$ . En fixant la valeur des  $j_i$  la banque centrale est en mesure de gérer les compartiments auxquels elle alloue des financements supplémentaires.

$$n. \Delta REFI = j_1 \cdot NRESSD_{comp_1} + j_2 \cdot NRESSD_{comp_2} + j_3 \cdot NRESSD_{comp_3}$$

Une formulation équivalente et plus générale de l'équation n est la suivante :

---

<sup>347</sup> Nous renvoyons sur ces aspects au chapitre 1. Dans les différentes versions du modèle THEO nous avons considéré que tous les dépôts étaient des dépôts à vue au passif de la banque centrale car nous nous intéressons spécifiquement aux interactions entre banques et banque centrale. Ainsi, si la banque centrale rationne son offre de financement en direction du compartiment des crédits spéculatifs, les banques ne peuvent *pas du tout* offrir ce type de crédits.

$$n. \Delta REFI = \sum j_i. NRESSD_{comp_i}$$

Dans le cas le plus simple, les  $j_i$  prennent soit la valeur de 1 soit la valeur de 0. Il est néanmoins tout à fait possible d'intégrer des financements partiels. Le comité de création monétaire (MCC) - ou un organe du type conseil national du crédit (CNC) – peut identifier à chaque période les compartiments qui ont vocation à être financés de manière illimitée, les compartiments pour lesquels une accommodation partielle de la demande est pertinente, et enfin les compartiments qui n'ont pas vocation à voir leurs ressources augmenter (*i.e.* augmenter au-delà de l'épargne qu'ils attirent sur les comptes investissements). Par exemple, avec 100 compartiments classés par risque croissant, on peut avoir un financement illimité pour les compartiments moins risqués avec  $j_i = 1 \forall i \in [1; 50]$ , puis un financement partiel pour une gamme de compartiments intermédiaires avec  $0 < j_i < 1 \forall i \in [51; 80]$  et enfin une absence de fourniture de liquidités par la banque centrale pour les compartiments très risqués avec  $j_i = 0 \forall i \in [81; 100]$ .

Ainsi l'offre d'un actif bancaire quelconque d'un compartiment  $i$  quelconque ( $\Delta ASSET_{comp_i}^{supply}$ ) se définit par une déclinaison de l'équation suivante si l'on considère que le rationnement s'applique de manière symétrique entre tous les actifs bancaires constitutifs d'un compartiment donné :

$$\Delta ASSET_{comp_i}^{supply} = j_i. \Delta ASSET_{comp_i}^{demand}$$

Dans notre cas à trois compartiments, la force perturbatrice du modèle provient du compartiment 3, composé d'un seul type d'actif. La banque centrale fixe alors  $j_3 = 0$ . En l'absence de nouvelles ressources dans ce compartiment bancaire, les demandes de financement associées ( $NLD_H$ ) ne sont pas satisfaites et l'offre de nouveaux financements pour ce type d'actif est nulle sur la période ( $\Delta L_H = 0$ ). On a alors une équation c modifiée :

$$c. \Delta L_H = j_3. NLD_H$$

En rationnant les liquidités à destination du compartiment visant à financer les crédits spéculatifs ( $j_3 = 0$ ) et en ne rationnant pas le financement des autres types d'actifs, en

l'occurrence les actifs visant à financer les entreprises ( $j_1 = j_2 = 1$ ), le modèle THEO 5 suit une trajectoire identique au modèle de base THEO<sup>348</sup> qui est notre trajectoire de référence ici.

Nos simulations laissent donc penser qu'en fonctionnant ainsi, la banque centrale pourrait être en mesure de satisfaire à la fois un objectif de croissance et un objectif de stabilité financière, ce qui n'était le cas ni en l'absence de rationnement ni avec le recours à des rationnements quantitatifs. Comme nous le suggérons dans le chapitre 1, cette modalité de mise en œuvre de la politique monétaire dans un SMS se rapproche des politiques d'encadrement du crédit, et la grande question qui reste ouverte à ce stade est la question de la légitimité démocratique du comité qui aurait la charge de déterminer la valeur des  $j_i$  associés à chaque compartiment. L'exemple du CNC français peut, de ce point de vue, être inspirant.

### **3. La modélisation SFC de la crise de 2008 dans le contexte islandais**

Le modèle appliqué que nous présentons dans cette section a été construit sur la base du modèle AMELH. Nous avons adapté ce modèle à l'étude du cas islandais (AMELHIS). Dans cette section nous présentons une première déclinaison de ce modèle SFC appliqué (AMELHIS 1) qui a pour objet de modéliser la crise de 2008 dans le contexte islandais, et plus largement la période 2004 – 2016. Au préalable, il nous semble cependant important de présenter un modèle SFC récent qui porte également sur cette thématique et qui a été réalisé pendant que nous préparions cette thèse. Il s'agit du modèle d'Hamid Raza, Björn R. Gudmundsson, Gylfi Zoega et Mikael R. Byrialsen (2019), publié dans le numéro spécial de l'*EJEEP* sur les modèles SFC appliqués (déjà mentionné en introduction de ce chapitre). Ces auteurs insistent sur le rôle des mouvements de capitaux pour expliquer la crise islandaise. Après avoir présenté cet apport notable à la littérature, nous passerons à la présentation détaillée de notre modèle appliqué.

#### **3.1. Une approche par les mouvements de capitaux (Raza *et al.*, 2019)**

La modélisation de l'économie islandaise entreprise par ces auteurs vise à montrer le rôle déstabilisateur des entrées massives de capitaux dans les petites économies ouvertes. Ce modèle repose en effet sur l'hypothèse selon laquelle l'économie islandaise est fortement influencée par le reste du monde mais qu'elle a un impact négligeable sur celui-ci. L'économie

---

<sup>348</sup> Nous avons considéré que les ménages conservent leur épargne sous forme de dépôts rémunérés. Bien sûr, nous pourrions ouvrir la possibilité pour les ménages d'affecter une partie de leur épargne à l'achat d'action, mais il n'y aurait pas là d'effet de levier et de crédit spéculatif et les ménages porteraient leur risque.

domestique est représentée par quatre secteurs : ménages, entreprises, gouvernement et banques. Le secteur bancaire islandais présente la particularité d'être « à cheval » sur l'économie domestique et le reste du monde. Le fait d'intégrer explicitement la partie de l'activité des banques islandaises réalisée à l'étranger (« *foreign branches* ») est probablement la principale originalité de ce modèle. Ce choix repose sur l'observation des pratiques concrètes des banques islandaises en amont de la crise, dont l'expansion a reposé sur l'accès aux marchés de capitaux internationaux puis sur une stratégie de collecte massive de dépôts en devises à l'étranger (voir chapitre 2, sous-section 2.3).

Les entreprises peuvent financer leurs achats de capital fixe par des crédits auprès des banques, lesquels peuvent être libellés en couronnes islandaises ou en devises. Conformément à la perspective post-keynésienne horizontaliste, les banques islandaises satisfont toutes les demandes de crédit jugées solvables provenant des entreprises domestiques. Le modèle est résolu numériquement et les paramètres sont fixés de manière à reproduire les traits importants de l'économie islandaise (les auteurs recourent à la fois à des méthodes d'estimation et à du calibrage fin). Le scénario de base ainsi obtenu est ensuite choqué à deux reprises pour représenter la phase ascendante du cycle.

Le premier choc est réalisé à la hausse sur un paramètre de l'équation déterminant le stock de capital désiré par les entreprises. Ce choc représente l'augmentation de la part de l'investissement dans le PIB qui s'opère à partir de 2002 (voir chapitre 2, figure 21). Les firmes vont donc augmenter la demande de crédit qu'elles adressent aux banques. Celles-ci réagiront en se finançant auprès des banques du reste du monde d'une part et en collectant l'épargne des ménages étrangers d'autre part. Ce choc sur l'investissement va alimenter les pressions inflationnistes à partir de la mi-2005 et la BCI va réagir en rehaussant son taux d'intérêt (voir chapitre 2, figure 23), décision qui correspond au second choc. Ce faisant, le différentiel de taux d'intérêt entre l'économie domestique et le reste du monde va augmenter.

Dans ce modèle, les firmes ont la possibilité de s'endetter soit en monnaie étrangère soit en monnaie domestique et leur demande de crédit repose sur une relation inverse avec le taux d'intérêt associé à chaque devise. Avec l'augmentation du différentiel de taux, la part des crédits en monnaie étrangère va augmenter relativement à celle des crédits libellés en monnaie domestique. L'augmentation du différentiel de taux a aussi pour effet d'augmenter les entrées de capitaux et donc le solde du compte financier et du compte de capital (voir chapitre 2, figure



24). Le compte courant quant à lui est négatif dans la mesure où l'augmentation de la demande domestique entraîne une hausse des importations.

Ces deux chocs ont globalement un effet positif sur l'économie. Les figures 4 à 9 (Raza *et al.*, 2019, pp. 16-18) montrent l'évolution des principales variables macroéconomiques et celles-ci sont cohérentes avec les faits d'observation. Ces deux chocs sont suivis par un arrêt soudain (*sudden stop*) des entrées de capitaux à partir du moment où la dette extérieure atteint six fois le PIB<sup>349</sup>. L'Islande ne bénéficiant alors plus des bonnes évaluations des agences de notation, le différentiel de taux n'apparaît plus aux investisseurs comme une opportunité mais comme une mesure du risque : les capitaux sortent et la couronne islandaise se déprécie. Avec l'arrêt soudain des entrées de capitaux, on observe une chute de l'investissement qui correspond à une contraction de la demande et donc du PIB. Dans ces conditions, toute hausse de taux renforce les anticipations d'une crise de la devise plutôt que de freiner la sortie de capitaux : la seule option devient la mise en place de contrôle de capitaux. Ceux-ci permettent de stabiliser la couronne islandaise en mettant fin à la dépréciation, et autorisent la BCI à réduire son taux directeur. La dépréciation permet de relancer le secteur exportateur et la baisse des taux accompagne une reprise plus générale de l'économie. Les dynamiques que l'on peut observer dans ce modèle sont donc cohérentes sur le plan macroéconomique avec la description de la crise que nous proposons dans le chapitre précédent.

Si ce modèle présente de nombreux atouts il n'épuise pas l'intérêt du recours à la modélisation SFC pour traiter du cas islandais. Pour traiter de la période de la crise, nous allons ajouter la politique de taux en intégrant la banque centrale au modèle et mettre l'accent sur le rôle de la croissance du reste du monde dans la dynamique macroéconomique de l'île. Notre modélisation de la crise (AMELHIS 1) propose une lecture complémentaire au modèle de Raza *et al.*.

---

<sup>349</sup> « *Such a high level of external debt relative to the economy raises concerns and the international creditors stop lending to the economy. [...] The foreign banks stop holding Icelandic bills and the flow of credit comes to a halt. The firms are unable to finance their investments, resulting in the collapse of real investments* » (Raza *et al.*, 2019, pp. 20-21).

### 3.2. Spécification du modèle AMELHIS

Le modèle AMELHIS comporte 6 secteurs : ménages, entreprises, banques, banque centrale, gouvernement et reste du monde. Nous présentons d'abord les matrices puis détaillons le système d'équations sous-jacent.

#### 3.2.1. Matrices du modèle AMELHIS

**Tableau 30 : Matrice des stocks du modèle AMELHIS**

	Households	Firms	Banks	Central bank	Gvt	RoW	Sum
Fixed Capital		$+K$					$+K$
Reserves			$+H$	$-H$			0
Deposits	$+D$		$-D$				0
Credits		$-L$	$+L$				0
Foreign Credits				$+L\text{€}$		$-L\text{€}$	0
Refi			$-REFI$	$+REFI$			0
Net worth	$NW_H$	$NW_F$	$NW_B$	$NW_{CB}$	$NW_G$	$NW_{RoW}$	$+K$

**Tableau 31 : Matrice des flux du modèle AMELHIS**

	Households	Firms		Banks		Central bank		Gov	Rest of the World	Sum
		Curr	Cap	Curr	Cap	Curr	Cap			
Consumption	$-C$	$+C$								0
Investment		$+I$	$-I$							0
Gov. Expenditure	$+G_H$	$+G_F$						$-G$		0
Wages	$+WB$	$-WB$								0
Taxes	$-T_H$	$-T_F$						$+T$		0
Profit of firms		$-P_F$	$+P_F$							0
Profit of banks	$+P_B^H$			$-P_B$	$+P_B^B$					0
Profit of CB						$-P_{CB}$	$+P_{CB_R}$	$+P_{CB_A}$		0
Interest on deposit	$+r_{-1}^D \cdot D_{-1}$			$-r_{-1}^D \cdot D_{-1}$						0
Interest on loans		$-r_{-1}^L \cdot L_{-1}$		$+r_{-1}^L \cdot L_{-1}$						0
Interest on refi				$-r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$		$+r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$				0
Interest on foreign loans						$-r_{-1}^{L\text{€}} \cdot L\text{€}_{RoW_{-1}}$ $/xr$			$+r_{-1}^{L\text{€}} \cdot L\text{€}_{RoW_{-1}}$	0

	Households	Firms		Banks		Central bank		Gvt	Rest of the World	Sum
		Current	Capital	Current	Capital	Current	Capital			
Change in reserves					$-\Delta H$		$+\Delta H$			0
Change in deposits	$-\Delta D$				$+\Delta D$					0
Change in loans			$+\Delta L$		$-\Delta L$					0
Change in refi					$+\Delta REFI$		$-\Delta REFI$			0
Change in foreign loans							$+\Delta L \epsilon_{ROW} / xr$		$-\Delta L \epsilon_{ROW}$	0
Imports		$-IM$							$+X \epsilon_{ROW}$	0
Exports		$+X$							$-IM \epsilon_{ROW}$	0
Sum	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

### 3.2.2. Equations du modèle AMELHIS

Contrairement aux modèles théoriques développés dans les sections précédentes de ce chapitre, AMELHIS distingue les variables réelles des variables nominales. Les variables réelles sont indiquées par un suffixe R. Par exemple, le PIB réel ( $YR$ ) est la somme de la consommation réelle ( $CR$ ), de l'investissement réel ( $IR$ ), de la dépense publique réelle ( $GR$ ) et du solde commercial réel ( $EXR - IMR$ ).

$$1. YR = CR + IR + GR + EXR - IMR$$

Le PIB nominal ( $Y$ ) est alors égal au PIB réel que multiplie le niveau des prix domestiques ( $pd$ ).

$$2. Y = YR \cdot pd$$

Les prix domestiques sont obtenus en appliquant un mark-up constant sur le coût unitaire ( $UC$ ), soit :

$$3. \quad pd = (1 + \rho).UC$$

Dans la continuité de Le Héron et Marouane (2019), le coût unitaire se mesure comme la somme des salaires ( $WB$ ) et des importations ( $IM$ ) rapportée aux ventes réelles ( $QR$ ).

$$4. \quad UC = \frac{WB+IM}{Q}$$

$$5. \quad QR = CR + IR + GR + EXR$$

Les salaires sont fonction du taux de salaire ( $\omega$ ), de la productivité ( $\sigma_2$ ) et des ventes réelles (Le Héron, Yol, 2019).

$$6. \quad WB = \left(\frac{\omega}{\sigma_2}\right).QR$$

#### **a. Commerce international**

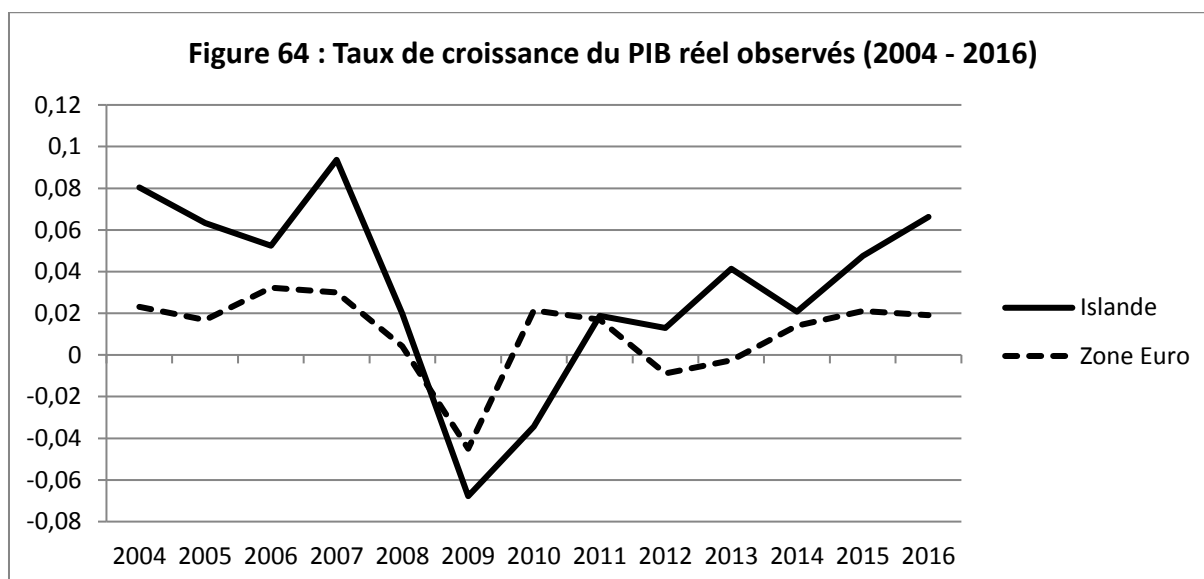
L'Islande est une petite économie ouverte. Une bonne compréhension de sa dynamique macroéconomique ne peut faire l'économie d'une intégration explicite du commerce international au modèle. Dans notre modèle le secteur du reste du monde est réduit à la zone euro. Cette simplification peut se justifier en premier lieu par la corrélation notable (71.6%) entre le taux de croissance de l'Islande et celui de la zone euro (figure 64). De plus, l'Europe constitue la destination principale des exportations islandaises. D'après les données de l'OEC, les partenaires européens absorbent environ 80% des exportations islandaises<sup>350</sup>. Parmi ce groupe, environ 50% des exportations sont orientées vers les pays de la zone euro et les pays en régime de change fixe vis-à-vis de la zone euro (essentiellement le Danemark pour ce qui nous intéresse ici, mais aussi la Bosnie Herzégovine et la Bulgarie)<sup>351</sup>.

---

<sup>350</sup> Pour l'année de départ (2004), ce taux est à 80% et pour la dernière année qui nous intéresse dans cette section (2016), ce taux se situe à 78.6%.

<https://oec.world/en/profile/country/isl/>

<sup>351</sup> 53.1% en 2004, 46.8% en 2016. Calculs de l'auteur, sur la base des données de l'OEC.



*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale*

Nous commençons sur le plan du commerce international par définir les prix des importations ( $pm$ ) et les prix des exportations ( $px$ ). Les prix du commerce international dépendent négativement du taux de change, noté  $xr$  (entendu ici comme la quantité d'euro nécessaire pour se procurer une unité de couronne islandaise). Ils dépendent positivement des prix domestiques et des prix domestiques de la zone euro ( $pd\text{€}$ ), ces derniers étant considérés comme exogènes et constants<sup>352</sup>. La somme des coefficients appliqués aux prix domestiques et aux prix étrangers doit être nulle, tout comme la somme des coefficients appliqués au taux de change et à l'inflation domestique. Avec  $0 < \nu_1 < \chi_1 < 1$ , on définit les prix du commerce international dans une approche similaire à celle de Godley et Lavoie (2007, p. 453)<sup>353</sup> :

$$7. \ln pm = \nu_1 \cdot \ln xr + (1 - \nu_1) \cdot \ln pd + \nu_1 \cdot \ln pd\text{€}$$

$$8. \ln px = \chi_1 \cdot \ln xr + (1 - \chi_1) \cdot \ln pd + \chi_1 \cdot \ln pd\text{€}$$

Les exportations réelles de l'Islande vont ainsi dépendre d'une composante autonome ( $\kappa_0$ ), répondre avec une élasticité  $\kappa_1$  à l'évolution du prix des importations de la zone euro ( $pm\text{€}$ ) relativement aux prix domestiques de la zone euro et avec une élasticité  $\kappa_2$  au niveau du PIB réel de la zone euro ( $YR\text{€}$ ).

<sup>352</sup> Cette hypothèse bien que réductrice est relativement réaliste dans la mesure où, comme le soulignent Leclair (2017), le taux d'inflation annuel de la zone euro est resté contenu entre 0% et 2.8% entre 2004 et 2016 avec une moyenne faible (1.32%).

<sup>353</sup> Il est nécessaire d'avoir  $\chi_1 > \nu_1$  pour qu'en cas de dépréciation les prix des importations augmentent plus vite que ceux des exportations (détérioration des termes de l'échange).

$$9. \ln EXR = \kappa_0 - \kappa_1 \cdot (\ln pm_{\text{€}_{-1}} - \ln pd_{\text{€}_{-1}}) + \kappa_2 \cdot \ln YR_{\text{€}}$$

On définit le prix des importations (de produits islandais) de la zone euro comme le prix des exportations de l'Islande que multiplie le taux de change.

$$10. pm_{\text{€}} = px \cdot xr$$

Le PIB réel de la zone euro dépend de son taux de croissance  $gr_{YR_{\text{€}}}$ , considéré comme exogène au modèle dans la mesure où la dynamique de l'Islande n'a pas d'effet sur la croissance européenne, soit :

$$11. YR_{\text{€}} = YR_{\text{€}_{-1}} \cdot (1 + gr_{YR_{\text{€}}})$$

Les importations réelles de l'Islande comportent aussi une composante autonome ( $\epsilon_0$ ), répondent avec une élasticité  $\epsilon_1$  à l'évolution du prix des importations de la période précédente relativement aux prix domestiques de la période précédente et avec une élasticité  $\epsilon_2$  à l'évolution du PIB réel islandais.

$$12. \ln IMR = \epsilon_0 - \epsilon_1 \cdot (\ln pm_{-1} - \ln pd_{-1}) + \epsilon_2 \cdot \ln YR$$

On peut exprimer les importations nominales ( $IM$ ) et les exportations nominales ( $EX$ ) à partir de leurs volumes et de leurs prix respectifs :

$$13. IM = IMR \cdot pm$$

$$14. EX = EXR \cdot px$$

Les exportations de l'Islande correspondent aux importations de produits islandais par la zone euro et symétriquement les importations de l'Islande correspondent aux exportations vers l'Islande de la zone euro :

$$15. IM_{\text{€}_{Row}} = EX \cdot xr$$

$$16. EX_{\text{€}_{Row}} = IM \cdot xr$$

Le déficit de la balance courante est financé par des crédits obtenus par la banque centrale domestique auprès de l'étranger ( $\text{€}_{Row}$ ), auxquels sont appliqués un taux d'intérêt en euro ( $r^{L_{\text{€}}}$ ).

$$17. \Delta L_{\text{€}_{Row}} = X_{\text{€}_{Row}} + r_{-1}^{L_{\text{€}}} \cdot L_{\text{€}_{Row-1}} - IM_{\text{€}_{Row}}$$

## b. État

Le gouvernement collecte des taxes auprès des ménages ( $T_H$ ) et des entreprises ( $T_F$ ).

$$18. T = T_H + T_F$$

Les ménages sont imposés sur leurs revenus du travail selon une proportion  $\lambda_1$  (avec  $0 \leq \lambda_1 < 1$ ) et sur leur patrimoine selon une proportion  $\lambda_2$  (avec  $0 \leq \lambda_2 < 1$ ).

$$19. T_H = \lambda_1 \cdot WB + \lambda_2 \cdot D$$

Les entreprises paient des taxes sur les profits selon une proportion  $\lambda_3$  (avec  $0 \leq \lambda_3 < 1$ ) et sur les ventes réelles domestiques ( $QR_d$ ) selon une proportion  $\lambda_4$  (avec  $0 \leq \lambda_4 < 1$ ).

$$20. T_F = \lambda_3 \cdot P_F + \lambda_4 \cdot QR_d$$

Les ventes réelles domestiques correspondent aux ventes réelles auxquelles sont retranchées les exportations réelles :

$$21. QR_d = CR + IR + GR$$

Les dépenses publiques ( $G$ ) sont financées par les taxes et les profits de la banque centrale distribués au gouvernement ( $P_{CBA}$ ). Dans ce modèle nous n'intégrons pas la possibilité pour l'État de financer un déficit public et il n'y a pas de dette publique<sup>354</sup>.

$$22. G = T + P_{CBA}$$

Les dépenses publiques se répartissent entre les dépenses à destination des ménages ( $G_H$ ) et celles à destination des entreprises ( $G_F$ ). Les dépenses publiques à destination des ménages représentent une proportion ( $0 \leq z \leq 1$ ) des dépenses publiques de la période précédente. La différence entre la dépense publique totale et celle à destination des ménages constitue la dépense publique à destination des entreprises.

$$23. G_H = z \cdot G_{-1}$$

$$24. G_F = G - G_H$$

La dépense publique en termes réels ( $GR$ ) est définie par :

$$25. GR = G/pd$$

---

<sup>354</sup> En perspective historique cela peut s'expliquer par une tendance structurelle en Islande à l'équilibre budgétaire (avec en moyenne un léger excédent budgétaire sur la période 1945-2004) et la relativement faible ampleur des déficits lorsqu'ils ont été mis en pratique sur cette période.



### c. Entreprises

L'investissement réel de la période réalisé par les entreprises dépend du taux de croissance du stock réel de capital ( $gr_{KR}$ ).

$$26. IR = gr_{KR} \cdot KR_{-1}$$

Le stock réel de capital ( $KR$ ) évolue en fonction du rythme de l'investissement réel ( $IR$ ).

$$27. \Delta KR = IR$$

Le taux de croissance du stock de capital réel est déterminé par plusieurs variables, dans la continuité de l'approche de Le Héron et Mouakil (2008). Dans ce modèle, le taux de croissance du stock de capital réel dépend positivement d'un ratio de cash flow ( $rcf$ ) mesuré comme le rapport entre les profits des entreprises et leur stock de capital de la période passée.

$$28. rcf = \frac{P_F}{K_{-1}}$$

L'investissement dépend positivement du taux d'utilisation du capital ( $u$ ) mesuré comme le rapport entre les ventes réelles et les ventes réelles de pleine capacité ( $QR_{fc}$ ), elles mêmes considérées comme une fraction constante du stock réel de capital.

$$29. u = \frac{QR_{-1}}{QR_{fc}}$$

$$30. QR_{fc} = KR_{-1} / \sigma$$

Le taux de croissance dépend négativement du risque financier des entreprises. L'indice des conditions financières ( $FCI$ ) mesure ce risque comme une fonction croissante du levier des entreprises et du taux d'intérêt sur les crédits ( $r^L$ ).

$$31. FCI = r^L \cdot \frac{L}{K}$$

En combinant ces trois variables et en leur associant respectivement les paramètres  $\gamma_1$ ,  $\gamma_2$  et  $\gamma_3$  puis en y ajoutant un paramètre exogène représentant l'état de confiance des entrepreneurs ( $\gamma_0$ ), on définit le taux de croissance du stock réel de capital de la manière suivante :

$$32. gr_{KR} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot rcf_{-1} + \gamma_2 \cdot u_{-1} - \gamma_3 \cdot FCI$$

On obtient le stock nominal de capital ( $K$ ) en multipliant le stock réel par le niveau des prix domestiques. De la même manière, on obtient l'investissement nominal ( $I$ ) en multipliant l'investissement réel par le niveau des prix domestiques.

$$33. K = KR \cdot pd$$

$$34. I = IR \cdot pd$$

Les profits des entreprises ( $P_F$ ) correspondent au solde de leur compte courant.

$$35. P_F = C + I + G_F + EX - IM - WB - T_F - r_{-1}^L \cdot L_{-1}$$

Les entreprises autofinancent une partie de leur investissement grâce à leurs profits, tandis qu'elles font varier leur stock de crédits bancaires pour financer la différence.

$$36. \Delta L = I - P_F$$

#### **d. Ménages**

La consommation réelle des ménages ( $CR$ ) correspond à une proportion ( $0 \leq \alpha_1 \leq 1$ ) de leurs revenus du travail réels anticipés ( $YR_{wa}$ ), à une proportion ( $0 \leq \alpha_2 \leq 1$ ) de leur patrimoine réel de la période précédente ( $DR_{-1}$ ) et à une proportion ( $0 \leq \alpha_3 \leq 1$ ) de leurs revenus financiers réels anticipés ( $YR_{va}$ ). La consommation nominale des ménages ( $C$ ) est obtenue en multipliant leur consommation réelle par les prix domestiques.

$$37. CR = \alpha_1 \cdot YR_{wa} + \alpha_2 \cdot DR_{-1} + \alpha_3 \cdot YR_{va}$$

$$38. C = CR \cdot pd$$

On définit, dans la continuité de Le Héron (2009), les revenus du travail anticipés selon un processus d'anticipation adaptative à partir des revenus du travail observés ( $Y_w$ ) à la période précédente :

$$39. Y_{wa} = Y_{w-1} + \theta_H \cdot (Y_{w-1} - Y_{wa-1})$$

$$40. Y_w = WB + G_H - T_H$$

$$41. YR_{wa} = \frac{Y_{wa}}{pd}$$

D'une manière similaire, on définit les revenus financiers anticipés selon un processus d'anticipation adaptative à partir des revenus financiers observés ( $Y_v$ ) à la période précédente :

$$42. Y_v = r_{-1}^D \cdot D_{-1}$$

$$43. Y_{va} = Y_{v-1} + \theta_H \cdot (Y_{v-1} - Y_{va-1})$$

$$44. YR_{va} = \frac{Y_{va}}{pd}$$

Le patrimoine réel des ménages correspond à leur patrimoine nominal rapporté aux prix domestiques. Ce patrimoine n'est composé que de dépôts bancaires. La variation du stock de dépôts des ménages ( $\Delta D$ ) correspond au solde de leur compte courant.

$$45. DR = \frac{D}{pd}$$

$$46. \Delta D = Y_w + Y_v - C - T + P_B^H$$

### e. Banques

Les banques fixent les taux d'intérêts sur les crédits ( $r^L$ ) et sur les dépôts ( $r^D$ ) par modulation (respectivement à la hausse et à la baisse) du taux d'intérêt directeur.

$$47. r^L = r^{CB} + ze_1$$

$$48. r^D = r^{CB} - ze_2$$

Les banques constituent des réserves obligatoires en monnaie centrale ( $H$ ) pour une fraction  $0 \leq \eta \leq 1$  des dépôts de leur clientèle.

$$49. H = \eta \cdot D$$

Le profit des banques ( $P_B$ ) correspond à la différence entre les flux d'intérêts reçus sur les crédits et les flux d'intérêts payés sur les dépôts et sur le refinancement.

$$50. P_B = r_{-1}^L \cdot L_{-1} - r_{-1}^D \cdot D_{-1} - r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$$

Une proportion  $0 \leq \beta \leq 1$  de ce profit est distribuée aux ménages ( $P_B^H$ ), tandis que le reste est conservé sous la forme de profits non distribués ( $P_B^B$ ).

$$51. P_B^H = \beta \cdot P_B$$

$$52. P_B^B = P_B - P_B^H$$

Les banques se refinancent ( $\Delta REFI$ ) auprès de la banque centrale pour équilibrer leur bilan.

$$53. \Delta REFI = \Delta H + \Delta L - \Delta D - P_B^B$$

## f. Banque centrale

Le profit de la banque centrale ( $P_{CB}$ ) correspond à la différence entre les flux d'intérêts payés par les banques sur le refinancement et les flux d'intérêts payés au reste du monde sur le déficit de la balance courante.

$$54. P_{CB} = r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1} - r_{-1}^{L\epsilon} \cdot L\epsilon_{RoW_{-1}} / xr$$

Une fraction ( $0 \leq s \leq 1$ ) du profit de la banque centrale est distribuée au gouvernement ( $P_{CB_A}$ ) tandis que le reste du profit est conservé par la banque centrale ( $P_{CB_R}$ ) en vue d'augmenter le stock de réserves ( $\Delta RES$ ).

$$55. P_{CB_A} = s \cdot P_{CB}$$

$$56. P_{CB_R} = P_{CB} - P_{CB_A}$$

$$57. \Delta RES = P_{CB_R}$$

L'équation de vérification du modèle AMELHIS est tirée de l'identité comptable du compte de capital de la banque centrale :

$$58. \Delta H_{theo} = \Delta REFI - \left( \frac{L\epsilon_{RoW}}{xr} - \frac{L\epsilon_{RoW_{-1}}}{xr} \right) - P_{CB_R}$$

$$59. Consistency = H_{theo} - H$$

## **3.3. La modélisation SFC de l'économie islandaise entre 2004 et 2016**

### **(AMELHIS 1)**

#### ***3.3.1. Calibrage du modèle AMELHIS 1***

Le modèle AMELHIS 1 vise à reproduire les faits stylisés de l'histoire économique récente de l'Islande. Pour ce faire, nous modifions le calibrage initial du modèle AMELH de manière à reproduire les valeurs observées pour l'année 2004 en Islande. Plus précisément, le calibrage d'AMELHIS 1 (tableau 32) permet d'avoir à l'état stable des ratios des composantes du PIB conformes à ceux de la réalité islandaise (tableau 33). À partir de cet état stable, nous introduisons un choc simultané sur quatre paramètres du modèle. L'objectif est de voir si le modèle ainsi construit réagit conformément à la dynamique macroéconomique observée.<sup>355</sup>

---

<sup>355</sup> La simulation fonctionnant sur une périodisation annuelle, nous ne pouvons intégrer d'éventuelles variations intra-annuelles de taux d'intérêt directeur. Nous avons donc utilisé la moyenne annuelle des taux d'intérêts directeurs pour déterminer  $r^{CB}$ . Les paramètres fixant les taux sur les dépôts et les crédits bancaires ( $ze_1, ze_2$ ) ont quant à eux été estimés à partir l'écart des taux d'intérêts observés par rapport au taux directeur pour l'année 2004. Ils ont été arrondis au centième, tout comme le paramètre  $\eta$ . Le taux de change moyen observé en 2004 était de

**Tableau 32 : Valeurs des paramètres exogènes du modèle AMELHIS 1**

Paramètres exogènes	Valeurs	Origine du paramétrage
$\rho$	0.37	AMELH
$\omega$	0.45	AMELH
$\sigma_2$	1.5	AMELH
$z$	0.6	AMELH
$\sigma$	0.9	AMELH
$\gamma_0$	0.055	AMELH
$\gamma_1$	0.3	AMELH
$\gamma_2$	0.01	AMELH
$\gamma_3$	0.01	AMELH
$\alpha_1$	0.98	AMELH
$\alpha_2$	0.01	AMELH
$\alpha_3$	0.01	AMELH
$\theta_H$	0.5	AMELH
$\beta$	0.2	AMELH
$pd\text{€}$	0.84	AMELH
$r^{L\text{€}}$	0.02	AMELH
$\nu_1$	0.5	<i>Calibrage</i>
$\chi_1$	0.7	
$\kappa_0$	-0.96	
$\kappa_1$	0.7	

0.115 (€/ISK). Nous avons fixé  $xr$  à 1 pour l'année 2004 afin de faire apparaître plus clairement les variations du taux de change.

$\kappa_2$	2.7	<i>Calibrage</i>
$\epsilon_0$	-0.96	
$\epsilon_1$	0.1	
$\epsilon_2$	1	
$\lambda_1$	0.15	
$\lambda_2$	0.06	
$\lambda_3$	0.1	
$\lambda_4$	0.055	
$s$	0.5	
$gr_{YR\epsilon}$	0.023	
$ze_1$	0.02	Données Statistics Iceland
$ze_2$	0.02	
$r^{CB}$	0.06	Données Banque Centrale d'Islande
$xr$	1	
$\eta$	0.05	

Une partie des paramètres du modèle AMELH ont été conservés (partie supérieure du tableau). Deux types de modifications des paramètres ont été réalisés. Certains paramètres ont été définis sur la base des données observées (partie inférieure du tableau), d'autres ont été calibrés par nos soins pour ajuster la dynamique macroéconomique du modèle à la dynamique de l'Islande (partie centrale du tableau). Nous avons essentiellement modifié les paramètres liés aux équations du commerce international et réajusté les paramètres liés aux recettes du gouvernement. Un préalable nécessaire à une réplique dans le modèle des faits stylisés islandais est que les ratios de l'état stable du modèle correspondent aux données observées, ce qui est le cas d'AMELHIS 1.

**Tableau 33 : Composantes du PIB observées et simulées**

2004	(C/Y)	(G/Y)	(I/Y)	(X/Y)	(M/Y)	((X-M)/Y)
Données observées	0,565	0,240	0,249	0,324	0,377	-0,053
AMELHIS 1 (état stable)	0,568	0,237	0,25	0,324	0,379	-0,055
Ecart =  AMELHIS 1 – Données observées	0,003	0,003	0,001	0	0,002	0,002

*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

### **3.3.2. Scénario AMELHIS 1.a**

A partir de cet état stable, nous introduisons un choc simultané sur trois paramètres du modèle. Nous allons commencer par intégrer un choc sur trois paramètres en intégrant les valeurs observées sur la période 2004 – 2016 (tableau 34). Les paramètres en question sont le taux de croissance du reste du monde ( $gr_{YR\text{€}}$ ), le taux de change ( $xr$ ), le taux directeur domestique ( $r^{CB}$ ). Les valeurs prises par le taux de croissance du reste du monde sont tirées des données de la Banque Mondiale et correspondent au taux de croissance de la zone euro. Le taux de change et le taux d'intérêt directeurs sont tirés des données de la Banque Centrale d'Islande (BCI).

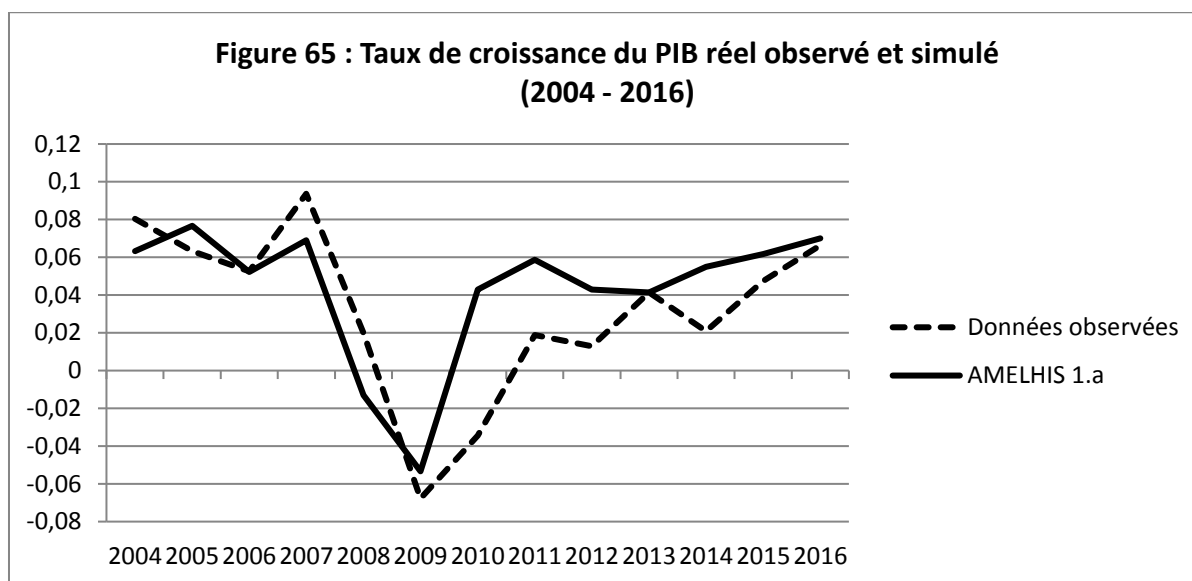
**Tableau 34 : Calibrage du scénario AMELHIS 1.a**

	$gr_{YR\text{€}}$	$xr$	$r^{CB}$
2004	0,0230	1,000	0,06
2005	0,0169	1,115	0,09
2006	0,0323	0,994	0,118
2007	0,0300	0,995	0,134
2008	0,0042	0,684	0,154
2009	-0,0450	0,505	0,12
2010	0,0213	0,538	0,068
2011	0,0169	0,540	0,038
2012	-0,0089	0,542	0,048
2013	-0,0025	0,537	0,054
2014	0,0140	0,563	0,052
2015	0,0211	0,596	0,05
2016	0,0191	0,652	0,056

*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Banque Centrale d'Islande*

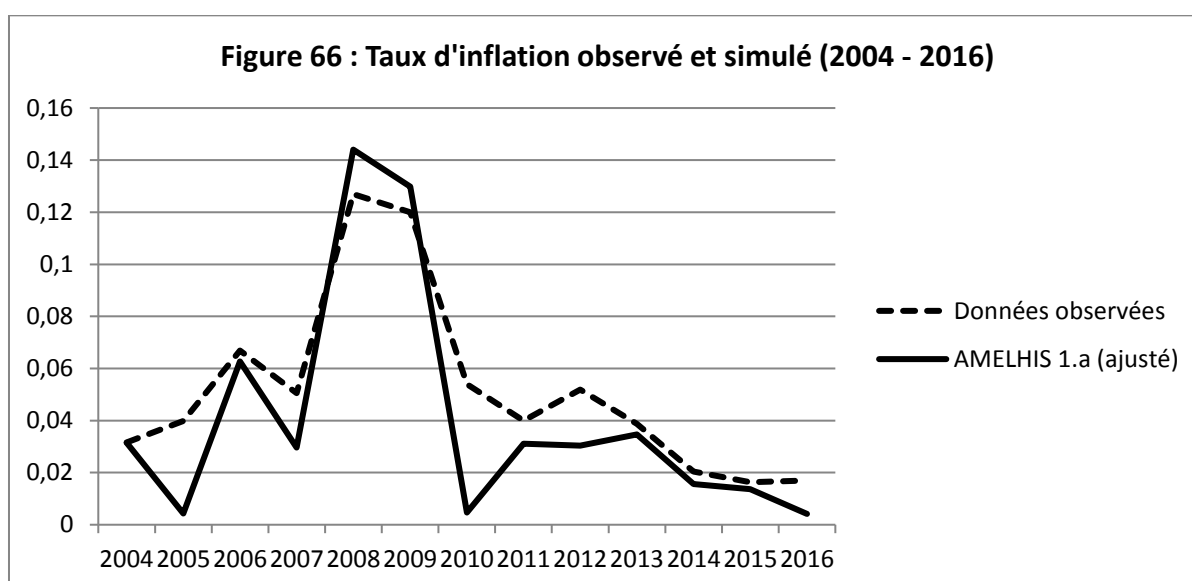
Quand on intègre les valeurs observées de ces trois paramètres à partir de l'état stable d'AMELHIS 1 et que l'on compare le taux de croissance du PIB réel de la simulation ainsi obtenue (AMELHIS 1.a) au taux de croissance observé on obtient :





*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale*

La comparaison entre la dynamique des prix domestiques du modèle et la dynamique observée nous donne :



*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale*

Le taux de croissance simulé est corrélé à 75.7% avec le taux de croissance observé, tandis que pour le taux d'inflation, cette corrélation est portée à 93.4%. On constate donc que le modèle suit globalement bien la dynamique macroéconomique observée en Islande. La simulation peut cependant être affinée, notamment en ce qui concerne la trajectoire de croissance. Nous allons pour ce faire intégrer au choc un quatrième paramètre du modèle.

### 3.3.3. Scénario AMELHIS 1.b

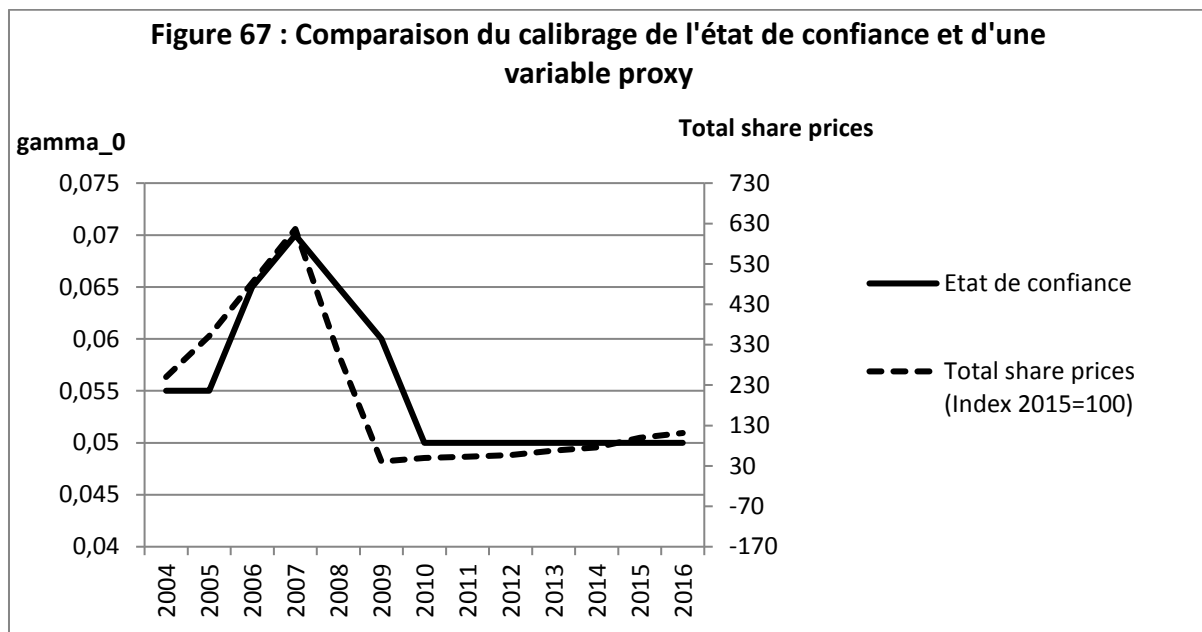
Le scénario AMELHIS 1.b ajoute aux trois paramètres choqués dans le scénario précédent une évolution de l'état de confiance des entreprises islandaises. Contrairement aux trois autres paramètres du choc, il n'est pas possible de paramétrer le choc sur la base de valeurs observées dans la mesure où il n'existe pas d'indice « officiel » de la confiance des entreprises islandaises. Ce que nous cherchons à intégrer au modèle à travers ce choc est l'euphorie qui s'est emparé des investisseurs de l'île en amont de la crise puis le déclin progressif de l'état de confiance à partir de 2008. Pour capturer cet effet, nous proposons de recalibrer le paramètre  $\gamma_0$  (tableau 35).

**Tableau 35 : Calibrage du scénario AMELHIS 1.b**

	$g^{YR\epsilon}$	$xr$	$r^{CB}$	$\gamma_0$
2004	0,0230	1,000	0,06	0,055
2005	0,0169	1,115	0,09	0,055
2006	0,0323	0,994	0,118	0,065
2007	0,0300	0,995	0,134	0,07
2008	0,0042	0,684	0,154	0,065
2009	-0,0450	0,505	0,12	0,06
2010	0,0213	0,538	0,068	0,05
2011	0,0169	0,540	0,038	0,05
2012	-0,0089	0,542	0,048	0,05
2013	-0,0025	0,537	0,054	0,05
2014	0,0140	0,563	0,052	0,05
2015	0,0211	0,596	0,05	0,05
2016	0,0191	0,652	0,056	0,05

Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Banque Centrale d'Islande

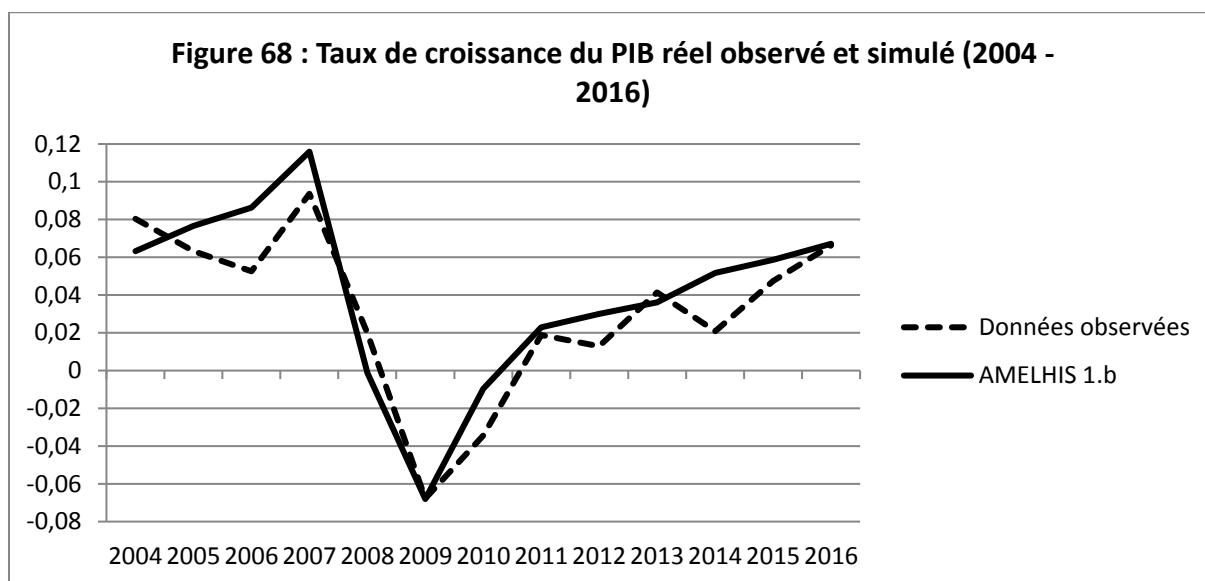
Pour s'assurer que notre calibrage n'était pas déconnecté de la réalité nous avons comparé ce calibrage de l'état de confiance à la dynamique d'une variable proxy, la valeur totale des actions sur le marché boursier islandais (ICEX)<sup>356</sup>, pour laquelle nous obtenons une corrélation satisfaisante, de l'ordre de 84.2%.



Source : Auteur. Données : Banque de Réserve Fédérale de Saint Louis

En intégrant à l'état stable d'AMELHIS un choc simultané sur les quatre variables retenues et en comparant le taux de croissance du PIB réel de la simulation ainsi obtenue (AMELHIS 1.b) au taux de croissance observé on obtient :

<sup>356</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/SPASTT01ISA661N>



*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale*

L'intégration de l'évolution de l'état de confiance au choc permet d'affiner assez significativement la qualité de la simulation en comparaison au scénario AMELHIS 1.a, puisque cette seconde simulation est corrélée à 93.2% avec le taux de croissance observé (et toujours à 93.4% avec l'inflation observée).

La relativement bonne capacité du scénario AMELHIS 1.b à reproduire les faits stylisés de l'économie islandaise nous indique que les quatre paramètres retenus pour le choc sont effectivement déterminants pour comprendre les tenants et les aboutissants de la dynamique macroéconomique de l'île. Il apparaît que la crise islandaise, si elle repose indéniablement sur des problématiques internes et sur les limites intrinsèques du régime de croissance tiré par la finance, peut néanmoins s'expliquer en grande partie par le ralentissement de la croissance européenne. La reprise quant à elle s'est largement appuyée sur un ajustement de change drastique et une réduction des taux directeurs. L'intégration de l'état de confiance dans le scénario AMELHIS 1.b permet d'expliquer, en comparaison au scénario AMELHIS 1.a, une croissance plus élevée en amont de la crise, une crise plus profonde et une reprise plus difficile à la suite de celle-ci. D'une certaine manière nous pourrions dire que cette modélisation appliquée nous ramène aux « fondamentaux » de l'économie islandaise, c'est-à-dire à la prédominance du change et de la croissance extérieure dans la dynamique macroéconomique domestique.

Ayant dans cette section reproduit à l'aide d'AMELHIS les faits stylisés de l'économie islandaise entre 2004 et 2016 (*in-sample forecast*), nous allons chercher dans la prochaine section à utiliser AMELHIS pour réaliser des prévisions macroéconomiques (*out-of-sample forecast*).

#### **4. Modélisation SFC de l'économie islandaise : de la reproduction des faits stylisés à la prévision macroéconomique (2017 – 2021)**

Nous avons insisté sur l'importance de la croissance extérieure pour saisir la dynamique de l'économie islandaise. Or, la pandémie mondiale de la COVID-19 nous donne un exemple, d'une actualité brûlante du reste, d'un effondrement de la croissance mondiale. Dans cette section, nous présentons une seconde déclinaison de notre modèle appliqué, AMELHIS 2. Ce modèle sera utilisé pour réaliser des prévisions macroéconomiques pour l'Islande. Nous comparons les prévisions obtenues dans différents scénarios avec les prévisions officielles des autorités islandaises pour 2020-2021.

##### **4.1. Le modèle AMELHIS 2**

Le modèle AMELHIS 2 a les mêmes matrices et les mêmes équations que le modèle AMELHIS 1. En revanche son calibrage est légèrement revu : le modèle AMELHIS 2 est calibré de manière à ce qu'à l'état stable il reproduise la moyenne des données observées de l'économie islandaise entre 2004 et 2016 (tableau 36). Pour ce faire, certains paramètres ont été réajustés (tableau 37).

**Tableau 36 : Composantes du PIB observées et simulées**

2004 - 2016	(C/Y)	(G/Y)	(I/Y)	(X/Y)	(M/Y)	((X-M)/Y)
Moyenne des données observées	0,534	0,239	0,215	0,448	0,437	0,011
AMELHIS 2	0,534	0,24	0,215	0,448	0,436	0,012
Ecart =  AMELHIS 2 – Données observées	0	0,001	0	0	0,001	0,001

*Source : Auteur. Données : Statistics Iceland*

**Tableau 37 : Paramètres exogènes dont la valeur est modifiée**

Paramètres exogènes	Valeur
$\chi_1$	0.4
$\nu_1$	0.3
$\kappa_0$	-1
$\kappa_2$	2.328
$\epsilon_0$	-0.8
$\epsilon_1$	0.7
$\lambda_1$	0.1
$\lambda_3$	0.15
$\lambda_4$	0.085
$r^{CB}$	0.08
$gr_{YR\text{€}}$	0.011

Nous introduisons dans le modèle AMELHIS 2 un choc sur la croissance de la zone euro ( $gr_{YR\text{€}}$ ). L'ampleur de ce choc est basée sur les prévisions de croissance du FMI pour 2020 – 2021. Le FMI prévoit une récession dans la zone euro de 10.2% en 2020, suivie d'une reprise à 6% en 2021 (IMF, 2020, p. 7). C'est sur la base de cette estimation que nous calibrons le scénario AMELHIS 2.a.

#### **4.2. L'effondrement de la croissance de la zone euro et ses effets potentiels sur l'économie islandaise : le scénario AMELHIS 2.a**

A partir du nouvel état stable obtenu grâce au recalibrage, nous modifions la valeur de  $gr_{YR\text{€}}$  pour les deux périodes correspondant aux années 2020 et 2021 sur la base des prévisions du FMI (tableau 38).

**Tableau 38 : Calibrage du scénario AMELHIS 2.a**

	$gr_{YR\text{€}}$
2019	0,011
2020	-0,102
2021	0,06

Source : Auteur. Données : Fonds Monétaire International

Le premier scénario que nous étudions ici est un « choc brut », c'est-à-dire que nous étudions *ceteris paribus* la réaction du modèle à la récession de la zone euro, dans l'hypothèse où aucune mesure de politique économique ne serait prise pour mitiger les effets négatifs du choc. Ce premier scénario nous servira comme point de comparaison avec d'autres scénarios dans lesquels nous introduirons en parallèle du choc le recours à certains leviers de politique économique. Nous comparons les résultats du scénario AMELHIS 2.a aux prévisions de croissance des autorités islandaises pour 2020 – 2021 (Statistics Iceland, 2020)<sup>357</sup>.

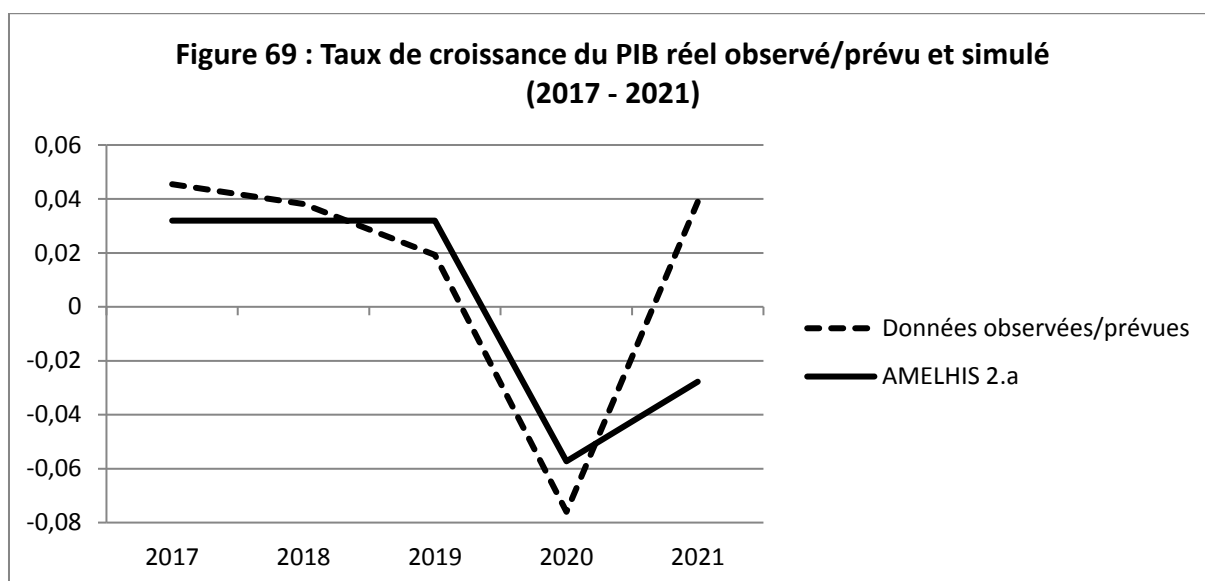
**Tableau 39 : Croissance observée et prévue pour l'économie islandaise (2017 – 2021)**

	Taux de croissance du PIB réel (prévisions à partir de 2020)
2017	0,045
2018	0,038
2019	0,019
2020	-0,076
2021	0,039

Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Statistics Iceland

<sup>357</sup> Statistics Iceland, Statistical Series, Economic forecast, winter 2020  
<https://statice.is/publications/news-archive/economic-forecast/economic-forecast-winter-2020/>

Avant le choc (de 2017 à 2019), la simulation est à un état stable où le taux de croissance de l'économie est égal à la moyenne du taux de croissance annuel observé entre 2004 et 2016 (3.195%). L'introduction du choc en 2020 fait entrer l'économie islandaise en récession mais à un niveau moins faible que la prévision officielle (-5.7% contre -7.6%). En revanche, le scénario AMELHIS 2.a suggère que la récession pourrait se poursuivre en 2021 contrairement à la prévision officielle qui prévoit une reprise rapide (-2.8% contre 3.9%) :



*Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Statistics Iceland*

La différence entre notre scénario et celui des autorités islandaises (corrélation de 75.4%) s'explique parce que cette première simulation n'intègre pas un éventuel recours à la politique économique. Nous étudions dans les scénarios suivants l'effet de l'intégration de deux leviers d'ajustement dans ce choc macroéconomique : l'ajustement de change et le déficit budgétaire.

### **4.3. Vers un scénario plus réaliste : intégration d'un ajustement de change et d'un déficit budgétaire**

#### ***4.3.1. L'effet d'une dépréciation de 27% : le scénario AMELHIS 2.b***

La BCI chiffre (au mois d'octobre 2020) la dépréciation totale entre 2017 et 2020 de la couronne islandaise vis-à-vis de l'euro à 27%, ce qui est en phase avec les prévisions de Statistics Iceland pour l'année 2020 déjà mentionnées. Le scénario AMELHIS 2.b ajoute au choc sur la croissance de la zone euro une dévaluation du taux de change de 27% en 2020.

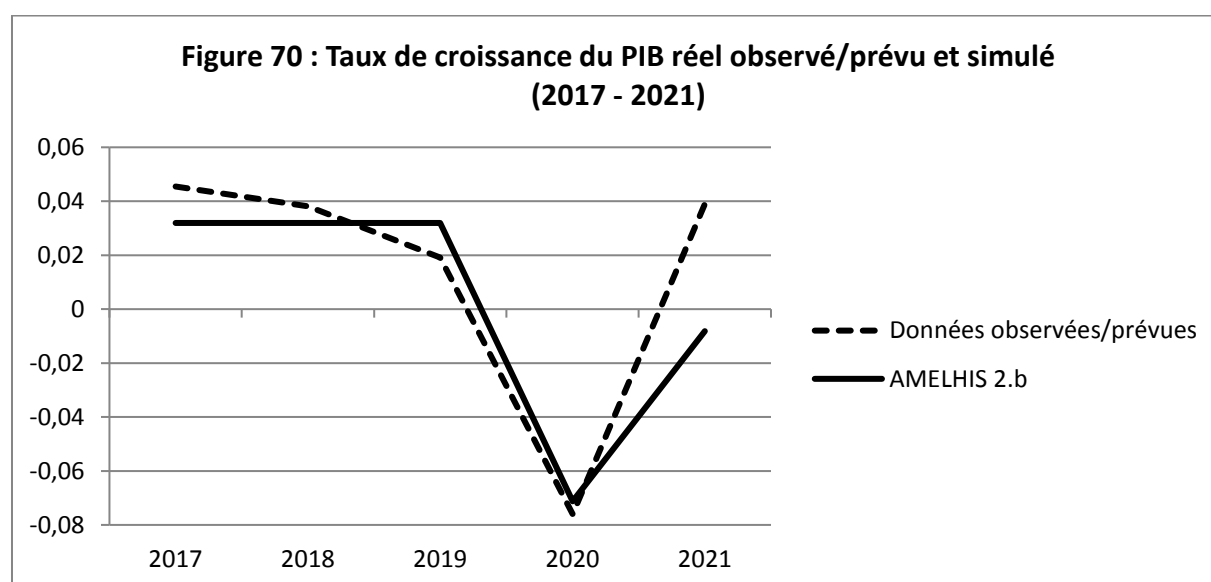


**Tableau 40 : Calibrage du scénario AMELHIS 2.b**

	$gr_{YR\text{€}}$	$xr$
2019	0,011	1
2020	-0,102	0,73
2021	0,06	0,73

Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Banque Centrale d'Islande

L'intégration de l'ajustement de change rapproche d'une manière notable notre simulation de la prévision des autorités puisque la corrélation passe de 75.4% à 89%.



Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Statistics Iceland

On voit que dans le scénario AMELHIS 2.b, la dépréciation du taux de change facilite la reprise en 2021, sans toutefois parvenir à faire passer le taux de croissance du PIB réel en territoire positif (-0.01%).

#### **4.3.2. L'effet d'un déficit de 10% du PIB : le scénario AMELHIS 2.c**

Le gouvernement islandais estime que le déficit total au terme de l'année 2020 devrait être de 300 milliards de couronnes et se fixe un maximum de 11% du PIB de 2020 (Statistics

Iceland, 2020, p. 21). Nous testons ici l'effet qu'aurait sur notre modèle la mise en œuvre d'un stimulus fiscal de 10% du PIB en 2020.

En vertu de l'équation 22, le modèle AMELHIS 2 n'intègre pas de déficit budgétaire. Pour modéliser le scénario AMELHIS 2.c nous conservons la structure du modèle mais ajoutons quelques équations pour simuler la mise en place d'un déficit exceptionnel en 2020. Pour ce faire nous définissons deux variables (*start*, *end*) qui prendront la valeur de 1 si la condition qui les définit est vérifiée et 0 dans le cas inverse.

$$a. \textit{start} = 1 \textit{ if } year > 2019$$

$$b. \textit{end} = 1 \textit{ if } year > 2020$$

Celles-ci nous permettent d'intégrer un déficit sur une seule période de la simulation :

$$c. \textit{deficit} = (\textit{start} - \textit{end}).Y. \frac{10}{100}$$

Dans le modèle, le déficit est alloué dans sa totalité au versement d'un revenu complémentaire exceptionnel aux ménages. Nous modifions l'équation 40 définissant les revenus du travail ( $Y_w$ ) de la manière suivante :

$$40. Y_w = WB + G_H + T_H + \textit{deficit}$$

Cette modification ne change pas la dynamique du modèle puisqu'en dehors de l'année 2020 la variable *deficit* prend une valeur nulle. Cette dépense du gouvernement à destination des ménages est financée côté ressources par une variation positive de la dette publique ( $\Delta Public Debt$ ) auprès de la banque centrale<sup>358</sup>.

---

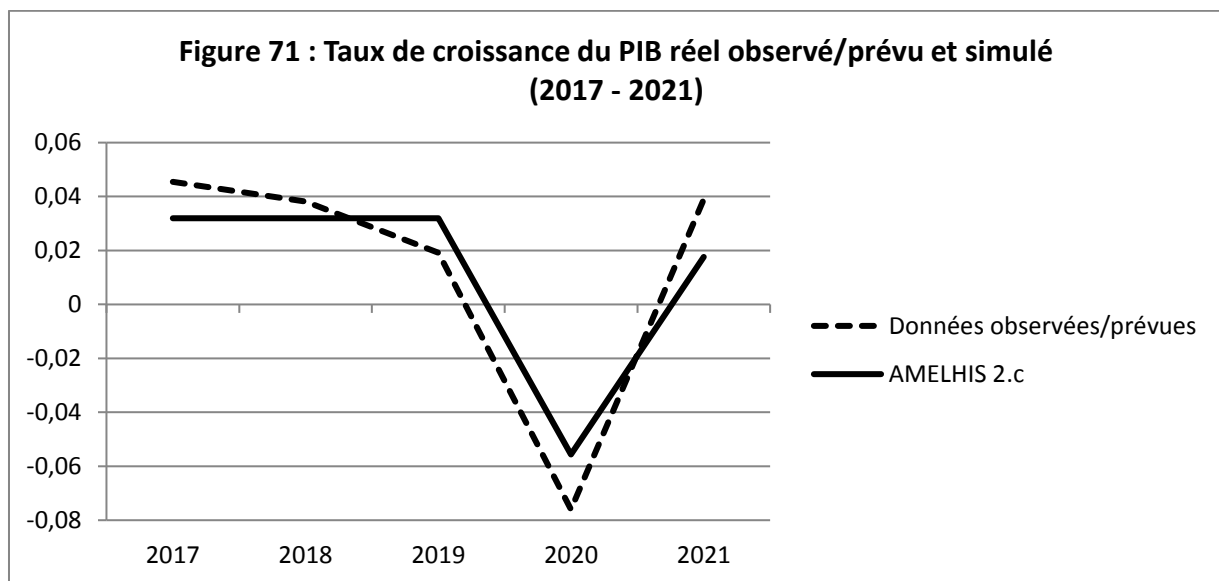
<sup>358</sup> Ce stock était nul avant 2020 et nous avons considéré ici une situation de retour à la normale sur le plan budgétaire dès 2021. On a alors à l'actif du bilan de la banque centrale et au passif de celui de l'État *Public Debt* pour une valeur égale au déficit de 2020. On considère ici le cas où cette dette à taux nul n'est ni remboursée ni augmentée dans les périodes suivantes. Le ratio de dette publique sur PIB va alors tendre asymptotiquement vers 0 à mesure que le PIB augmente.

**Tableau 41 : Calibrage du scénario AMELHIS 2.c**

	$gr_{YR\text{€}}$	$\frac{\text{deficit}}{Y}$
2019	0,011	0
2020	-0,102	0,1
2021	0,06	0

Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Statistics Iceland

Quand on couple au choc sur la croissance européenne un déficit de 10% du PIB en 2020 (tableau 41), on constate que l'économie islandaise croît à nouveau dès 2021 et que la simulation du taux de croissance est mieux corrélée que la précédente avec la prévision officielle (96.2% contre 89%). Cependant le taux de croissance obtenu dans le scénario AMELHIS 2.c demeure inférieur à celui de la prévision (1.8% contre 3.9%).



Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Statistics Iceland

### 4.3.3. L'effet combiné d'une dépréciation de 27% et d'un déficit de 10% du PIB : le scénario AMELHIS 2.d

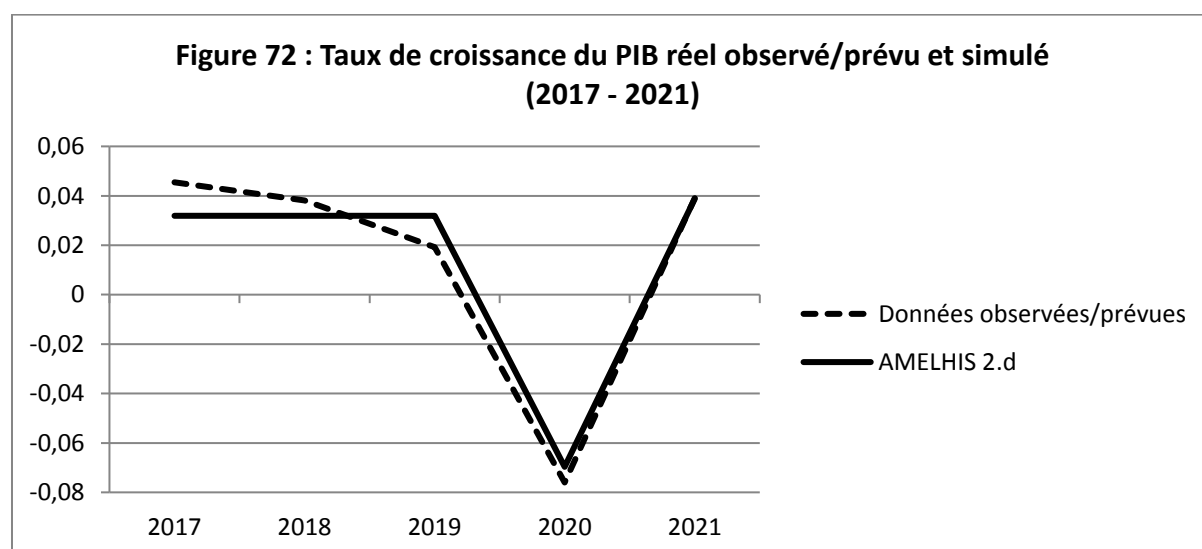
Ni l'ajustement de change ni le déficit prévus ne sont en mesure, pris séparément, de permettre un retour à la croissance dans les proportions prévues par les autorités pour 2021. Le scénario AMELHIS 2.d se propose de coupler les scénarios AMELHIS 2.b et AMELHIS 2.c afin d'étudier leur effet combiné.

**Tableau 42 : Calibrage du scénario AMELHIS 2.d**

	$gr_{YR\text{€}}$	$xr$	$\frac{\text{deficit}}{Y}$
2019	0,011	1	0
2020	-0,102	0,73	0,1
2021	0,06	0,73	0

Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Banque Centrale d'Islande, Statistics Iceland

Quand on combine l'ajustement de change de 27% et le versement d'un revenu complémentaire exceptionnel au ménage à hauteur de 10% du PIB, le scénario simulé (2017-2021) est très bien corrélé avec la prévision officielle (98.2%). Si l'on s'intéresse plus spécifiquement à la sous-période 2019-2021, le taux de corrélation atteint 99.4%.



Source : Auteur. Données : Banque Mondiale, Statistics Iceland

Le fait que les prévisions tirées de notre modèle soient quasiment identiques à celles des autorités islandaises (selon des hypothèses similaires quant à l'ampleur de la dévaluation et du déficit mis en œuvre) nous indique qu'AMELHIS est robuste. Plus précisément, nous avons vu qu'au-delà de permettre de répliquer fidèlement la dynamique macroéconomique de l'Islande entre 2004 et 2016, il est en mesure d'offrir des prévisions de croissance réalistes sur un horizon de 2 ans.

## **Conclusion du troisième chapitre**

Ce chapitre était entièrement consacré à la modélisation SFC et s'organisait en deux grands volets : modélisation théorique et modélisation appliquée. Le premier volet se présentait comme une formalisation mathématique de débats théoriques présentés dans le chapitre 1 quant à la mise en œuvre de la politique monétaire dans un SMS. Le second volet avait quant à lui vocation à développer une modélisation SFC appliquée à l'étude de la dynamique macroéconomique de l'Islande, aussi bien passée que future.

La série de modèles théoriques présentée dans les deux premières sections nous a permis d'apporter deux conclusions. D'une part, un SMS peut fonctionner sur un mode très souple, sans rationnement monétaire et dans lequel la monnaie est endogène : les modèles THEO 1 (système « normal ») et THEO 2 (système « réformé » avec banque centrale accommodante) sont identiques. En l'absence de rationnement, un SMS n'est cependant d'aucune utilité pour faire face à l'introduction du crédit spéculatif : les scénarios THEO 1.a et THEO 1.b sont respectivement équivalents aux scénarios THEO 2.a et THEO 2.b. Il existe néanmoins des manières variées d'opérer un rationnement monétaire et notre seconde conclusion est que toutes ne se valent pas. En effet, les rationnements de nature quantitative ne sont pas souhaitables. La mise en place d'une règle de croissance de la masse monétaire crée un environnement récessif (THEO 3), tout comme une règle d'accommodation partielle de la demande de liquidité (THEO 4). L'accommodation partielle peut permettre de limiter les conséquences négatives sur le plan financier de l'introduction du crédit spéculatif, mais seulement au prix d'une forte contraction de l'activité (THEO 4.a).

Nous proposons dans le modèle THEO 5 un cadre de mise en œuvre du rationnement monétaire « qualitatif ». Ce cadre s'appuie sur la notion de compartimentation des bilans bancaires par types d'actifs et sur une politique de refinancement qui opère des discriminations

entre ces compartiments. Il s'agit d'un régime d'accommodation partielle mais non uniforme et qui ne repose pas sur une règle. Le rationnement n'est plus purement quantitatif en ce qu'il ne s'applique plus à des quantités globales mais à des quantités affectées à des compartiments spécifiques. Dans le modèle THEO 5, le rationnement qualitatif permet à la fois de conserver le dynamisme macroéconomique et d'empêcher la formation de bulles financières alimentées par le crédit spéculatif. Ainsi, nous serions tentés de nous dissocier aussi bien des auteurs qui suggèrent que la mise en place d'un SMS est la solution en soi au problème des crises financières, que de ceux qui considèrent que le SMS est une architecture institutionnelle intrinsèquement non fonctionnelle. Il semble que sous certaines conditions un tel système soit viable.

La série de modèles appliqués présentée dans les deux dernières sections avait un double objectif. En premier lieu, nous avons cherché à mobiliser la méthodologie SFC pour construire un modèle macroéconomique capable de répliquer les faits stylisés de l'économie islandaise (AMELHIS 1). En intégrant les valeurs observées de trois variables clé (le taux de croissance de la zone euro, le taux de change entre l'euro et la couronne et le taux d'intérêt directeur), le scénario AMELHIS 1.a produisait déjà une simulation plutôt convaincante de l'économie islandaise sur la période 2004-2016. En ajoutant à ces trois variables clé un indice de confiance des entreprises pour moduler la dynamique d'investissement, le scénario AMELHIS 1.b réplique avec précision les dynamiques de l'économie islandaise sur la période considérée.

Nous avons alors cherché, en second lieu, à faire d'AMELHIS non seulement un modèle capable de répliquer des données observées, mais aussi un modèle capable de fournir des prévisions macroéconomiques (AMELHIS 2). Nous avons alors intégré les prévisions de croissance de la zone euro pour 2020 et 2021 fournies par le FMI et étudié comment le modèle réagissait dans différents scénarios. Il ressort de nos simulations qu'en l'absence de mesures pour résorber le choc la récession devrait se poursuivre en 2021 (AMELHIS 2.a), qu'une dévaluation de 27% ramène le taux de croissance du PIB proche de zéro mais n'est pas suffisante pour le faire revenir en territoire positif (AMELHIS 2.b) et qu'un déficit de 10% du PIB permettrait une reprise de la croissance en 2021 mais dans une mesure moindre que celle des prévisions islandaises (AMELHIS 2.c). En revanche, la combinaison de l'ajustement de change et du déficit public (AMELHIS 2.d), dans les proportions mentionnées (qui sont celles

prévues par les autorités), suggère une trajectoire de reprise identique à celle prévue par les autorités islandaise (corrélation de 99.4%).

# Conclusion générale

Dans le cadre de cette thèse, nous avons cherché à apporter un éclairage aux débats portant sur le pouvoir d'émission monétaire des banques dans le contexte islandais. Ces débats sont complexes dans la mesure où ils font, d'une part, entrer en jeu des aspects techniques relevant de la macroéconomie monétaire et, d'autre part, nous invitent à prendre un certain recul historique, tout en faisant partie intégrante d'une actualité politique encore en mouvement.

Nous avons fait le choix, dans un **premier chapitre**, de mettre la question du pouvoir d'émission monétaire en perspective historique. Ce parti pris nous a paru pertinent dans la mesure où se questionner sur la contestation du pouvoir d'émission monétaire des banques suppose de préciser le mouvement historique qui l'a fait naître, puis qui l'a institué durablement jusqu'à en faire le principal mode d'émission monétaire à l'heure actuelle. En effet, si le pouvoir d'émission des banques est contesté de nos jours, celui-ci n'est pas une donnée permanente de l'histoire monétaire. Dans cette perspective, une première section visait à mettre en évidence trois grandes séquences historiques.

Nous avons d'abord identifié les caractéristiques générales des systèmes monétaires européens dans le mode de production féodal. L'instrument monétaire central de ces systèmes était la pièce métallique, émise par le souverain et injectée par la dépense publique. Le souverain pouvait procéder à des mutations monétaires, c'est-à-dire qu'il pouvait modifier le cours ou le titre des pièces, dégageant par ce procédé un revenu. Dans la féodalité européenne, il apparaît que le pouvoir monétaire était capté par la puissance publique. Nous avons noté cependant que ce pouvoir était déjà l'objet d'une lutte interne. Celle-ci opposait, dans le cas français, un pouvoir public local, celui des seigneurs, à un pouvoir central, celui du Roi. À une période où le pouvoir monétaire local était dominant (Xe – XIIe) a ainsi succédé une période où le pouvoir monétaire central s'est affirmé (XIIIe – XVe). Si nous pouvons donc observer un changement d'échelle dans le champ d'exercice du pouvoir monétaire, celui-ci s'inscrit néanmoins dans une continuité sur le plan des caractéristiques générales de fonctionnement du système monétaire. Au cours de cette première séquence prend place une révolution commerciale qui fait émerger une classe de marchands. À partir du XIIe siècle se structurent ainsi de nouveaux réseaux d'échange dans lesquelles des puissances privées développent de nouveaux instruments de crédit et de change. L'usage de ceux-ci demeure restreint à des relations essentiellement



bilatérales ou à des réseaux réduits et relativement fermés. Ce ne sont que des substituts localisés et temporaires à l'instrument monétaire central.

Avec l'intensification du commerce qui s'affirme au XVI<sup>e</sup> siècle, les réseaux d'échange vont se densifier et se structurer durablement autour de grandes places financières, centralisant et harmonisant l'usage des instruments de crédit et de change. L'émergence des pratiques d'endossement et d'escompte permet alors à une forme de circulation des créances commerciales de se mettre en place. Dans cette seconde séquence qui s'amorce, si le pouvoir monétaire est encore contrôlé par la puissance publique, l'élargissement des réseaux marchands dans lesquels circulent des instruments de crédit devenus transférables, peut être analysé comme une forme de débordement du pouvoir monétaire public par des puissances marchandes. Bien que les instruments de crédit commencent à circuler, leur usage est loin d'être généralisé. Ils sont à ce stade des instruments monétaires complémentaires. Avec les mutations politiques enclenchées au cours du XVIII<sup>e</sup> siècle et les prémices de l'essor industriel qui marquent le début du XIX<sup>e</sup> siècle, les puissances marchandes se renforcent et une première révolution bancaire prend place. Les maisons de banque qui émergent alors, qu'il s'agisse de la Haute banque parisienne ou des banques locales, drainent l'épargne des grands négociants, financent le commerce et proposent des services d'escompte aux industries naissantes. La Banque de France se voit confier en 1848 le monopole de l'émission de billets de banque et du réescompte, c'est le système bancaire hiérarchisé moderne qui est en train de s'institutionnaliser, même si à ce stade la Banque de France est une grande banque privée davantage qu'une banque centrale au sens moderne du terme.

C'est dans ce contexte que la seconde révolution industrielle prend place. À partir de la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, les besoins de financement évoluent et on assiste à une seconde révolution bancaire, notamment avec la création des grandes banques de dépôts. Celles-ci vont se spécialiser au début du XX<sup>e</sup> dans la gestion des comptes courants et la fourniture de liquidités à brève échéance, dans la mesure où elles sont sujettes à un risque d'illiquidité, tandis que les établissements de la Haute banque vont muter en banques d'affaire, et se spécialiser dans la fourniture de capitaux longs. La troisième séquence identifiée est donc celle d'une bancarisation massive, qui ne se limite plus à la gestion des fortunes mais généralise peu à peu l'usage des services bancaires comme le chèque et l'avance en compte courant. Si le système monétaire reste fondé sur l'or, l'entrée de la monnaie dans les bilans des banques modifie les pratiques :

le paiement par transfert de dépôts à vue reste marginal mais l'usage du billet se développe à la fin du XIXe et au début du XXe siècle, notamment du fait de passages répétés au cours forcé. Tant que les banques restent liquides elles peuvent étendre la masse monétaire par monétisation des créances. Cependant, le risque de ruée, que ce soit au guichet des banques pour convertir des dépôts en billet, ou au guichet de la Banque de France pour convertir des billets en or, amène à limiter l'émission. Il faudra attendre la seconde moitié du XXe siècle et la nationalisation de la banque centrale pour que celle-ci joue pleinement son rôle de prêteur en dernier ressort et que la convertibilité en or des billets soit suspendue.

En conséquence, sous l'effet du passage du mode de production féodal au mode de production capitaliste, le système monétaire a profondément muté. Le rapport entre les instruments de crédits ayant émergé au XIIe siècle et les pièces métalliques s'est totalement inversé. Sur le plan de la lutte pour la capture du pouvoir d'émission monétaire, la centralité des passifs bancaires (billets et dépôts à vue) dans les systèmes monétaires modernes déporte le conflit à l'intérieur du champ des institutions bancaires. La hiérarchisation du système bancaire est le principe organisationnel général des systèmes monétaires dans les économies capitalistes modernes, à l'origine d'une confiance durable du fait d'une forme d'équilibre des pouvoirs entre puissances publiques et privées. Dans ces systèmes, la monnaie est endogène, les banques répondent aux demandes de financement qu'elles jugent solvables et c'est la quête de profit qui guide leur action. La banque centrale n'a pas de prise sur ce processus en dehors de la fixation du taux d'intérêt directeur et n'entre en jeu qu'une fois la monnaie bancaire créée, quand les besoins en monnaie centrale apparaissent. Si ce type d'arrangement monétaire permet la croissance économique et l'accumulation du capital, il est aussi un facteur de déstabilisation. En effet, l'émission monétaire des banques est pro-cyclique et alimente des bulles financières au travers des effets de levier spéculatifs.

Dans une seconde section, nous avons alors étudié la nature des contestations dont a fait l'objet le pouvoir d'émission monétaire des banques à la suite des deux grandes crises du capitalisme que sont 1929 et 2008. À la suite de la crise de 1929 se développent aux États-Unis deux projets assez proches de réforme du système monétaire, visant à rétablir un pouvoir monétaire exclusivement public entre les mains de la banque centrale. Ceux-ci ont pour objectif de sécuriser le système de paiement en séparant la monnaie du crédit. Pour ce faire ils souhaitent appliquer un taux de réserve de 100% sur les dépôts à vue transférables et soutiennent l'idée

selon laquelle une autorité publique doit avoir le monopole de la création monétaire. Nous étudions alors comment les projets comme le Chicago Plan et le 100% monnaie ont émergé et ont influencé les réformes bancaires mises en place sous la présidence Roosevelt. En effet, tout au long de la période de réorganisation du système bancaire américain (1933 – 1935), le Chicago Plan d’abord et le 100% monnaie ensuite font partie des options discutées, et ce jusqu’aux plus hautes sphères de l’administration. Parmi les options possibles pour sécuriser le système de paiement, ces systèmes de couverture intégrale sont concurrencés par la nationalisation partielle du secteur bancaire et la mise en place d’une garantie fédérale des dépôts. C’est cette dernière option qui finira par s’imposer aux États-Unis. Cependant, les débats des années 1930 posent les jalons, sur le plan de l’histoire de la pensée, des nouvelles formes de contestations du pouvoir d’émission monétaire des banques qui ont émergé après la crise de 2008.

Avec la crise de 2008, nous avons en effet pu observer une résurgence, sous une forme renouvelée toutefois, de projets qui ont en commun avec ceux des années 1930 de vouloir faire de la création monétaire une prérogative de la banque centrale. La mise en place d’un « *Sovereign Money System* » (SMS) vise, dans la continuité des réformateurs des années 1930 à empêcher que l’émission monétaire pro-cyclique des banques vienne alimenter les bulles financières. La différence avec les projets des années 30 tient notamment au fait que le SMS n’est pas un système de couverture intégrale, les dépôts à vue n’étant pas couverts par des réserves mais devenant directement un passif de la banque centrale. Au-delà de modifier la structure du système de paiement, le SMS fait muter le système de crédit puisque les banques de second rang ne peuvent plus créer de monnaie quand elles octroient de nouveaux crédits. Pour étendre leur actif, elles doivent au préalable disposer des ressources correspondantes. En plus de l’épargne à terme qu’elles collectent, les banques peuvent solliciter des liquidités supplémentaires auprès de la banque centrale. Le rôle de celle-ci est donc déterminant dans un SMS. Elle dispose de différents canaux pour injecter la monnaie créée, la question centrale étant de savoir à quel rythme et selon quels critères la création monétaire sera réalisée. Notre argument pointe en effet l’insoutenabilité macroéconomique de la mise en place d’une règle stricte de croissance de la masse monétaire (c’est-à-dire l’incapacité d’une règle à remplir l’objectif de croissance) et propose un cadre plus souple de mise en œuvre de la politique monétaire (permettant à la fois de remplir un objectif de croissance et de limiter le risque de crises financière). En s’appuyant sur la compartimentation des bilans bancaires, la banque

centrale peut procéder à des rationnements ciblés et conditionner la délivrance de liquidités à leur orientation vers les composantes de l'actif bancaire jugées adéquates. Davantage que l'aspect quantitatif, c'est la dimension qualitative du rationnement et le fléchage du crédit qui apparaissent comme des moyens de limiter les effets de levier financier.

Dans un **second chapitre**, nous avons cherché à saisir les spécificités du contexte islandais pour comprendre comment la proposition visant à la mise en place d'un SMS s'y est développée à la suite de la crise 2008. Pour ce faire, nous avons périodisé l'évolution du mode de développement de l'Islande. Jusqu'à la crise, trois modes de développements successifs ont pu être identifiés.

Se structure ainsi progressivement à partir de l'indépendance de l'Islande un premier mode de développement, qui combine un régime de croissance tiré par les exportations de ressources halieutiques et un mode de régulation administré. Le secteur moteur des pêcheries est soutenu par une politique d'extension des eaux territoriales, menée de 1958 à 1976. Il l'est aussi sur le plan de la politique monétaire, avec des taux d'intérêts réels durablement négatifs, mais surtout avec le recours aux dévaluations en cas de baisse des recettes d'exportation. En 1982, ce mode de régulation entre en crise. D'une part car à cette date la politique des extensions territoriales devient impraticable avec la signature de la Convention de Montego Bay, qui fixe les limites de la ZEE islandaise à 200 miles. D'autre part, la baisse des recettes d'exportation fait entrer l'île dans une crise inflationniste majeure. En effet, les ajustements de change, de moins en moins efficaces pour résorber les chocs, sont à l'origine d'un phénomène d'inflation importée. Privé des deux piliers du mode de régulation qui le soutient, le régime de croissance tiré par les exportations de ressources halieutiques va entrer en crise à son tour avec le choc de 1988. C'est alors un nouveau mode de développement qui va voir le jour avec le tournant néolibéral des de la décennie 1990.

Le premier régime de croissance était extensif, au sens où le secteur moteur étendait sa logique de fonctionnement, sans changement majeur des techniques de production. Le nouveau régime de croissance, s'il reste orienté vers les exportations, ne repose plus uniquement sur l'exportation de ressources halieutiques, mais sur l'exportation de produits nouveaux, dont la production est à mettre en lien avec des évolutions techniques et la rationalisation des méthodes de production. En outre, l'Islande bénéficie d'un avantage comparatif du fait d'une abondance d'énergie renouvelable qui lui ont permis de développer une industrie exportatrice compétitive,

notamment dans le secteur de l'aluminium. Le nouveau mode de développement combine à ce régime de croissance plus intensif un mode de régulation qui vise à donner une plus grande place aux mécanismes de marché et que nous avons qualifié de concurrentiel. Les pêcheries, mais aussi l'agriculture, voient leur organisation rationalisée avec la mise en place d'un système de quotas individuels transférables qui favorise la concentration de ces secteurs. La banque centrale donne la priorité à l'objectif de stabilité des prix sur celui du plein emploi et passe à une politique d'ancrage du taux de change. Après avoir libéralisés les taux d'intérêt et les mouvements de capitaux, les avances de la banque centrale à l'État sont interdites. Celle-ci va devenir indépendante en 2001, alors que le processus de concentration et de privatisation du secteur bancaire s'achève en 2003.

Ce faisant, les bases du troisième mode de développement sont posées. En effet, il n'y a pas de changement notable sur le plan du mode de régulation, celui-ci demeure fondé sur le recours aux mécanismes de marché. En revanche, au début des années 2000, une troisième vague de diversification prend place et modifie le régime de croissance. Après le secteur des pêcheries puis celui des industries à haute intensité énergétique, les banques récemment privatisées se sont présentées comme le troisième pilier de l'économie islandaise. Entre 2003 et 2008, l'Islande va ainsi connaître une forte croissance, tirée par les activités financières spéculatives. Les banques islandaises, fortement interconnectées, bénéficient d'un différentiel de taux et d'une faible inflation qui, compte tenu des notations favorables des agences, leur permettent de recourir massivement aux marchés de capitaux internationaux. Quand, à partir de 2006, leurs conditions de financement commencent à se dégrader sur les marchés internationaux, elles se tournent vers une stratégie de collecte de dépôts à l'étranger et recourent à des pratiques douteuses pour obtenir des liquidités au guichet de différentes banques centrales. Fortement exposées au risque de change et au risque de marché (domestique et international), tout comme leurs propres débiteurs, les banques islandaises vont faire faillite au mois d'octobre 2008, alors que la Banque Centrale d'Islande, avec des réserves de changes trop faibles, n'est pas en mesure de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort pour la partie du bilan libellée en devises.

Lors de la partition des banques qui a été mise en œuvre pour sortir de la crise, la partie domestique du bilan a été placée dans de nouvelles banques publiques, tandis que la partie internationale du bilan est restée dans les anciennes banques en faillite. La garantie des dépôts

islandaise n'est pas activée pour dédommager les déposants que les banques islandaises avaient attirés par l'intermédiaire de leurs succursales à l'étranger. En plus de la nationalisation du secteur bancaire domestique réalisée dans l'urgence, un contrôle strict des capitaux a rapidement été mis en place pour contenir la chute de la couronne, limiter l'inflation et pouvoir ainsi baisser les taux d'intérêts directeurs. D'une manière générale, la politique de sortie de crise mise en œuvre en Islande s'est appuyée sur l'intervention de l'État dans l'économie. Ce contexte d'après crise est doublé d'un conflit diplomatique dans lequel les gouvernements britanniques et hollandais réclament que l'Islande s'engage à honorer la garantie des dépôts.

Nous avons alors étudié les dynamiques socio-politiques qui, après la crise, ont permis l'émergence en Islande d'une contestation du pouvoir d'émission monétaire des banques. La crise a bouleversé les équilibres politiques, avec la chute du Parti de l'Indépendance (qui avait gouverné sans discontinuer depuis 1991) et l'arrivée pour la première fois de l'histoire d'une coalition de gauche au pouvoir (rassemblant les sociaux-démocrates et la gauche écologiste). Cette coalition s'étant engagée auprès des britanniques et des hollandais à honorer la garantie des dépôts pour débloquer l'aide du FMI au lendemain de la crise, suscite, malgré une reprise économique rapide, une vague de mécontentement. Deux référendums successifs, en 2010 et en 2011, viennent mettre en difficulté la majorité, en bloquant la signature de l'accord international. Dans ce contexte, le Parti Progrès (parti de droite, représentant traditionnellement les populations rurales) va, après un demi-siècle de déclin, réaliser une impressionnante poussée électorale lors des élections de 2013 en se positionnant sur le terrain de la défense de l'intérêt national et de la lutte contre la finance internationale à la suite d'une crise traumatique. La contestation du pouvoir d'émission monétaire des banques s'immisce dans cette séquence politique. Au cours de l'année 2012 se structure au sein de la société civile une campagne transpartisane, *Betra peningakerfi*, visant à promouvoir la réforme du système monétaire. À la fin de l'année 2012, une élue de la gauche écologiste, Lilja Mósesdóttir, cherche à faire émerger un débat parlementaire sur la question. Au début de l'année 2013, *Betra peningakerfi* devient une association et rejoint l'*International Movement for Monetary Reform*. Un des fondateurs de l'organisation, qui avait collaboré avec Lilja Mósesdóttir va se présenter aux élections de 2013 sous la bannière du Parti du Progrès, avec pour objectif d'œuvrer à la mise en place d'un SMS.

Une fois élu, Frosti Sigurjónsson, remet un rapport au Premier Ministre en mars 2015, puis dépose en septembre 2015 une proposition de résolution parlementaire. Celle-ci aurait pour

but de former une commission transpartisane qui aurait pour mission de réaliser des recommandations sur les modalités de création monétaire en Islande. En septembre 2016, un rapport de KPMG sur la question, commandé par le bureau du Premier Ministre, est rendu public et entraîne des discussions sur la question de la création monétaire entre les parlementaires, la banque centrale, et les militants associatifs. Si un débat de fond semble bien s'être progressivement installé, il ne connaîtra pourtant aucun débouché législatif concret. Au rang des explications, notons en premier lieu que l'implication de membres du gouvernement dans les *Panama Papers* discrédite la majorité qui avait fait campagne contre les excès de la finance internationale. Avec l'organisation d'élections anticipées, la législature se voit ainsi suspendue, ce qui empêche *de facto* la résolution de passer au vote. En second lieu, notons que ce gouvernement était formé d'une coalition avec le Parti de l'Indépendance, hostile à ce projet de réforme, ce qui fut aussi un facteur de blocage. À titre d'exemple nous avons noté que la résolution déposée par Frosti Sigurjónsson était portée par des parlementaires de tous les partis représentés à l'Althing à l'exception du Parti de l'Indépendance. Enfin, si l'on considère que la volonté de mettre en place un SMS traduit une volonté de renforcement du pouvoir monétaire public, nous avons souligné que les mesures prises dans l'urgence au lendemain de la crise, notamment la création de banques publiques et le contrôle des capitaux, avaient en partie déjà réalisé cet objectif. Ces trois facteurs réunis permettent d'expliquer l'échec, sur le plan législatif, de la contestation du pouvoir monétaire des banques en Islande.

Le **troisième chapitre** s'est donné pour objectif de mobiliser les techniques de modélisation Stock-Flux Cohérente (SFC) pour éclairer deux aspects développés dans les chapitres précédents. Le premier volet de modélisation est théorique et s'intéresse aux modalités de mise en œuvre de la politique monétaire dans un SMS, c'est-à-dire dans une configuration institutionnelle où les banques de second rang ne créent plus de monnaie et où seule la banque centrale dispose de ce pouvoir. Si l'objectif initial de cette réforme est d'empêcher les banques de financer des effets de levier spéculatifs qui alimentent la formation de bulles financières, elle comporte le risque d'introduire un rationnement monétaire qui pourrait être dommageable pour la croissance économique. En ce sens, il s'agit de voir comment la banque centrale peut concilier un objectif de stabilité financière et un objectif de croissance dans un SMS. Notre démarche a consisté à présenter en premier lieu un modèle théorique de base (THEO). C'est ensuite par des modifications successives apportées à ce modèle de base, puis par la comparaison entre ce scénario de base et différentes configurations que nous

cherchons à établir comment la banque centrale peut concilier l'objectif de croissance et celui de stabilité financière dans le cadre d'un SMS.

Le modèle de base (THEO) correspond à une économie peu financiarisée, dans laquelle les banques sont, dans le cadre de leurs opérations de financement, créatrices de monnaie. Le crédit est tout entier tourné vers la mise en œuvre de la production, les ménages ne s'endettent pas et détiennent l'intégralité de leur richesse sous la forme de dépôts bancaires. La première variation du modèle de base (THEO 1) consistait à introduire une forme de crédit spéculatif dans le modèle. Nous avons alors permis aux ménages de se faire acquéreur d'actions des entreprises sur les marchés financiers. Leurs achats d'action sont financés par des crédits obtenus auprès des banques, ce qui leur permet de bénéficier d'un effet de levier. Nous avons alors étudié l'effet du recours à ces crédits spéculatifs. Nous avons constaté qu'après une accélération de la croissance à court terme, les différents scénarios d'introduction du crédit spéculatifs étudiés conduisaient à une fragilisation financière, à un retournement endogène du marché des actions et enfin à un état stable dans lequel le taux de croissance était inférieur à celui du modèle de base. Davantage que ce premier résultat en lui-même, qui suggère que l'introduction du crédit spéculatif peut avoir des effets néfastes sur l'économie, il nous a paru intéressant de voir dans quelle mesure une réforme de type SMS pouvait permettre de contenir ces effets.

Nous avons alors créé une seconde variation du modèle de base (THEO 2) qui intègre, comme dans le modèle THEO 1, la possibilité pour les ménages de chercher à acquérir des actions et de les financer par crédit, mais dans lequel est mis en place un SMS. En d'autres termes, dans le modèle THEO 2, seule la banque centrale est en mesure de créer de la monnaie, et les banques ne peuvent satisfaire les demandes de crédit que si elles disposent des ressources correspondantes. Confrontées à une demande de crédit provenant à la fois des entreprises et des ménages, les banques cherchent à obtenir, auprès de la banque centrale, les ressources nécessaires pour satisfaire cette demande ; dans le cas contraire, elles rationnent l'offre de crédit. Se pose alors la question centrale qui est celle de savoir à quel rythme et selon quels critères la banque centrale délivre ces ressources. La première configuration envisagée est le cas d'une banque centrale totalement accommodante (THEO 2). Nous constatons que la dynamique macroéconomique et financière est identique à celle de THEO 1, et que l'introduction des crédits spéculatifs produit les mêmes effets. En ce sens, un SMS peut



fonctionner sur un mode très souple et produire des dynamiques identiques à celles du système normal. En d'autres termes, ce n'est pas le fait de mettre en place un SMS qui, en lui-même, permet d'empêcher les effets néfastes de l'introduction du crédit spéculatif. Nous avons ensuite exploré différentes configurations dans lesquelles la banque centrale n'est pas totalement accommodante.

Dans le modèle THEO 3, nous étudions une première forme de rationnement par l'introduction d'une règle de croissance de la masse monétaire dans un SMS. Nous partons donc du modèle THEO 2 et étudions la mise en place d'une règle dans laquelle le taux de croissance de la masse monétaire est plus faible qu'il ne l'était dans la trajectoire de base du modèle. La mise en place de la règle stricte, en rationnant l'offre totale de financement, a un effet dépressif notable. Le système converge ensuite vers un taux de croissance plus faible que dans le scénario de base. Un autre type de rationnement purement quantitatif a ensuite été exploré, à savoir l'introduction d'un rationnement partiel mais systématique des demandes de liquidités adressées par les banques à la banque centrale (THEO 4). De la même manière que pour l'introduction d'une règle de croissance de la masse monétaire, si la banque fixe une règle systématique de rationnement partiel, le modèle atteint un état stable plus faible. Ces types de rationnement purement quantitatifs et fondés sur des règles ne sont pas macroéconomiquement souhaitables.

Pour étudier l'effet possible d'un rationnement quantitatif sur l'introduction du crédit spéculatif, nous avons introduit de la discrétion dans le modèle THEO 4. En d'autres termes, nous avons considéré une configuration où la banque centrale n'applique pas de rationnement partiel de manière systématique, mais le met en place en réponse au choc sur la demande de crédit spéculatif. Nous avons alors constaté que le rationnement quantitatif partiel, sous sa forme discrétionnaire, pouvait permettre de limiter l'ampleur du retournement financier observé à la suite de l'introduction du crédit spéculatif dans les modèles THEO 1 (système « normal ») et THEO 2 (SMS avec banque centrale accommodante). En revanche, sur le plan de la croissance économique, le rationnement quantitatif partiel entraîne une contraction de l'activité plus forte qu'en l'absence de rationnement. Dans cette perspective, une politique de rationnement purement quantitatif, quand bien même elle ne repose pas sur une règle, ne semble pas souhaitable. Ceci s'explique par le fait que ce type de rationnement s'applique aux quantités globales de crédit, sans prise en compte de la diversité des composantes de cette demande. C'est

pourquoi nous avons étudié la possibilité d'introduire un rationnement qualitatif, c'est-à-dire qui se focalise non sur l'ampleur de l'augmentation de l'actif des banques, mais plutôt sur sa composition, afin de remplir à la fois son objectif de croissance et celui de stabilité financière (THEO 5).

Pour intégrer cette dimension qualitative, la banque centrale peut s'appuyer sur la compartimentation des bilans bancaires telle que nous l'avons présentée à la fin du chapitre 1. Dans la mesure où chaque type d'actif bancaire est associé à un compartiment et qu'aucun transfert horizontal entre les compartiments n'est autorisé, ceux-ci sont étanches, ce qui implique que les ressources qui leur sont respectivement allouées par la banque centrale ne peuvent pas en sortir. Les banques, quand elles opèrent la gestion microéconomique du risque, sont en mesure de définir à quel compartiment de son bilan devra être associée la créance correspondante. Ainsi, quand elles sollicitent la banque centrale pour obtenir de nouvelles liquidités, elles sont en mesure de préciser, avant la délivrance des liquidités, la ventilation de celles-ci entre les différents compartiments. De cette manière la banque centrale dispose de l'information nécessaire pour opérer un rationnement ciblé, c'est-à-dire qui vise spécifiquement certains types d'actifs et non les quantités globales de financement. C'est dans la mesure où le rationnement est ciblé qu'il introduit la dimension qualitative. Dans notre modèle, il existe trois types d'actifs bancaires (les actions des entreprises, les crédits offerts aux entreprises et les crédits spéculatifs offerts aux ménages), donc trois compartiments. La demande totale de liquidités que les banques transmettent à la banque centrale est de même ampleur que dans les scénarios précédents. Quand la banque centrale rationne les liquidités à destination du compartiment visant à financer les crédits spéculatifs et ne rationne pas le financement des autres types d'actif, le modèle THEO 5 suit une trajectoire identique à la trajectoire de référence qu'est celle du modèle de base. À partir de notre exemple à trois compartiments, nous avons présenté les équations qui permettent de généraliser ce mode de fonctionnement à un nombre infini de compartiments. Nos simulations laissent donc penser qu'en opérant ainsi, la banque centrale pourrait être en mesure de satisfaire à la fois un objectif de croissance et un objectif de stabilité financière, ce qui n'était le cas ni en l'absence de rationnement ni avec le recours à des rationnements quantitatifs.

Le second volet de la modélisation proposait une série de modèles appliqués à l'Islande. Nous avons un double objectif, à savoir répliquer les faits stylisés observés d'une part et

réaliser des prévisions macroéconomiques d'autre part. Pour remplir le premier objectif, nous avons développé un modèle SFC en économie ouverte (AMELHIS 1) et nous l'avons calibré de manière à ce qu'à l'état stable il reproduise les faits stylisés observés pour l'année 2004 en Islande. Nous avons ensuite sélectionné trois paramètres du modèle que nous avons fait varier sur la base des données observées sur la période 2004 – 2016 (AMELHIS 1.a). Ces trois paramètres sont le taux de croissance de la zone euro, le taux de change vis-à-vis de l'euro et le taux d'intérêt directeur domestique. L'intégration de ces trois paramètres dans la simulation nous a donné une corrélation de 75.7% pour le taux de croissance du PIB réel et de 93.4% pour le taux d'inflation, par rapport aux données observées. Nous avons alors intégré des variations pour un quatrième paramètre, l'état de confiance des entreprises islandaises, afin d'affiner la simulation (AMELHIS 1.b). L'intégration de ce paramètre améliore la qualité de nos simulations, avec une corrélation qui passe à 93.2% pour le taux de croissance du PIB réel. La relativement bonne capacité du scénario AMELHIS 1.b à reproduire les faits stylisés de l'économie islandaise entre 2004 et 2016 nous indique que les quatre paramètres retenus sont déterminants. Il apparaît que la crise islandaise, si elle repose indéniablement sur des problématiques internes et sur les limites intrinsèques du régime de croissance tiré par la finance, peut néanmoins s'expliquer en grande partie par le ralentissement de la croissance européenne. La reprise quant à elle s'est largement appuyée sur un ajustement de change drastique et une réduction des taux directeurs.

Nous avons, pour terminer, cherché à utiliser notre modèle appliqué afin de réaliser des prévisions macroéconomiques pour 2020 – 2021, dans un contexte où la pandémie mondiale de la COVID-19 annonce un effondrement de la croissance mondiale. Nous avons recalibré notre modèle sur la période 2004 – 2016, afin de réaliser des simulations sur 2017 – 2021. Nous introduisons un choc en 2020 et 2021 sur la croissance de la zone euro. L'ampleur de ce choc est basée sur les prévisions de croissance publiées par le FMI. Il ressort de ces simulations qu'en l'absence de mesures pour résorber le choc, la récession devrait se poursuivre en 2021 (AMELHIS 2.a). Nous étudions alors l'effet d'un ajustement de change sur la trajectoire de reprise, puis celui d'un déficit budgétaire. La BCI estime que la dépréciation cumulée de la couronne entre 2017 et 2020 devrait s'établir à un niveau de 27%. Quand nous intégrons ce phénomène dans le modèle conjointement au choc sur la croissance européenne (AMELHIS 2.b), le taux de croissance du PIB est ramené à un niveau proche de zéro mais l'effet ne semble pas suffisant pour permettre un retour de la croissance. Les prévisions les plus récentes estiment

que le déficit budgétaire de l'Islande devrait s'établir à 300 milliards de couronne pour l'année 2020, soit environ 10% du PIB. Combiné avec le choc sur la croissance européenne, le déficit budgétaire semble en mesure de permettre une reprise de la croissance dès 2021 (AMELHIS 2.c), mais dans une mesure moindre que celles des prévisions islandaises. Enfin, quand nous combinons l'ajustement de change et la mise en place du déficit budgétaire dans les proportions mentionnées (AMELHIS 2.d), la simulation nous donne une trajectoire de reprise identique à celle prévue par les autorités islandaises. En effet, nous obtenons une corrélation de 99.4% entre nos simulations et les prévisions officielles pour la période 2019 – 2021. Ces modèles appliqués nous montrent à quel point la dynamique macroéconomique de l'Islande, petite économie ouverte, était liée à la croissance de ses partenaires commerciaux et aux évolutions du change. En ce sens, l'attention que nous avons portée aux contestations du pouvoir d'émission monétaire des banques ne doit pas faire oublier le rôle prépondérant du rythme de la croissance mondiale et des ajustements de change sur la dynamique macroéconomique domestique.

Les travaux entrepris dans le cadre de ce doctorat ouvrent des pistes de recherche futures, dont certaines ont déjà été entreprises en parallèle de la thèse, mais devront être poursuivies dans les prochaines années.

Dans la continuité du premier chapitre portant sur l'histoire monétaire et sur les contestations monétaires, nous nous sommes intéressés à différentes alternatives ayant émergé ou connu un regain d'intérêt à la suite de la crise de 2008. Nous pouvons ainsi signaler un travail traitant de la résurgence des monnaies locales et portant sur les différentes stratégies de digitalisation adoptées en ce domaine dans le cas français (Lung *et al.*, 2019)<sup>359</sup>. Un second travail publié s'intéresse quant à lui aux cryptomonnaies et à la blockchain (Malherbe *et al.*, 2019). Cette recherche va faire l'objet de deux extensions au cours de l'année à venir. En premier lieu, il a suscité l'intérêt des éditeurs d'une nouvelle collection chez Edward Elgar<sup>360</sup> et nous publierons, dans le cadre d'un ouvrage portant sur les monnaies alternatives, un chapitre qui aura pour titre « *From Bitcoin to Central Bank Digital Currencies : monetary alternatives in the digital ledger era* ». En second lieu, nous avons cherché à étudier l'émergence de

---

<sup>359</sup> Ce travail s'inscrit dans le cadre du projet MoLoNA (Monnaies Locales en Nouvelle-Aquitaine) qui est un projet de recherche financé par la région Nouvelle-Aquitaine et porté par Yannick Lung de l'Université de Bordeaux.

<sup>360</sup> *The Elgar Series on Central Banking and Monetary Policy*

<https://www.e-elgar.com/shop/usd/book-series/economics-and-finance/the-elgar-series-on-central-banking-and-monetary-theory.html>

nouveaux acteurs financiers portée par les innovations techniques récentes (*fintechs*) et analyser la manière dont ceux-ci modifient la structure du secteur bancaire en venant concurrencer les acteurs traditionnels<sup>361</sup>.

Le second chapitre fera quant à lui l'objet de deux extensions principales. Nous nous sommes d'abord intéressés plus en détails aux Guerres de la morue (1958 – 1976) et avons soumis une proposition de chapitre pour un ouvrage collectif pluridisciplinaire (économie, droit, sciences politiques)<sup>362</sup> portant sur les conflits armés. Ce chapitre suggère d'appréhender les Guerres de la morue comme un conflit d'appropriation de rente et montre comment ces épisodes conflictuels ont contribué à structurer le droit international de la mer<sup>363</sup>. Un second projet, visant à la rédaction d'un ouvrage en collaboration avec Lionel Cordier, traitera des mutations politiques et économiques de l'Islande à la suite de la crise. Il sera l'occasion de combiner et d'étendre les recherches doctorales les plus récentes sur l'Islande dans le champ académique français.

En matière de modélisation enfin, nous prévoyons de tirer du troisième chapitre deux articles distincts. Un article de modélisation appliquée qui s'appuierait sur la série de modèles AMELHIS et un article de modélisation théorique qui s'appuierait sur la série de modèles THEO. Au-delà des modèles développés dans la thèse *stricto sensu*, il nous semble que la structure compartimentée du secteur bancaire et les rationnements ciblés opérés par la banque centrale dans un SMS pour contenir les effets de levier spéculatifs pourraient être redéployés sur d'autres problématiques. Plus précisément, nous suggérons que ce type d'interactions entre banques et banque centrale pourrait avoir un intérêt pour aligner la politique du crédit et de la monnaie sur des objectifs liés à la transition écologique.

Le développement du champ de recherche portant sur les liens entre la politique monétaire et les questions de changement climatique et de transition écologique est relativement récent mais a déjà fait l'objet de publications notables (Aglietta, Espagne, 2016 ; Batten *et al.*, 2016 ; Scott *et al.*, 2017). Dans la littérature sur la modélisation macroéconomique écologique, on note d'une manière générale un recours croissant à la méthodologie SFC et un intérêt pour

---

<sup>361</sup> Ce papier a été soumis à la *Revue d'Economie Industrielle* pour un numéro intitulé « Economie numérique : enjeux concurrentiels, réglementaires et sociétaux » et est en cours de révision.

<sup>362</sup> Au sein du programme de recherche CONFLICTARM, porté par Jean Belin, Anne-Marie Tournepiche et Sébastien Laurent.

<sup>363</sup> Nous avons sur cette thématique publié une recherche préliminaire dans la *Revue Défense Nationale* (Malherbe, Fawaz, 2020).

les enjeux monétaires et financiers (Cahen-Fourot, Lavoie, 2016 ; Jackson, 2018 ; Dafermos *et al.*, 2018 ; Grasselli *et al.*, 2020). Dans la continuité de cette littérature, nous projetons d'élaborer dans un modèle SFC, un cadre pour la mise en œuvre d'une « politique monétaire verte » dans un SMS. Ce cadre s'inspirerait de celui développé dans le modèle THEO 5, dans la mesure où il s'agirait de classer les demandes de financement bancaire des agents non financiers, en fonction de leur impact écologique cette fois. En se fondant sur cette classification<sup>364</sup>, la banque centrale peut opérer des rationnements dans les compartiments de l'actif bancaire ayant un impact négatif et, au contraire, accommoder les demandes de financement solvables<sup>365</sup> dans les compartiments à impact positif. Les prises de position répétées de Christine Lagarde, présidente de la BCE, quant à l'importance de la prise en compte de la question environnementale dans la mise en œuvre de la politique monétaire, montrent que ce champ d'investigation est en plein développement<sup>366</sup>.

Au sein de l'eurozone se pose néanmoins le problème de la « neutralité de marché » que sont censées respecter les politiques de la BCE. Le régime de politique monétaire que nous proposons d'étudier dans le cadre d'un modèle SFC serait, par définition, contraire au principe de neutralité<sup>367</sup>. Celle-ci est cependant d'ores et déjà mise à mal par les politiques non conventionnelles, qu'il s'agisse des programmes d'achat de titres de dette publique ou d'entreprises. Nous pouvons aussi noter une évolution récente, entre une période où la BCE a mené ses politiques non-conventionnelles en affirmant que celles-ci respectaient le principe de neutralité de marché (Van't Klooster, Fontan, 2020), et une nouvelle ère, ouverte par les déclarations de Christine Lagarde et d'Isabel Schnabel en cette fin d'année 2020, suggérant que ce critère n'était probablement pas approprié pour guider les actions de la BCE<sup>368</sup>. Notons par ailleurs qu'au début du mois d'octobre 2020, la BCE vient de publier un rapport sur la mise en place d'une CBDC<sup>369</sup>. Si à ce stade la mise en œuvre n'est pas encore clairement définie, ce

---

<sup>364</sup> Se pose ici l'épineuse question de la classification des actifs en fonction de leur impact écologique. En effet, la mise en œuvre de rationnements ciblés sur certains types d'actifs au motif qu'ils auraient un impact environnemental négatif présuppose qu'ait été défini au préalable ce qui avait un impact positif et ce qui n'en avait pas. Sur ce type de questionnement, l'économiste est désarmé et il ne peut opérer qu'en coopération avec d'autres champs de connaissance.

<sup>365</sup> Il est en parallèle possible d'œuvrer, par des leviers fiscaux notamment, sur la solvabilité des différents secteurs.

<sup>366</sup> <https://www.ft.com/content/61ef385a-1129-11ea-a225-db2f231cfeae>  
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/climate/html/index.fr.html>

<sup>367</sup> Au-delà de la question de la neutralité de marché *stricto sensu*, c'est l'indépendance d'objectif de la BCE qu'il s'agirait aussi de repenser.

<sup>368</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-14/lagarde-says-ecb-needs-to-question-market-neutrality-on-climate>

<sup>369</sup> [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report\\_on\\_a\\_digital\\_euro~4d7268b458.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro~4d7268b458.en.pdf)

*digital cash* pourrait être émis en contrepartie du financement d'agents non-financiers, notamment des projets favorables à la transition écologique. En ce sens, nous observons un mouvement plutôt favorable à la mise en place d'une politique monétaire non neutre et qui pourrait, avec des outils innovants, être orientée vers des objectifs écologiques.

# Bibliographie

Aglietta, M. (1976), *Régulation et crises du capitalisme*, Calmann-Lévy, Paris.

Aglietta, M. (2008), *Macroéconomie financière*, La Découverte, Paris.

Aglietta, M. (2019), « Monnaie et confiance dans les sociétés marchandes », in Gaillet, A. *et al.* (eds), *La confiance : Un dialogue interdisciplinaire*, Presses de l'Université Toulouse 1 Capitole, Toulouse, pp. 103-113.

Aglietta, M., Espagne, E. (2016), « Climate and Finance Systemic Risks, more than an Analogy? The Climate Fragility Hypothesis », CEPII Working Paper 2016-10.

Aglietta, M., Orléan, A. (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob, Paris.

Aglietta, M., Orléan, A. (2018), « 2.6. Réflexions sur la nature de la monnaie », in Boyer, R. (ed), *La Théorie de la Régulation au fil du temps : Suivre l'évolution d'un paradigme au gré des transformations des capitalismes contemporains*, Éditions des maisons des sciences de l'homme associées, La Plaine-Saint-Denis, pp. 103-109.

Aglietta, M., Ould Ahmed, P., Ponsot, J-F. (2016), *La monnaie entre dettes et souveraineté*, Odile Jacob, Paris.

Agnarson, S. Árnason, R. (2003), « The Role of the Fishing Industry in the Icelandic Economy: A Historical Examination », W03:07, Institute of Economic Studies Working Paper Series.

Agnarson, S. Árnason, R. (2005), « Sjávarútvegur sem grunnatvinnuvegur á Íslandi » [The Fishery as the main industry in Iceland], *Fjármálatíðindi*, 52(2), pp. 14-35.

Ahn, J., Breton, R. (2010), « Titrisation, concurrence et rente bancaire », *Revue économique*, 61(3), pp. 431-439.

Aliber, R., Kindleberger C. P. (1978), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, 2015, Londres.

Aliber, R., Zoega, G. (2011), *Preludes to the Icelandic Financial Crisis*, Springer, New York.



Allais, M. (1947), *Economie et intérêt : Présentation nouvelle des problèmes fondamentaux relatifs au rôle économique du taux de leurs solutions*. Librairie des Publications Officielles, Paris.

Allais, M. (1967) : « Les conditions de l'expansion dans la stabilité sur le plan national », *Revue d'économie politique*, 77(1), pp. 5-31.

Allais, M. (1977), *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Hermann, Paris.

Allen, W. (1993), « Irving Fisher and the 100% Reserve Proposal », *Journal of Law and Economics*, 36(2), pp. 703-717.

Amable, B. (2005), *Les cinq capitalismes : diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, Seuil, Paris.

Amable, B. (2018), « 5.3. La diversité des capitalismes repose sur la complémentarité et la hiérarchie des institutions », in Boyer, R. (ed), *La Théorie de la Régulation au fil du temps : Suivre l'évolution d'un paradigme au gré des transformations des capitalismes contemporains*. Éditions des maisons des sciences de l'homme associées, La Plaine-Saint-Denis, pp. 231-233.

Andersen, P. S., Gudmundsson, M. (1998), « Inflation and Disinflation in Iceland », Working Paper No. 52, Bank for International Settlements.

Andreau J., Carré G., Carrié J-M., Lamouroux, C. (2007), « La fiduciarité des monnaies métalliques : une comparaison historique », in Théret, B. (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, volume 1, Éditions de l'EHESS, Paris, pp. 265-303.

Andrianova, Svetlana, Demetriades, P. O., Shortland, A. (2010), « Is Government Ownership of Banks Really Harmful to Growth? », DIW Berlin Discussion Paper No. 987.

Angell, J. W. (1927), « Reviewed Work: 'Wealth, Virtual Wealth, and Debt', by F. Soddy », *Political Science Quarterly*, 42(4), pp. 621–624.

Archer, D., Moser-Boehm, P. (2013), « Central bank finances », Monetary and Economic Department, Paper 71, Bank for International Settlements.

Arestis, P., & Sawyer, M. (eds.). (2017). *Economic Policies since the Global Financial Crisis*, Palgrave Macmillan, Londres.

Arslan, Y., Cantú, G. C. (2019), « The Size of Foreign Exchange Reserves », Working Paper No. 104, Bank for International Settlements.

Audier, S. (2012), *Néo-libéralisme(s). Une archéologie intellectuelle*, Grasset, Paris.

Babelon, E. (1909), « La théorie féodale de la monnaie », in *Mémoires de l'Institut national de France*, tome 38, pp. 279-348.

Backus, D., Brainard, W., Smith, G., Tobin, J. (1980) « A model of U.S. financial and non financial economic behavior », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 12(2), pp. 259-93.

Baldursson, F. M., Portes, R. (2013), « Gambling for resurrection in Iceland : the rise and fall of the banks », Discussion Paper No. DP9664, Center for Economic Policy Research.

Bank of England [BoE], (2020), « Central Bank Digital Currency. Opportunities, challenges and design », Discussion Paper.

Banque Centrale Européenne [BCE], (2004), « La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro », Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème, ISSN 1725-7263.

Barrdear, J. Kumhof, M. (2016), « The macroeconomics of central bank issued digital currencies », Working Paper 605, Bank of England.

Barry, S., Gualde, N. (2007), « La Peste noire dans l'Occident chrétien et musulman 1346/1347 – 1352/1353 », in Castex, D., Cartron, I. (eds), *Épidémies et crises de mortalité du passé*. Ausonius, Bordeaux, pp. 193-227.

Batten, S., Sowerbutts, R., Tanaka, M. (2016), « Let's Talk About the Weather: The Impact of Climate Change on Central Banks », Bank of England Staff Working Paper 603.

Baubeau, P. (2005), « Le capital de la Banque de France et le choix monétaire de la Reconstruction : analyse et enseignements des bilans d'une banque centrale », in Feiertag, O. (dir), *Mesurer la monnaie. Banques centrales et construction de l'autorité monétaire (XIXe-XXe siècle)*, Mission historique de la Banque de France, Albin Michel, Paris, pp. 169-192.

Bech, M. L., Garratt, R. (2017), « Central bank cryptocurrencies », *BIS Quarterly Review*, September.

Behuniak, T. E. (1978), « The Seizure and Recovery of the S.S. Nayaguez : A Legal Analysis of United States Claims. Part 1 », *Military Law Review*, 82, pp. 41-170.

Benediktsdottir, S., Danielsson, J., Zoega, G. (2011), « Lessons from a collapse of a financial system », *Economic Policy*, 26(66), pp. 183-231.

Benes, J., Kumhof, M. (2012), « The Chicago Plan Revisited », WP 12/202, International Monetary Fund.

Bergmann, E. (2014), *Iceland and the International Financial Crisis: Boom, Bust and Recovery*, Palgrave Macmillan, Londres.

Bergmann, E. (2015), « Populism in Iceland: Has the Progressive Party turned populist? », *Icelandic Review of Politics and Administration*, 11(1), pp. 33-54.

Bernholz, P. (2003), *Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships*, Edward Elgar, Cheltenham.

Besse, P. (1951), « Le Conseil National du Crédit », *Revue économique*, 2(5), pp. 578-590.

Biays, P. (1983), *L'Islande*, Presses Universitaires de France, Paris.

Blanc, J. (2000), *Les Monnaies Parallèles. Unité et diversité du fait monétaire*, L'Harmattan, Paris.

Blanc J., Lakócai, C. (2019), « Local currencies in France: A spatial representation », 59th ERSA Congress, 30/08/2019, Lyon.

Blanchard, O. (2015), « Looking forward, looking back », *IMF Survey Magazine*, en ligne, consulté le 29/10/2020. URL : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2015/RES083115A.htm>

Blancheton, B. (2016), « La Banque de France et le « prêt en dernier ressort » durant la crise de liquidité de l'été 1914 », in Bonin, H. (ed), *Crises et régulation bancaires : Les cheminements de l'instabilité et de la stabilité bancaires*, Droz, Genève, pp. 199-206.

Blanqui, A. (1843), *Histoire de l'Economie politique en Europe depuis les Anciens jusqu'à nos jours*, Guillaumin et Cie, 1882, Paris.

- Blooth, M. (2014), *The Almost Nearly Perfect People: Behind the Myth of the Scandinavian Utopia*, Random House, New York.
- Bonin, H. (1992), *La banque et les banquiers en France du Moyen-Age à nos jours*, Larousse, Paris.
- Bordin, G., Breuil, M. (2006), *Islande. Guide de l'île aux volcans*, Marcus, Paris.
- Bossone, B. (2001), « Should Banks Be Narrowed? », Working Paper No. 354, Levy Economics Institute of Bard College.
- Bourdieu, P. (2001), « Le mystère du ministère », *Actes de la recherche en sciences sociales*, 140, pp. 7-11.
- Bourdieu, P. (2012), *Sur l'État. Cours au Collège de France 1989-1992*, Points, 2015, Paris.
- Bourdieu, P., Chamboredon, J.-C., Passeron, J.-C. (1968), *Le Métier de sociologue*, Paris-La Haye, Éditions Mouton/Bordas, Paris - La Haye.
- Bouvier, J. (1989), *L'historien sur son métier. Etudes économiques, XIXe – XXe siècles*, Editions des archives contemporaines, Paris, pp. 291-346.
- Boyer, R. (1986), *La Théorie de la régulation : une analyse critique*, La Découverte, Paris.
- Boyer, R. (2015), *Economie politique des capitalismes. Théorie de la régulation et des crises*, La Découverte, Paris.
- Boyer-Xambeu, M.-T., Deleplace, G., Gillard, L. (1986), *Monnaie privée et pouvoir des princes*, Editions du CNRS, Paris.
- Brana, S. Cazals, M. (1997), *La monnaie*, Dunod, Paris.
- Braudel F. (1958), « Histoire et Sciences sociales : La longue durée », *Annales. Économies, Sociétés, Civilisations*. 13(4), pp. 725-753.
- Bresser-Pereira, L. C. « The global financial crisis, neoclassical economics, and the neoliberal years of capitalism », *Revue de la régulation*, 7, mis en ligne le 18/062010, consulté le 21/10/2020. URL : <http://journals.openedition.org/regulation/7729>

Bridey, E. (1906), *Nicole Oresme. La théorie de la monnaie au XIVe siècle*, V. Giard & E. Brière, Paris.

Bunea, D., Karakitsos, P., Merriman, N., Studener, W. (2016), « Profit distribution and loss coverage rules for central banks », Occasional Paper Series, 196/2016, European Central Bank.

Byrialsen, M. R., Raza, H. (2020), « An Empirical Stock-Flow Consistent Macroeconomic Model for Denmark », Working Paper No. 942, Levy Economics Institute of Bard College.

Calafell, J. G., del Bosque, R. P. (2002), « The Ration of International Reserves to Short-Term External Debt as Indicator of External Vulnerability: Some Lessons From the Experience of Mexico and Other Emerging Economies », G24 Research Papers.

Cahen-Fourot, L., Lavoie, M. (2016), « Ecological monetary economics: A post-Keynesian critique », *Ecological Economics*, 126(C), pp. 163-168.

Carey, D. (2009), « Iceland: The Financial and Economic Crisis », Working Papers 725, OECD Economics Department.

Caverzasi, E., Godin, (2014), « A Post-Keynesian stock-flow-consistent modelling: a survey », *Cambridge Journal of Economics*, 39(1), pp. 157-187.

Central Bank of Iceland [CBI] (2007), « Financial Stability Report », en ligne, consulté le 22/08/2020. URL : [https://www.cb.is/library/Skraarsafn---EN/Financial\\_Stability/2007/2007-enska.pdf](https://www.cb.is/library/Skraarsafn---EN/Financial_Stability/2007/2007-enska.pdf)

Central Bank of Iceland [CBI] (2016), « Economy of Iceland », en ligne, consulté le 22/08/2020. URL : [https://www.cb.is/library/Skraarsafn---EN/Economy-of-Iceland/2016/Economy\\_of\\_Iceland\\_2016.pdf](https://www.cb.is/library/Skraarsafn---EN/Economy-of-Iceland/2016/Economy_of_Iceland_2016.pdf)

Chartier, D. (2010), *La spectaculaire déroute de l'Islande*, Presses de l'Université du Québec, Québec.

Chartier, D. (2011), *The End of Iceland's Innocence: The Image of Iceland in the Foreign Media During the Financial Crisis*, University of Ottawa Press, Ottawa.

Chavagneux, C. (2011), *Une brève histoire des crises financières. Des tulipes aux subprimes*, La Découverte, 2013, Paris.

Chavance, B. (2018), *L'économie institutionnelle*, La Découverte, Paris.

Clough, S. (1966). « *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle* de Maurice Lévy-Leboyer », *The Journal of Economic History*, 26(1), pp. 128-129.

Comité Spécial d'Investigation [CSI], (2010a), « Atburðarásin frá því að beiðni Glitnis banka hf. um fyrirgreiðslu kom fram þar til bankarnir féllu » [Le cours des événements depuis la requête de Glitnir jusqu'à l'effondrement des banques], Chapitre 20, Reykjavik.

Comité Spécial d'Investigation [CSI], (2010b), « Causes of the Collapse of the Icelandic Banks - Responsibility, Mistakes and Negligence », Chapitre 21, Reykjavik.

Commons, J. (1934), *Institutional Economics. Its Place in Political Economy*, Transactions publishers, 1990, Londres.

Contamine, P. (1997), *L'économie Médiévale*, Armand Colin, Paris.

Conti, N., Hutter, S., Nanou, K. (2018), « Party competition and political representation in crisis: An introductory note », *Party Politics*. 24(1), pp. 3-9.

Conybeare, J. A. C. (1987), *Trade wars: The theory and practice of international commercial rivalry*, Columbia University Press, New York.

Copeland, M. (1949), « Social Accounting for Money flows », *Accounting Review*, 24(3), pp. 254-264.

Copeland, M. (1952), *A Study in Money Flows in the United States*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Cordier, L. (2016), « La politique islandaise piratée », *Nordiques*, 32(2), pp. 61-76.

Cordier, L. (2019), « En finir avec l'illusion boréale. Utopie du Grand Nord et promotion de la blancheur », *Revue du crieur*, 3(14), p. 50-59.

Cordier, L. (2020), « Crise démocratique et mutations contemporaines de la représentation politique : l'exemple islandais (2008-2017) », thèse de doctorat préparée sous la direction de Nathalie Dompnier et Irma Erlingsdóttir, soutenue le 08/12/2020 à l'université Lyon 2.

Coriat, B., Boyer, R. (1984), « Innovations dans les institutions et l'analyse monétaires américaines : les *greenbacks* « revisités » », *Annales. Économies, Sociétés, Civilisations*. 39(6), pp. 1330-1359.

Coupey-Soubeyran, J. (2016), « IV / Les réformes bancaires ont-elles été poussées trop loin ? », in CEPII (ed), *L'économie mondiale 2017*, La Découverte, Paris, pp. 57-72.

Courbis, B., Froment, É., Servet, J-M. (1990), « A propos du concept de monnaie », *Cahiers d'économie politique*, 18, pp. 5-29.

Cripps, F., Godley, W. (1976), « A formal analysis of the Cambridge economic policy group model », *Economica*, 43(172), pp. 335-48.

Cripps, T., Fetherston, M., Godley, W. (1974) « Public Expenditure and the Management of the Economy », in *Public Expenditure, Inflation and the Balance of Payments*, Ninth Report from the Expenditure Committee, Session July 1974, HC328, Her Majesty's Stationery Office, Londres.

Currie, L. (1934a), *The Supply and Control of Money in the United States*, Russell & Russell, 1968, New York.

Currie, L. (1934b), « A Proposed Revision of the Monetary System of the United States », remis à Henry Morgenthau en septembre 1934, réimprimé en 1968 dans *The Supply and Control of Money in the United States*, Russell & Russell, New York, pp. 195-226.

Cutting, B. (1934), « Is Private Banking Doomed? », *Liberty*, May 1934, pp. 7-10.

Dafermos, Y., Nikolaidi, M., Galanis, G. (2018), « Climate Change, Financial Stability and Monetary Policy », *Ecological Economics*, 152, pp. 219-234.

Danielsson, J., Zoega, G. (2009), « The Collapse of a Country », W09:03, Institute of Economic Studies.

de Almeida Mendes, A. (2008) « Les réseaux de la traite ibérique dans l'Atlantique nord (1440-1640), *Annales. Histoire, Sciences sociales*, 4, pp. 739-768.

De Brunhoff, S. (1971), *L'offre de monnaie : critique d'un concept*, François Maspero, Paris.

De Roover, R. (1946), « Le contrat de change depuis la fin du treizième siècle jusqu'au début du dix-septième », *Revue belge de philologie et d'histoire*, 25(1-2), pp. 111-128.

Demeulemeester, S. (2018), « The 100% money proposal and its implications for banking: the Currie-Fisher approach versus the Chicago Plan approach », *European Journal of the History of Economic Thought*, 25(2), pp. 357-387.

Demeulemeester, S. (2019), « La proposition 100% monnaie des années 1930 : clarification conceptuelle et analyse théorique », thèse de doctorat préparée à l'École Normale Supérieure de Lyon, soutenue le 06/12/2019.

Demker, M. (2006), « Essor et déclin du modèle nordique à cinq partis ». *Revue internationale de politique comparée*, 13(3), pp. 469-482.

Denizet, J. (1982), *Monnaie et financement dans les années 80*, Dunod, Paris.

Dhaene, G., Barten, A. P. (1989), « When it all began: The 1936 Tinbergen model revisited », *Economic Modelling*, 6(2), pp. 203-219.

Diggins, J. P. (1972), *Mussolini and Fascism: The View from America*, Princeton Legacy Library, Princeton.

DiNunzio, M. (2014), *The Great Depression and New Deal: Documents Decoded*, ABC-CLIO, Santa Barbara.

Do Vale, A., Malherbe, L. (2017), « Towards a structural analysis of central bank independence from the banking sector: the case of a Sovereign Money System », 2<sup>nd</sup> Post-keynesian and institutionalist conference, Grenoble.

Don, F. J. H. (2019), « The Influence of Jan Tinbergen on Dutch Economic Policy », *De Economist*, 167, pp. 259-282.

Dornbusch, R., Fischer, S. (1991), « Moderate Inflation », Working Paper No. 3896, National Bureau of Economic Research.

Dos Santos, C. H. (2006), « Keynesian theorising during hard times: stock-flow consistent models as an unexplored 'frontier' of Keynesian macroeconomics », *Cambridge Journal of Economics*, 30(4), pp. 541-565.



Dos Santos, C. H., Macedo e Silva, A.C. (2010), « Revisiting “New Cambridge” : The Three Financial Balances in a General Stock-flow Consistent Applied Modeling Strategy », Working Paper 594, Levy Economics Institute of Bard College.

Douglas, P., Fisher, I., Graham, F., Hamilton, E., King, X., Witthlessey, C. (1939), « A program for monetary reform », initialement non publié, puis diffusé par le Kettle Pond Institute (sans la permission des auteurs originaux), en ligne, URL : <http://www.economicstability.org/history/a-program-for-monetary-reform-the-1939-document>

Duindam, J. (2004), « Norbert Elias et la cour : l’observateur attentif face au grand théoricien » in Chevalier, S., Privat, J-M. (dirs), *Norbert Elias et l’anthropologie : « Nous sommes tous si étranges... »*, CNRS Éditions, Paris.

Duménil, G., Lévy, D. (2012), « Dynamiques des modes de production et des ordres sociaux », *Actuel Marx*, 52(2), pp. 130-148.

Durkheim, E. (1937), *Les règles de la méthode sociologique*, Quadrige / PUF, 2007, Paris.

Dyson, B., Greenham, T., Ryan-Collins, J., Werner, R. A. (2011), « Towards a Twenty-First Century Banking and Monetary System », Submission to the Independent Commission on Banking.

Dyson, B., Hodgson, G. (2016), « Digital Cash: Why Central Banks Should Start Issuing Electronic Money? », Positive Money, Londres.

Dyson, B., Hodgson, G., Jackson, A. (2015), « Would a Sovereign Money System be Flexible Enough? », Positive Money, Londres.

Dyson, B., Hodgson, G., Van Lerven, F. (2016a), « A response to critiques of ‘full reserve banking’ », *Cambridge Journal of Economics*, 40(5), pp. 1351-1361.

Dyson, B., Hodgson, G., Van Lerven, F. (2016b), « Sovereign Money: An Introduction », Positive Money, Londres.

Dyson, B., Jackson, A., Hodgson, G. (2014), « Switching to a Full Sovereign Monetary System », Positive Money, Londres.

Edwards, S. (2017), « Gold, the Brains Trust, and Roosevelt », *History of Political Economy*, 49(1), pp. 1-30.

Eggertson, T., Herbertsson, T. T. (2005), « Evolution of Financial Institutions: Iceland's Path from Repression to Eruption », W05:10, Institute of Economic Studies.

Elias, N. (1969), *La Société de cour*, traduit par Kamnitzer, P., Etoré, J. Flammarion, 1985, Paris.

Eltis, D. (2001), « The Volume and Structure of the Transatlantic Slave Trade: a Reassessment », *The William and Mary Quarterly*, 58, pp. 17-46.

Epstein, G. (2001), « Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy », Manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts.

Epstein, G. (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.

Favoreu, L. (1974), « Les arrêts de la Cour Internationale de Justice relatifs à la compétence en matière de pêcheries (Royaume-Uni c/ Islande et République fédérale d'Allemagne c. Islande — Arrêts du 25 juillet 1974) », *Annuaire Français de Droit International*, 20, pp. 253-285.

Fawaz, M., Malherbe, L. (2021), « Guerres de la Morue : un conflit d'appropriation producteur de règles », proposition de chapitre pour un ouvrage collectif interdisciplinaire sur la thématique des conflits, projet de recherche CONFLICTARM.

Feiertag, O. (2005), « Introduction : pour une histoire de l'autorité monétaire des banques centrales », in Feiertag, O. (dir), *Mesurer la monnaie. Banques centrales et construction de l'autorité monétaire (XIXe-XXe siècle)*, Mission historique de la Banque de France, Albin Michel, Paris, pp. 13-26.

Feinman, R. (1981), *Twilight of Progressivism: The Western Republican Senators and the New Deal*, John Hopkins University Press, Baltimore.

Fimbel, E., Karyotis, C. (2011), « La titrisation : dispositif emblématique de la financiarisation irresponsable et facteur de risques sociétaux inédits », *Management & Avenir*, 48(8), pp. 289-308.

Fisher, I. (1932), *Booms and Depressions*, Adelphy Company, New York

- Fisher, I. (1933), « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, 1, pp. 337-357.
- Fisher, I. (1934), « Monetary Cure for Depression, Address to the Controllers Institute of America, September 18 1934 », *The Controller*, 2, pp. 155-168.
- Fisher, I. (1935), *100% Money: Designed to Keep Checking Banks 100% Liquid; to Prevent Inflation and Deflation; Largely to Cure or Prevent Depressions; and to Wipe out Much of the National Debt*, The Adelphi Company, New York.
- Fisher, I. (1936a), « 100% and the public debt », *Economic Forum*, April-June 1936, pp. 406-420.
- Fisher, I. (1936b), « 100% Money Again », *Social Research*, May, pp. 236-244.
- Fisher, I. (1936c), « The Bankers' Interest in 100% Money », *The Bankers Magazine*, October, pp. 285-288.
- Fitzgerald, C.P. (1954), *China, A short cultural history*, The Cresset Press, Londres.
- Flood, M. D. (1992), « The Great Deposit Insurance Debate », *Federal Reserve bank of St. Louis Review*, 74(4), pp. 51-77.
- Fontana, G., Sawyer, M. (2016), « Full Reserve Banking: More 'Cranks' Than 'Brave Heretics' », *Cambridge Journal of Economics*, 40(5), pp. 1333-1350.
- Fontana, G., Sawyer, M. (2017), « A rejoinder to "A response to critiques of 'full reserve banking'" », *Cambridge Journal of Economics*, 41(6), pp. 1741-1748.
- Friedman, M. (1960), *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York.
- Friedman, M. (1963), *Inflation: Causes and Consequences*, Asia Publishing House, New York.
- Friedman, M., Schwartz, A. (1963), *A Monetary History of the United States, 1863-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Fullwiler, S., Bell, S., Wray, L. (2012), « Modern Money Theory: A Response to Critics », *History of Economics Electronic Journal*, 10.2139/ssrn.2008542.

Fungáčová, Z., Iftekhar, H., Weill, L. (2019), « Trust in bank », *Journal of Economic Behavior & Organization*, 157(C), pp. 452-476.

Galbraith, J. K. (1975), *L'argent*, Gallimard, 1994, Paris.

Galeano, Eduardo (1971), *Las venas abiertas de América Latina*, Siglo XXI, 2004, Buenos Aires.

Germe, J. (1967), « L'essor de la pêche en Norvège, au Danemark, en Islande à l'heure des difficultés de la pêche dans l'Europe du Nord-Ouest », *Hommes et Terres du Nord*, 2, pp. 23-48.

Gillard, L. (1982), « Unités de compte et espèces monnayées au moyen âge », *Médiévales*, 1, pp. 85-88.

Gislain, J-J. (2002), « Causalité institutionnelle : la futurité chez J. R. Commons », *Économie et institutions*, 1, pp. 47-66.

Godelier, M. (1974), « La notion de “mode de production asiatique” et les schémas marxistes d'évolution des sociétés », in Centre d'Etudes et de Recherches Marxistes (ed), *Sur le mode de production asiatique*, Editions sociales, Paris, pp. 47-100.

Godley, W. (1996), « Money, Finance and National Income Determination: An Integrated Approach », Working Paper 167, Levy Economics Institute of Bard College.

Godley, W. (1997), « Macroeconomics without equilibrium or disequilibrium », Working Paper No. 205, Levy Economics Institute of Bard College.

Godley, W. (1999), « Seven unsustainable processes: Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World », Strategic Report, Levy Economics Institute of Bard College.

Godley, W., Cripps, F. (1983), *Macroeconomics*, Fontana, Londres.

Godley, W., Lavoie, M. (2007), *Monetary Economics. An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Palgrave Macmillan, Londres.

Godley, W., Wray, L. (1999), « Can Goldilocks Survive? », Policy Note 1999/4, Levy Economics Institute of Bard College.

Golembe, C. (1960), « The Deposit Insurance Legislation of 1933: An Examination of Its Antecedents and Its Purposes », *Political Science Quarterly*, 75(2), pp. 181-200.

Graeber, D. (2013), *Dettes : 5000 ans d'histoire*, Les Liens Qui Libèrent, Paris.

Grasselli, M. R., Holmes, E., Presta, D., Bolker, B., Giraud, G., Espagne, E., Yilmaz, D., Godin, A., Pedraza-Ramirez, J. M., Pather, V., Sibisi, N., Wolhleben, K. (2020), « Stock-flow consistent models and Climate-Economy Modelling », OECD-NAEC Masterclasses, 06/03/2020, Paris.

Gudmundsson, B. R. (2015), « Financialisation and financial crisis in Iceland, Working Paper No. 55/2015, Institute for International Political Economy.

Guðmundsson, G. J. (2006), « The cod and the cold war », *Scandinavian Journal of History*, 31(2), pp. 97-118.

Gudmundsson, J. S. (2016), « The Political Economy of Icelandic Nationalism. The Rise of the Rhetoric of 'National Interests' », B.A thesis, Department of Social Sciences, University of Bifröst.

Gudmundsson, M. (2002), « Exchange rate arrangements of microstates: general assessment and the case of Iceland », Papier présenté à la conférence « Iceland and the world economy : Lessons for small countries in the era of globalization », Harvard University.

Gudmundsson, M. (2010), « The financial crisis in Iceland and the fault lines in cross-border banking », présentation du gouverneur de la Banque Centrale d'Islande, FIBE, 7 janvier 2010, Bergen.

Gudmundsson, M., Krstinsson, Y. Ö. (1997), « Monetary Policy in Iceland during the nineties », in Bank of International Settlements (ed), *Monetary Policy in the Nordic Countries after 1992*, Policy Discussion Papers 2.

Gudmundsson, M., Pétursson, T. G., Sighvatsson, A. (2000), « Optimal Exchange Rate Policy: The Case of Iceland » Working Paper 08, Department of Economics, Central bank of Iceland.

Guttentag, J. M., Herring, R. (1986), « Disaster myopia in international banking », Princeton University Press, Princeton.

Halbwachs, M. (1912), *La Classe ouvrière et les niveaux de vie. Recherche sur la hiérarchie des besoins dans les sociétés industrielles contemporaines*, Gordon and Breach, Paris, 1970.

Hallgrímsdóttir, H. K., Brunet-Jailly, E. (2016), « Contentious Politics, Political Expediency, and the Real Costs of the Icesave Debt », in Ingimundarson, V., Urfalino, P., Erlingsdóttir, I. (eds) *Iceland's Financial Crisis : The Politics of Blame, Protest, and Reconstruction*, Routledge, Londres, pp. 103-120.

Hamilton, W. (1932), « Institution », in Seligman, E., Johnson, A. (dirs), *Encyclopedia of the Social Sciences*, volume 8, Macmillan, New York.

Hamon, D., Keller, I. (1997), *Fondements et étapes de la construction européenne*, Presses Universitaires de France, Paris.

Harribey, J-M., Jeffers, E., Marie, J., Plihon, D., Ponsot, J-F. (2018), *La monnaie. Un enjeu politique*, Seuil, Paris.

Hart, A. (1935), « The 'Chicago Plan' of Banking Reform, a Proposal for Making Monetary Management Effective in the United States », *Review of Economic Studies*, 2(2), pp. 104-116.

Hautcoeur, P-C. (2011), « Les transformations du crédit en France au XIXe siècle », *Romantisme*, 151(1), pp. 23-38.

Helgason, O. H. (2015), *Party premiums. Material incentives and political participation in Iceland*, B.S thesis in economics, University of Iceland, School of Social Sciences.

Helmer, É. (2015), « Platon et Aristote ou les pouvoirs politiques de la monnaie », *Revue du MAUSS*, 46(2), pp. 363-384.

Hemphill, R. (1934), « Coming Changes in Money and Banking », *Magazine of Wall Street*, November, pp. 66-69.

Hermet, G. (1989), *La guerre d'Espagne*, Seuil, Paris.

Herrenschmidt, C. (2004), « De la monnaie frappée et du mythe d'Artémis », *Techniques & Culture*, 43-44(1), mis en ligne le 15/04/2007, consulté le 28/08/2019. URL : <http://journals.openedition.org/tc/1222>

Hjálmarsson, J. R. (2007), *History of Iceland: From the Settlement to the Present Day*, Forlagið, Reykjavik.

Honohan, P., Orphanides, A. (2018), « Reassessing Iceland's Monetary Regime », Rapport remis au gouvernement islandais en février 2018, version augmentée de juin 2018.

Huber, J. (2017), *Sovereign Money. Beyond Reserve Banking*, Palgrave Macmillan, Londres.

Huber, J., Robertson, J. (2000), *Creating New Money*, New Economic Foundation, Londres.

Ingham, G. (2004), *The Nature of Money*, Polity Press, Cambridge.

International Monetary Fund [IMF] (2006), « Iceland: 2006 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion », IMF Country Report No. 06/296.

International Monetary Fund [IMF] (2014), « Iceland: Fourth Post-Program Monitoring Discussions—Staff Report ; Press Release ; and Statement by the Executive Director for Iceland », IMF Country Report No. 14/194.

International Monetary Fund [IMF] (2020), « A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery », World Economic Outlook Update, June 2020.

Jackson, A. (2012), « Can Full Reserve Banking actually even stop credit-money creation? The Chicago Plan v. Positive Money », consulté le 18/07/2019, URL : <https://clintballinger.edublogs.org/2012/12/25/can-full-reserve-banking-actually-even-stop-credit-money-creation-the-chicago-plan-v-positive-money/>

Jackson, A. (2018), « A stock-flow consistent framework for the analysis of stranded assets and the transition to a low carbon economy », PhD in Environment and Sustainability, University of Surrey.

Jackson, A., Dyson, B. (2013), *Modernising Money: Why Our Monetary System is Broken and How it Can be Fixed*, Positive Money, Londres.

Jacoud G., Tiran, A. (2014), « Les faits monétaires et financiers en Europe du seizième au dix-huitième siècle », in Blanc J., Desmedt, L. (dirs), *Les pensées monétaires dans l'histoire : l'Europe, 1517-1776*, Garnier, Paris, pp. 45-116.

Jakobsson, S., Halfdanarson, G. (2016), *Historical Dictionary of Iceland*, Rowman & Littlefield, Lanham.

Jóhannesson, G. T. (2004), « How 'cod war' came: the origins of the Anglo-Icelandic fisheries dispute, 1958–61 », *Historical Research*, 77(198), pp. 543-574.

Jóhannesson, G. T. (2005), *Sympathy and self-interest. Norway and the Anglo-Icelandic Cod Wars*. Forsvarsstudier [Institute for Defense Studies], Oslo.

Jóhannesson, G. T. (2013), *The History of Iceland*, Greenwood, Westport.

Jóhannesson, J. (2007), *A History of the Old Icelandic Commonwealth : Islendinga Saga*, University of Manitoba Press, Winnipeg.

Jóhannesson, Ó. (1953), « La vie politique en Islande », *Revue française de science politique*, 3(4), pp. 816-831.

Jonas, S. (1980), « La dialectique des modes de production », *L'Homme et la société*, (55-58), pp. 131-140.

Johnsen, G. (2014), *Bringing Down the Banking System: Lessons from Iceland*, Palgrave Macmillan, Londres.

Johnsen, G. (2016), « The Rise and Fall of a Financial Empire: Looking at the Banking Collapse from the Inside Out », in Ingimundarson, V., Urfalino, P., Erlingsdóttir, I. (eds) *Iceland's Financial Crisis : The Politics of Blame, Protest, and Reconstruction*, Routledge, Londres, pp. 37-56.

Jónsson, G. (2014), « Iceland and the Nordic Model of Consensus Democracy », *Scandinavian Journal of History*, 39(4), pp. 510-528.

Jónsson, H. (1982), *Friends in conflict: the anglo-icelandic cod wars and the law of the sea*, Hurst Publishers, Londres.

Jónsson, I. (2010), « The transnational capitalist class and the mini-Keiretzu system in Iceland », in Winther, G. (ed) *The Political Economy of Northern Regional Development*, Nordic Council of Ministers, pp. 147-162.



Jónsson, Á., Sigurgeirsson, H. (2016), *The Icelandic Financial Crisis. A Study into the World's Smallest Currency Area and its Recovery from Total Banking Collapse*, Palgrave Macmillan, Londres.

Jordà, Ò., Schularick, M., Taylor, A. (2013), « When Credit Bites Back », *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(2), pp. 3–28.

Jorion, P. (2009), « Risk Management Lessons From the Credit Crisis », *European Financial Management*, 15(5), pp. 923 – 933.

Kalecki, M. (1937), « The principle of increasing risk », *Economica*, 4(16), pp. 440-447.

Keen, S. (1995), « Finance and economic breakdown: modeling Minsky's "financial instability hypothesis" », *Journal of Post Keynesian Economics*, 17(4), pp. 607-635.

Keen, S. (2009), « Household Debt: The Final Stage in an Artificially Extended Ponzi Bubble », *Australian Economic Review*, 42(3), pp. 347-357.

Kelton, S. (2020), *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, Hachette UK, Londres.

Kennedy, S. (1973), *The Banking Crisis of 1933*, University of Kentucky Press, Louisville.

Keynes, J. M. (1923), *A tract on Monetary Reform*, reproduit en partie dans *Sur la monnaie et l'économie*, Payot, 2009, Paris, pp. 13-42.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, 2017, Paris.

Klein, L. (1950), *Economic Fluctuation in the United States, 1921-41*, John Willey and Sons Inc, New-York.

Knapp, G. F. (1905), *The State Theory of Money*, Macmillan, 1924, Londres.

Knight, F. (1927), « Review of Frederick Soddy's 'Wealth, Virtual Wealth, and Debt' », *The Saturday Review of Literature*, 16/04/1927, p. 732.

Knight, F., Cox, G. Director, A., Douglas, P., Hart, A., Mints, L., Schultz, H., Simons, H. (1933), « Memorandum on Banking Reform », Franklin D. Roosevelt Presidential Library, President's Personal File 431, reproduit dans Phillips (1995, pp. 191-198).

KPMG (2016), *Money Issuance. Alternative Monetary Systems*, rapport commandé par le bureau du Premier Ministre d'Islande, en ligne, consulté 22/08/2020. URL : <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/is/pdf/2016/09/KPMG-MoneyIssuance-2016.pdf>

Kregel, J. (2012), « Minsky and the Narrow Banking Proposal: No Solution for Financial Reform », Public Policy Brief 125, Levy Economics Institute of Bard College.

Kriesi, H. (2015), « Political mobilization in times of crises: The relationship between economic and political crises », in Giugni, M., Grasso, M. (eds), *Austerity and protest: Popular contention in times of economic crisis*, Routledge, Londres, pp. 19-33.

Kristinsson, G. H. (1991), *Farmers' Parties: A Study in Electoral Adaptation*, Felagsvísindastofnun Háskóla Íslands, Reykjavík.

Kristjánsson, S. (1979), « The electoral basis of the Icelandic independence party, 1929–1944 », *Scandinavian Political Studies*, 2(1), pp. 31-52.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (2002), « Government Ownership of Banks », *The Journal of Finance*, 57, pp. 265-301.

Lacoue-Labarthe, D. (2005), « La France a-t-elle connu des paniques bancaires inefficaces ? Une analyse exploratoire de la crise des années trente », *Revue d'économie politique*, 115(5), pp. 633-656.

Lacoue-Labarthe, D. (2016), « In search of the banking regulator amid US financial reforms of the 1930s », in Bonin, H. (ed), *Crises et régulation bancaires. Les cheminements de l'instabilité et de la stabilité bancaires*, Droz, 2016, Paris, pp. 207-242.

Lagoa, S., Leao, E., Barradas, R. (2014), « Risk management, the subprime crisis and financialisation: the role of risk management in the generation and transmission of the subprime crisis », Working Paper 37, Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project.

Lainà, P. (2015), « Proposals for Full-Reserve Banking: A Historical Survey from David Ricardo to Martin Wolf », *Economic Thought*, 4(2), pp. 1-19.

Lainà, P. (2018), « Money creation under full-reserve banking: a stock–flow consistent model », *Cambridge Journal of Economics*, 43(5), pp. 1219-1249.

Lakomski-Laguerre, O., Desmedt, L. (2015), « L’alternative monétaire Bitcoin : une perspective institutionnaliste », *Revue de la régulation*, 18(2), mis en ligne le 20/12/2015, consulté le 30 juin 2019. URL : <http://journals.openedition.org/regulation/11489>

Lamouroux, C. (2007), « Bureaucratie et monnaie dans la Chine du XI<sup>e</sup> siècle : les désordres monétaires au Shaanxi », in Théret, B. (ed) *La monnaie dévoilée par ses crises*, volume 1, Editions de l’Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Paris, pp. 171-204.

Lang, W. W., Jagtiani, J. A. (2010), « The Mortgage and Financial Crises: The Role of Credit Risk Management and Corporate Governance », *Atlantic Economic Journal*, 38, pp. 295-316.

Larue, L., Fontan, C., Sandberg, J. (2020), « The promises and perils of central bank digital currencies », à paraître dans le numéro 28 de la *Revue de la Régulation*, décembre 2020.

Laurentjoye, T., Malherbe, L. (2019), « Éléments institutionnalistes pour la mise en perspective historique du concept de monnaie endogène », *Revue de la régulation*, 26, mis en ligne le 31/01/2020, consulté le 30/10/2020. URL : <http://journals.openedition.org/regulation/15602>

Lavoie, M. (1984), « The Endogenous Flow of Money and the Post-Keynesian Theory of Money », *Journal of Economic Issues*, 18(4), pp. 771-797.

Lavoie, M., Godley, W. (2001), « Kaleckian Models of Growth in a Coherent Stock-Flow Monetary Framework: A Kaldorian View », *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(2), pp. 277-311.

Le Bourva, J. (1962), « Création de la monnaie et multiplicateur de crédit », *Revue Economique*, 13(1), pp. 29-56.

Le Goff, J. (1969), *Marchands et banquiers du moyen-âge*, Que Sais-Je, Presses Universitaires de France, Paris.

Le Goff, J. (1996), *Saint Louis*, Gallimard, Paris.

Le Héron, E. (1984), « Neutralité et contraintes monétaires », thèse préparée sous la direction du doyen Alain Barrère (Paris I Panthéon-Sorbonne), soutenue en mai 1984.

Le Héron, E. (1986), « Généralisation de la préférence pour la liquidité des banques et financement de l'investissement », *Economie et Sociétés*, (6-7), pp. 67-93.

Le Héron, E. (2002), « La préférence pour la liquidité des banques : une analyse post-keynésienne du comportement bancaire », *Les Cahiers lillois d'économie et de sociologie*, 38, pp. 97-132.

Le Héron, E. (2008a), « La politique monétaire est un art, pas une science, elle est donc discrétionnaire », in Le Héron, E., Moutot, P., *Les banques centrales doivent-elles être indépendantes ?*, Prométhée, Quétigny, pp. 102-103.

Le Héron, E. (2008b), « Pour une banque centrale responsable », in Le Héron, E., Moutot, P., *Les banques centrales doivent-elles être indépendantes ?*, Prométhée, Quétigny, pp. 115-120.

Le Héron, E. (2009), « Fiscal and Monetary Policies in a Keynesian Stock-Flow Consistent Model », GEMF Working Papers 2009-01, University of Coimbra.

Le Héron, E. (2012), « Une courte histoire du statut de la monnaie », Document de travail, Les Economistes Atterrés.

Le Héron, E. (2013), *À quoi sert la Banque centrale européenne*, La Documentation Française, Paris.

Le Héron, E. (2020), « Endogenous money, liquidity preference and confidence: for a qualitative theory of money », in Rochon, L-P., Bougrine, H. (eds), *Credit, Money and Crises in Post-Keynesian Economics*, Edward Elgar, Londres.

Le Héron, E., Marouane, A. (2015), « A history of contemporary post Keynesian SFC model », *Cahiers du GREThA*, 2015-15, Groupe de Recherche en Economie Théorique et Appliquée (GREThA).

Le Héron, E., Marouane, A. (2019), « Chocs politiques et croissance économique : perspectives pour la Tunisie », *Économie Appliquée*, LXIX (1).

Le Héron, E., Mouakil, T. (2008), « A Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model For Dynamic Analysis Of Monetary Policy Shock On Banking Behaviour », *Metroeconomica*, 59(3), pp. 405-440.

Le Roux, N. (2001), *La faveur du roi*, Champ Vallon, Ceyzérieu.

Leclair, M. (2017), « Une inflation modérée depuis le passage à l'euro », *INSEE FOCUS*, 87, mis en ligne le 24/05/2017, consulté le 29/10/2020. URL : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2854085>

Leclercq, Y. (2010), *La banque supérieure. La Banque de France de 1800 à 1914*, Garnier, Paris.

Léon, P. (1967), « Maurice Lévy-Leboyer, *Les Banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle* », *Revue d'histoire moderne et contemporaine*, 14(2), pp. 181-186.

Lestocquoy, J. (1951), *Aux origines de la bourgeoisie : Les villes de Flandre et d'Italie sous le gouvernement des patriciens (XI-XVe s)*, Presses Universitaires de France, Paris.

Lévy-Garboua, L., Levy-Garboua V. (1972), « Le comportement bancaire, le diviseur de crédit et l'efficacité du contrôle monétaire », *Revue économique*, 23(2), pp. 243-282.

Lévy-Leboyer, M. (1964), *Les Banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle*, Presses Universitaires de France, Paris.

Litan, R. (1987a), *What Should Banks Do?*, Brookings Institution, Washington DC.

Litan, R. (1987b), « Which Way for Congress? », *Challenge*, 30(5), p. 36-43.

Lopez, R. S. (1974), *La révolution commerciale dans l'Europe Médiévale*, Aubier, Paris.

Lordon, F. (2008), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Presses de Sciences Po, Paris.

Lung, Y., Malherbe, L., Montalban, M. (2019), « Between territorial and virtual proximities. The digitization process of the French ecosystem of complementary local currencies », *Cahiers du GREThA*, 2019-14, Groupe de Recherche en Economie Théorique et Appliquée (GREThA), Bordeaux.

Macheda, F. (2012). « The role of pension funds in the financialisation of the Icelandic economy », *Capital & Class*, 36(3), pp. 433-447.

Magnússon, S. G. (2010), *Wasteland with Words. A Social History of Iceland*, Reaktion Books, Londres.

Magone, J. M. (2019), *Contemporary European Politics: A Comparative Introduction*, Routledge, Londres.

Malherbe, L., Fawaz, M. (2020), « Le pouvoir « destructeur » des agents économiques », *Revue Défense Nationale*, 832, pp. 131-135.

Malherbe, L., Montalban, M., Bédu, N., Granier, C. (2019), « Cryptocurrencies and Blockchain: Opportunities and Limits of a New Monetary Regime », *International Journal of Political Economy*, 48(2), pp. 127-152.

Maloney, J. (2012), « The Treasury and the New Cambridge School in the 1970s », *Cambridge Journal of Economics*, 36(4), pp. 997-1017.

Margairaz, M. (2016), « La période singulière où la banque de France s'est nationalisée (1936-1966). De l'imbrication dans la politique nationale du crédit à la tentation de la politique monétaire », in Feiertag, O. (ed), *Les banques centrales et l'État-nation*. Mission historique de la Banque de France, Presses de Sciences Po, Paris, p. 395-450.

Marie, J., Charles, S. (2018), « L'inflation comme rapport social », in Berr, E., Monvoisin, V., Ponsot, J-F. (dirs), *L'économie post-keynésienne. Histoire, théories et politiques*, Seuil, Paris, pp. 183-200.

Marmier, X. (1840), *Histoire de l'Islande*, Voyages de la commission scientifique du Nord effectués en 1835 et 1836, publié par ordre du roi par A. Bertrand, Paris.

Martinache, I. (2011), « Crises financières : quelles leçons peut-on tirer de l'histoire ? », *Idées économiques et sociales*, 164(2), pp. 6-15.

Marx, K. (1867), *Le Capital. Critique de l'économie politique*, Presses Universitaires de France, 1993, Paris.

Marx, K., Engels, F. (1932), *L'idéologie Allemande*, Editions Sociales, 1968, Paris.

Matthiasson, T., Davidsdottir, S. (2013), « Five years on: Myths and lessons from post-collapse Iceland - end the Eurozone debt crisis seen from the North », W13:09, Institute of Economic Studies.

Mc Leay, M., Radia, A., Thomas, R. (2014), « Money creation in the modern economy », *Bank of England Quarterly Bulletin*, 54(1), pp. 14-27.

Meade, J., Stone, R. (1944), *National Income and Expenditure*, Oxford University Press, Londres.

Meaning, J., Dyson, B., Barker, J., Clayton, E. (2018), « Broadening Narrow Money: Monetary Policy with a Central Bank Digital Currency », Working Paper No. 724, Bank of England.

Mehrling, P. (1996) « The Relevance to Modern Economics of the Banking School View », in Deleplace, G., Nell, E. J. (eds), *Money in Motion. The Post Keynesian and Circulation Approaches*, Macmillan, Londres, pp. 330-340.

Menger, C. (1892), *On the Origins of Money*, Ludwig Von Mises Institute, 2009, Auburn.

Mer, J. (1994), *L'Islande. Une ouverture obligée mais prudente*, La Documentation française, Paris.

Mer, J. (2004), *Portrait de l'Islande*, La Documentation française, Paris.

Minsky, H. (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York.

Minsky, H. (1986), *Stabiliser une économie instable*, Les Petits Matins, 2015, Paris.

Minsky, H. (1992), « Reconstituting the United States' Financial Structure. Some Fundamental Issues », Working Paper No. 69, Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, H. (1994), « Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications », Working Paper No. 127, Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, H. (1995), « Would Universal Banking Benefit the U.S Economy? », Conference on Universal Banking, 05/04/1995, Salomon Center, New York.

Mishkin, F. S., Herbertsson, T. T. (2007), « Financial Stability in Iceland », Chambre de Commerce d'Islande.

- Mjøset, L. (2011), « Nordic Political Economy After Deregulation : Banking Crises, Economic Experts, and the Role of Neoliberalism », *Comparative Social Research*, 28, pp. 365-420.
- Mongruel, R. Pálsson, G. (2004), « Le propriétaire, l'exploitant, le salarié et l'exclu : les conséquences sociales de la gestion des pêches par des systèmes de marchés de droit », *Revue Tiers Monde*, 177(1), pp. 29-59.
- Monnet, É. (2016), « La politique monétaire française des Trente Glorieuses », *Revue d'économie financière*, 121(1), pp. 285-290.
- Moore, B. J. (1988), *Horizontalists and Verticalists. The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, Londres.
- Morin, F. (2015), *L'hydre mondiale. L'oligopole bancaire*, Lux, Montréal.
- Moschetto, B., Roussillon, J. (1996), *La banque et ses fonctions*, Que sais-je, Presses Universitaires de France, Paris.
- Murphy, A. (2007), *John Law : économiste et homme d'état*, Editions Scientifiques Internationales, Bruxelles.
- Murphy, A. (2010). « John Law et la bulle de la Compagnie du Mississippi », *L'Économie politique*, 48(4), pp. 7-22.
- Nakamoto, S. 2008. « Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System », en ligne, URL : <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
- Nasica, E. (2018), « Hyman Minsky. Le théoricien de l'instabilité financière », in Berr, E., Monvoisin, V., Ponsot, J-F. (dirs), *L'économie post-keynésienne. Histoire, théories et politiques*, Seuil, Paris, pp. 87-104.
- Nelson, S., Katzenstein, P. J. (2011), « Risk, Uncertainty, and the Financial Crisis of 2008 », Paper Prepared for the International Political Economy Society Meeting, University of Wisconsin-Madison.
- Nikiforos, M., Zezza, G. (2017), « Stock-Flow Consistent macroeconomic models: a survey », *Journal of Economic Surveys*, 31(5), pp. 1204-1239.



Nishimura, S., Kazuhiko, Y. (2006), « La masse monétaire en France, 1890-1913 », *Histoire, économie & société*, 25(2), pp. 195-211.

Ólafsson, S. (2003), « Contemporary Icelanders – Scandinavian or American?, *Scandinavian Review*, 91(1), pp. 6-14.

Ólafsson, S. (2011a), « Icelandic Capitalism—From Statism to Neoliberalism and Financial Collapse », *Comparative Social Research*, 28, pp. 1-51.

Ólafsson, S. (2011b), « Iceland's Financial Crisis and Level of Living Consequences », WP3:11, Social Research Center, University of Iceland.

Ólafsson, S. (2016), « The political economy of Iceland' boom and bust », in Ingimundarson, V., Urfalino, P., Erlingsdóttir, I. (eds), *Iceland's Financial Crisis : The Politics of Blame, Protest, and Reconstruction*, Routledge, Londres, pp. 57-78.

Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD] (2001), *OECD Economic Surveys: Iceland 2001*.

Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD] (2011), *OECD Economic Surveys: Iceland 2011*.

Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

Orléan, A. (2011), *L'empire la valeur. Refonder l'économie*, Seuil, Paris.

Orléan, A. (2019), « La communauté Bitcoin », *Esprits*, Juillet/Août, en ligne, consulté le 18/07/2019. URL : <https://esprit.presse.fr/article/andre-orlean/la-communaute-bitcoin-42200>

Ornston, D. (2018), *Good Governance Gone Bad: How Nordic Adaptability Leads to Excess*, Cornell University Press, Ithaca.

Ould Ahmed, P., Ponsot, J-F. (2015), « Contestations monétaires : une économie politique de la monnaie », *Revue de la régulation*, 18(2), mis en ligne le 20/12/2015, consulté le 29/04/2020. URL : <http://journals.openedition.org/regulation/>

Palley, T. (2002), « Endogenous money: what it is and why it matters », *Metroeconomica*, 53(2), pp. 152-180.

- Pétre-Grenouilleau, O. (2004), *Les Traités négrières, essai d'histoire globale*, Gallimard, Paris.
- Pétursson, T. G. (2002), « Wage and price formation in a small open economy : evidence from Iceland », Working Paper No. 15, Central Bank of Iceland.
- Phillips, R. (1992), « The Chicago Plan & New Deal Banking Reform », Working Paper No. 76, Levy Economics Institute of Bard College.
- Phillips, R. (1995), *The Chicago Plan & New Deal Banking Reform*, M.E Sharpe, Routledge, New York.
- Phillips, R. (1996), « The Chicago Plan & New Deal Banking Reform », in Papadimitriou, D. (ed), *Stability in the Financial System*, Levy Economics Institute of Bard College, Springer, New York.
- Picard, A. (1959), « L'élevage et la politique agricole en Islande », *L'information géographique*, 23(4), pp. 154-163.
- Picard, O. (2001), « Les philosophes grecs et la monnaie », *Revue numismatique*, 157, pp. 95-103.
- Plessis, A. (1996), « Les banques françaises dans les grandes crises du 20e siècle », *Vingtième Siècle, revue d'histoire*, 52, pp. 85-93.
- Plihon, D. (2013a), *La monnaie et ses mécanismes*, La Découverte, Paris.
- Plihon, D. (2013b), « II. La globalisation financière », Agnès Bénassy-Quéré (ed), *Les enjeux de la mondialisation. Les grandes questions économiques et sociales III*. La Découverte, 2013, pp. 23-40.
- Polanyi, K. (1944), *The Great Transformation : the political and economic origins of our times*. Beacon Press, Boston.
- Pollin, J-P. (2009), « Quel système bancaire pour l'après-crise ? », *Revue de l'OFCE*, 110(3), pp. 413-43.
- Ponsot, J-F. (2017), « Rethinking Money », in Rochon, L-P., Rossi, S. (eds), *A Modern Guide to Rethinking Economics*, Edward Elgar, Londres.

Portes, R., Baldursson, F. M., Ólafsson, F. (2007), « The internationalisation of Iceland's financial sector », *Chambre de Commerce d'Islande*.

Poulon, F. (2015), *Economie Générale*, Dunod, Paris.

Preston, H. (1935), « The Banking Act of 1935 », *Journal of Political Economy*, 43(6), pp. 743-762.

Prou, C. (1956), *Méthodes de la comptabilité nationale française*, Armand Collin, Paris.

Ramonet I. (2009), *Le krach parfait – Crise du siècle et refondation de l'avenir*, Galilée, Paris.

Ranciere, R., Jeanne, M. O. (2006), « The optimal level of international reserves for emerging market countries: formulas and applications », Working Paper No. 6-229, International Monetary Fund.

Raza, H., Gudmundsson, B. R., Zoega, G. Byrialsen, M. R. (2019), « Crises and capital controls in small open economies: a stock-flow consistent approach », *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 16(1), pp. 94-133.

Rivot, S. (2013), *Keynes and Friedman on Laissez-Faire and Planning: 'Where to draw the line?*, Routledge, Londres.

Rochon, L-P., Rossi, S. (2013), « Endogenous money: the evolutionary versus revolutionary views », *Review of Keynesian Economics*, 1(2), pp. 210-229.

Rosen, E. (1972), « Roosevelt and the Brains Trust: An Historiographical Overview », *Political Science Quarterly*, 87(4), pp. 531-557.

Rosen, E. (1977), *Hoover, Roosevelt, and the Brains Trust: From Depression to New Deal*, Columbia University Press, New York.

Saïd, E. (1978), *L'orientalisme : l'Orient créé par l'Occident*, Points, 2015, Paris.

Sallé, M. (1968), « La vie économique et politique en Islande (essai de description) », thèse de doctorat, Fondation nationale des sciences politiques, Paris.

Sandilands, R. (1990), *The Life and Political Economy of Lauchlin Currie*, Duke University Press, Durham.

Sapir, J. (2000), *Les trous noirs de la science économique. Essai sur l'impossibilité de penser le temps et l'argent*, Albin Michel, Paris.

Sauvy, A. (1980), *La machine et le chômage*, Dunod, Paris.

Schlesinger, A. (1958), *The coming of the New Deal*, Houghton Mifflin, New York.

Schmoller, G. (1900), *Principes d'économie politique*, tome 1, Giard et Brière, 2015, Paris.

Scott, M., Van Huizen, J., Jung, C. (2017), « The Bank of England's Response to Climate Change », *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q2, pp. 98-109.

Servet, J-M. (1994), « La fable du troc », *Dix-huitième Siècle*, 26, pp. 103-115.

Servet, J-M., Courbis, B., Froment, É. (1991), « Enrichir l'économie politique de la monnaie par l'histoire » *Revue économique*, 42(2), pp. 315-338.

Servet, J-M., Théret, B., Yildirim, Z. (2008), « Universalité du fait monétaire et pluralité des monnaies. De la confrontation coloniale à la rencontre des sciences sociales », in Baumann, E., Bazin, L., Ould-Ahmed, P., Phélinas, P., Selim, M., Sobel, R. (dirs), *L'argent des anthropologues, la monnaie des économistes*, L'Harmattan, Paris, pp. 167-207. Republié dans Alary, P. Blanc, J. Desmedt, L. Théret, B. (dir) (2016), *Théories françaises de la monnaie*, Presses Universitaires de France, Paris, pp. 185-234.

Sigurjonsson, F. (2015), *Monetary Reform : A Better Monetary System for Iceland*, Rapport réalisé à la demande du Premier Ministre islandais, Reykjavik.

Silber, W. L. (2009), « Why Did FDR's Bank Holiday Succeed? », *Economic Policy Review*, 15(1), pp. 19-30.

Simiand, F. (1934), « La monnaie réalité sociale », *Les annales sociologiques*, Série D.

Simons, H. (1946), « Debt Policy and Banking Policy » *The Review of Economics and Statistics*, 28 (2), pp. 85-89.

Simons, H. (1948), *Economic Policy for a Free Society*, The University Press of Chicago, Chicago.

Simons, H., Knight, F., Cox, G. Director, A., Douglas, P., Hart, A., Mints, L., Schultz, H. (1933), « Banking and Currency Reform », reproduit in Samuels, W. (ed), *Research in the History of Economic Thought and Methodology. Archival Supplement*, JAI Press, 1990, Greenwich.

Sinapi, C., Piégay, P., Desmedt, L. (2010), « L'analyse des crises : Minsky, après Fisher et Keynes », *L'Économie politique*, 48(4), pp. 85-104.

Snævarr S. (1993), *Haglysing Islands* [The economy of Iceland], Heimskringla, Reykjavik.

Sobel, R. (1972), *The age of giant corporations ; a microeconomic history of American business, 1914-1970*, Greenwood Press, Westport.

Soddy, F. (1926), *Wealth, Virtual Wealth and Debt. The Solution of the Economic Paradox*, Britons Publishing Company, 1933, Londres.

Statistics Iceland, (2020), « Economic forecast, winter 2020 » [Þjóðhagsspá að vetri 2020], Statistical Series.

Stevenson, B., Wolfers, J. (2011), « Trust in Public Institutions over the Business Cycle », *American Economic Review*, 101(3), pp. 281-287.

Stone, R., Meade, J. (1941), « The Construction of Tables of National Income Expenditure, Savings and Investment », *Economic Journal*, 51, pp. 216-231.

Straus, A. (2011), « Banques et industrie en France et en Angleterre : des années 1880 à la Seconde Guerre mondiale » *Revue d'économie financière*, 104, pp. 35-49.

Tavlas, G. S. (2018), « On the Controversy over the Origins of the Chicago Plan for 100 Percent Reserves: Sorry Frederick Soddy: It Was Knight and (Most Probably) Simons! », Working Paper 279, Bank of Greece.

Tavlas, G. S. (2019), « A reconsideration of the doctrinal foundations of monetary-policy rules: Fisher versus Chicago », Working Paper 273, Bank of Greece.

Taylor, L. (1991), *Income, Distribution, Inflation, and Growth: Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*, MIT Press, Cambridge.

Taylor, L. (2004), *Reconstructing Macroeconomics: Structuralist Proposals and Critiques of The Mainstream*, Harvard University Press, Cambridge.

Terray, A. (2017), « Pourquoi et comment le ministère des Finances va récupérer les travaux de comptabilité nationale ? », in *Des francs-tireurs aux experts : L'organisation de la prévision économique au ministère des Finances (1948 – 1968)*, Institut de la gestion publique du développement économique, Paris.

Thabet, S. (2008), « Keynes et Commons : histoires parallèles, destins croisés », *L'Économie politique*, 38(2), pp. 77-100.

Thabet, S. (2010), « L'économie politique du capitalisme raisonnable. Essai sur les fondements institutionnalistes de la pensée économique de John Maynard Keynes », *Revue de la régulation*, mis en ligne le 02/06/2010, consulté le 19/08/2020. URL : <http://journals.openedition.org/regulation/7746>

Théret, B. (2007), « La monnaie au prisme de ses crises d'hier et d'aujourd'hui », in Théret, B. (ed), *La monnaie dévoilée par ses crises*, volume 1, Editions de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Paris, pp. 17-74.

Thomas, H. (2006), *La Traite des Noirs : histoire du commerce d'esclaves transatlantique, 1440-1870*, Robert Laffont, Paris.

Thomas, R. (2006), « Icelandic Banks. Not What You Are Thinking », rapport Merrill Lynch (07/03/06).

Thorhallsson, B. (2010), « The Corporatist Model and its Value in Understanding Small European States in the Neo-Liberal World of the Twenty-First Century: The case of Iceland », *European Political Science*, 9(3), pp. 375–386.

Tinbergen, J. (1939), *Statistical Testing of Business Cycle Theories*, Vol 2, « Business Cycles in the United States of America », League of Nations, Geneva.

Tobin, J. (1985), « Financial Innovation and Deregulation in Perspective », *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 3(2), pp. 19-29.

Tobin, J. (1987), « A Case for Preserving Regulatory Distinctions », *Challenge*, 30(5), p. 10-17.

Turner, A. (2014), « Too much of the wrong sort of capital flow », Papier présenté à la conférence « Capital Account Management and Macro- Prudential Regulation for Financial Stability and Growth », Centre for Advanced Financial Research and Learning, Reserve Bank of India, New Delhi.

Usher, A. P. (1943), *The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe*, Harvard Economic Studies, tome LXXV, Harvard University Press, Massachusetts.

Valgreen, C., Christensen, L. Andersen, P. P., Kallestrup, R. (2006), « Iceland: Geysir crisis », rapport Dankse Bank (21/03/06).

Van Lerven, F., Hodgson, G., Dyson, B. (2015), « Would there be enough credit in a sovereign money system? », Positive Money, Londres.

Van Werweke H. (1934), « Monnaie de compte et monnaie réelle », *Revue belge de Philologie et d'Histoire*, 13(1-2), pp. 123-152.

Van't Klooster, J., Fontan, C. (2020) « The myth of market neutrality: A comparative study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's corporate security purchases », *New political economy*, 25(6), pp. 865-879.

Veblen, T. (1898), « Why is Economics not an Evolutionary Science », *The Quarterly Journal of Economics*, 12(4), pp. 373-397.

Veblen, T. (1899), *Théorie de la classe de loisirs*, Gallimard, 1970, Paris.

Verley, P. (1997), *La révolution industrielle*, Folio, Paris.

Veronese Passarella, M. (2019), « From abstract to concrete: some tips for developing an empirical stock-flow consistent model », *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 16(1), pp. 55-93.

Viollet, P. (1903), *Histoire des institutions politiques et administratives de la France*, tome 3, Larose, Paris.

Wade, R., Sigurgeirsdottir, S. (2010), « Lessons from Iceland », *New Left Review*, 65, pp. 5-29.

Wade, R., Sigurgeursdottir, S. (2011), « Iceland's meltdown: the rise and fall of international banking in the North Atlantic », *Brazilian Journal of Political Economy*, 31(5), pp.684-697.

Wray, L. R. (2014). « Something is Rotten in the State of Denmark: The Rise of Monetary Cranks and Fixing What Ain't Broke », en ligne, consulté le 24/09/2020. URL : <http://neweconomicperspectives.org/2014/06/something-rotten-state-denmark-rise-monetary-cranks-fixing-aint-broke.html>

Wray, L. R. (2015), *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Springer, New York.

Zeza, F., Zeza, G. (2020), « A Stock-Flow Consistent Quarterly Model of the Italian Economy », Working Paper No. 958, Levy Economics Institute of Bard College.

Zeza, G., Zeza, F. (2019), « On the design of empirical stock-flow consistent models », *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 16(1), pp. 134-158.

Zoega, G. (2016), « Iceland's financial crisis. An economic perspective », in Ingimundarson, V., Urfalino, P., Erlingsdóttir, I. (eds) *Iceland's Financial Crisis: The Politics of Blame, Protest, and Reconstruction*, Routledge, Londres, pp. 21-36.



## Liste des tableaux

Tableau 1 : Bilans des banques et des sociétés d'investissement dans le Chicago Plan.....	91
Tableau 2 : Bilan des banques dans l'approche à la Currie-Fisher.....	95
Tableau 3 : Bilan des banques commerciales et des banques d'investissement dans l'approche à la Tobin.....	101
Tableau 4 : Bilans simplifiés des banques et de la banque centrale avant la réforme.....	107
Tableau 5 : Bilans simplifiés des banques et de la banque centrale avec le passif de conversion.....	108
Tableau 6 : Bilans simplifiés des banques, de la banque centrale et d'une entreprise lors de la délivrance d'un crédit bancaire d'un montant X.....	109
Tableau 7 : Bilans simplifiés des banques, de la banque centrale et d'une entreprise lors du remboursement d'un crédit bancaire d'un montant X.....	110
Tableau 8 : La compartimentation des bilans bancaires en fonction des catégories de risque.....	112
Tableau 9 : Bilan de la banque centrale lors d'une création monétaire d'un montant Y sur le compte du Trésor.....	118
Tableau 10 : Bilan de la banque centrale lors d'une création monétaire d'un montant Z sur le compte de fonds prêtables d'une banque.....	119
Tableau 11 : Chocs extérieurs et ajustement du taux de change en Islande.....	160
Tableau 12 : Caractérisation du mode de développement islandais entre 1961 et 1991.....	163
Tableau 13 : Evolution du rythme des gains de productivité en Islande (1983 – 2008).....	178
Tableau 14 : Caractérisation du mode de développement islandais entre 1992 et 2002.....	182
Tableau 15 : Caractérisation du mode de développement islandais entre 2003 et 2008.....	203
Tableau 16 : Caractérisation chronologique du mode de développement islandais.....	245

Tableau 17 : Matrice de stock.....	252
Tableau 18 : Matrice de flux.....	253
Tableau 19 : Matrice des stocks du modèle THEO.....	259
Tableau 20 : Matrice des flux du modèle THEO.....	260
Tableau 21 : Intégration des identités comptables au modèle THEO.....	266
Tableau 22 : Valeur des paramètres exogènes du modèle THEO.....	267
Tableau 23 : Matrice des stocks du modèle THEO 1.....	270
Tableau 24 : Matrice des flux du modèle THEO 1.....	271
Tableau 25 : Calibrage du scénario THEO 1.a.....	274
Tableau 26 : Calibrage du scénario THEO 1.b.....	275
Tableau 27 : Niveau du PIB 10 périodes avant le choc et au terme de la simulation.....	276
Tableau 28 : Matrice des stocks du modèle THEO 2.....	282
Tableau 29 : Matrice des flux du modèle THEO 2.....	283
Tableau 30 : Matrice des stocks du modèle AMELHIS.....	297
Tableau 31 : Matrice des flux du modèle AMELHIS.....	298
Tableau 32 : Valeurs des paramètres exogène du modèle AMELHIS 1.....	308
Tableau 33 : Composantes du PIB observées et simulées.....	310
Tableau 34 : Calibrage du scénario AMELHIS 1.a.....	311
Tableau 35 : Calibrage du scénario AMELHIS 1.b.....	313
Tableau 36 : Composantes du PIB observées et simulées.....	316
Tableau 37 : Paramètres exogènes dont la valeur est modifiée.....	317
Tableau 38 : Calibrage du scénario AMELHIS 2.a.....	318

Tableau 39 : Croissance observée et prévue pour l'économie islandaise (2017 – 2021).....	318
Tableau 40 : Calibrage du scénario AMELHIS 2.b.....	320
Tableau 41 : Calibrage du scénario AMELHIS 2.c.....	322
Tableau 42 : Calibrage du scénario AMELHIS 2.d.....	323

## Liste des figures

Figure 1 : Evolution de la popularité relative de la recherche « Islande » en France et dans le monde (2006 - 2016).....	20
Figure 2 : Taux de croissance du PIB réel (2006 - 2011).....	20
Figure 3 : Schéma récapitulatif des trois principales propositions de réforme.....	98
Figure 4 : Part des suffrages exprimés aux élections législatives des quatre principaux partis (1963 - 1982) .....	149
Figure 5 : Répartition par espèces des prises réalisées en Islande (1950 - 1960).....	150
Figure 6 : Répartition par pays des prises réalisées en Islande (1950 - 1960).....	150
Figure 7 : Part des prises islandaises dans le total des prises réalisées en Islande (1950 - 1970).....	154
Figure 8 : Taux de croissance du PIB réel islandais (1961 – 1968).....	155
Figure 9 : Taux de croissance du PIB réel islandais (1975 - 1983).....	157
Figure 10 : Répartition par pays des prises réalisées en Islande (1970 - 1983).....	157
Figure 11 : Taux d’inflation et taux de chômage en Islande (1980 – 1995).....	162
Figure 12 : Taux de croissance et taux de chômage en Islande (1988 - 1992).....	162
Figure 13 : Taux de syndicalisation synthétique (1980 - 2000).....	167
Figure 14 : Indice de taux de change (1991 - 2000).....	171
Figure 15 : Taux d’intérêt réel et nominal (1960 - 2000).....	172
Figure 16 : Taux de croissance du PIB réel islandais (1990 - 2008).....	173
Figure 17 : Total des prises islandaises et principales espèces (1960 - 1990).....	175
Figure 18 : Part des prises islandaises ayant pour usage final la consommation humaine directe (1950 - 1990).....	175

Figure 19 : Composition des exportations de marchandises islandaises (1993 – 2002).....	177
Figure 20 : Balances sectorielles rapportées au PIB (1961 - 1993).....	184
Figure 21 : Balances sectorielles rapportées au PIB (1993 - 2007).....	185
Figure 22 : Poids dans le PIB de secteurs clés .....	187
Figure 23 : Dette publique rapportée PIB (1993 - 2002).....	188
Figure 24 : Crédits offerts par les trois grandes banques islandaises en fonction du type d'emprunteur (2001 – 2005).....	189
Figure 25 : Part de la FBCF dans le PIB (1997 - 2006).....	189
Figure 26 : Evolution de l'ICEX (1997 – 2005).....	190
Figure 27 : Taux d'inflation, cible d'inflation et taux directeur (2003 - 2005).....	191
Figure 28 : Taux de change et mouvement de capitaux (2003 - 2005).....	192
Figure 29 : Spreads sur les CDS des banques islandaises.....	194
Figure 30 : Réserves en devises étrangères rapportées au PIB islandais (2001 - 2008).....	202
Figure 31 : Dette publique rapportée au PIB (2005 - 2008).....	209
Figure 32 : Taux de croissance et taux de chômage (2005 - 2009).....	210
Figure 33 : Taux d'inflation et taux de change (2008 - 2010) .....	213
Figure 34 : Taux d'intérêt directeur (2009).....	214
Figure 35 : Solde du secteur public domestique rapporté au PIB (2005 - 2015).....	218
Figure 36 : Taux de croissance du PIB (2009 - 2016).....	218
Figure 37 : Taux de variation du revenu disponible des ménages entre 2008 et 2010 (par déciles et en moyenne).....	220
Figure 38 : Dette publique rapportée au PIB (2007 - 2013).....	221

Figure 39 : Répartition des suffrages exprimés aux élections législatives islandaises (1999 – 2012).....	222
Figure 40 : Part des suffrages exprimés aux élections législatives des quatre principaux partis (2003 - 2012) .....	223
Figure 41 : Résultats des quatre principaux partis aux élections de 2009 et de 2013.....	230
Figure 42 : Résultats aux élections législatives du Parti du Progrès (1963 - 2012).....	231
Figure 43 : Répartition des électeurs du PP (2013) selon leur vote en 2009.....	231
Figure 44 : Répartition des électeurs du PP par quintiles.....	232
Figure 45 : Répartition des suffrages exprimés aux élections législatives (2009 - 2016).....	233
Figure 46 : Taux de croissance du PIB dans le modèle THEO.....	268
Figure 47 : Composantes du PIB dans le modèle THEO.....	268
Figure 48 : Vérification de la cohérence stock-flux du modèle THEO.....	269
Figure 49 : Comparaison du taux de croissance du PIB dans le modèle de base et dans le scénario THEO 1.a.....	275
Figure 50 : Comparaison du taux de croissance du PIB dans le modèle de base et dans le scénario THEO 1.b.....	276
Figure 51 : Evolution de la part de la consommation dans le PIB.....	277
Figure 52 : Evolution de la part de l'investissement dans le PIB.....	277
Figure 53 : Evolution de la part de la dépense publique dans le PIB.....	277
Figure 54 : Evolution de la part des profits des entreprises dans le PIB.....	278
Figure 55 : Evolution de la part des profits des banques dans le PIB.....	278
Figure 56 : Evolution de la charge d'intérêt totale rapportée au PIB.....	279
Figure 57 : Evolution du prix des actions.....	279

Figure 58 : Evolution du ratio d'endettement agrégé.....	280
Figure 59 : Niveau du PIB.....	287
Figure 60 : Taux de croissance du PIB à l'état stable.....	287
Figure 61 : Comparaison du taux de croissance du PIB dans les modèles THEO 2 et THEO 3.....	289
Figure 62 : Evolution comparée du prix des actions dans les scénarios THEO 2.a et THEO 4.a.....	290
Figure 63 : Evolution comparée du taux de croissance du PIB dans les scénarios THEO 2.a et THEO 4.a.....	290
Figure 64 : Taux de croissance du PIB réel observés (2004 - 2016).....	301
Figure 65 : Taux de croissance du PIB réel observé et simulé (2004 - 2016).....	312
Figure 66 : Taux d'inflation observé et simulé (2004 - 2016).....	312
Figure 67 : Comparaison du calibrage de l'état de confiance et d'une variable proxy.....	314
Figure 68 : Taux de croissance du PIB réel observé et simulé (2004 - 2016).....	315
Figure 69 : Taux de croissance du PIB réel observé/prévu et simulé (2017 - 2021).....	319
Figure 70 : Taux de croissance du PIB réel observé/prévu et simulé (2017 - 2021).....	320
Figure 71 : Taux de croissance du PIB réel observé/prévu et simulé (2017 - 2021).....	322
Figure 72 : Taux de croissance du PIB réel observé/prévu et simulé (2017 - 2021).....	323

# Annexes

## Annexe 1 : Equations du modèle THEO

1.  $Y = C + I + G$
2.  $G = T + P_{CB}$
3.  $T = \tau \cdot (WB + r_{-1}^D \cdot D_{-1} + P_B)$
4.  $YD = WB + r_{-1}^D \cdot D_{-1} + P_B - T$
5.  $C = \alpha_1 \cdot YD + \alpha_2 \cdot AS_{H-1}$
6.  $SAV = YD - C$
7.  $\Delta D = SAV$
8.  $\Delta AS_H = \Delta D$
9.  $I = gr_K \cdot K_{-1}$
10.  $K = K_{-1} + I$
11.  $rcf = \frac{P_{F-1}}{Y_{-1}}$
12.  $u = \frac{Y_{-1}}{Y_{fc}}$
13.  $Y_{fc} = K_{-1} \cdot pr_K$
14.  $FCI = \mu \cdot r^L \cdot \frac{L_{F-1}}{K_{-1}}$
15.  $gr_K = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot rcf + \gamma_2 \cdot u - \gamma_3 \cdot FCI$
16.  $WB = w \cdot N$
17.  $N = \frac{Y}{pr_n}$
18.  $P_F = Y - WB - r_{-1}^L \cdot L_{F-1}$
19.  $PD = \psi \cdot P_F$
20.  $PD_B = \frac{e_{B-1}}{e_{S-1}} \cdot PD$



21.  $PU_F = P_F - PD$
22.  $\Delta EF = I - PU_F$
23.  $e_B = (\text{lam}10 + \text{lam}11 \cdot r^{EQ} - \text{lam}12 \cdot r^L) \cdot EF_F / p_e$
24.  $r^{EQ} = \frac{PD + CG}{EQ_{-1}}$
25.  $CG = \Delta p_e \cdot e_{s-1}$
26.  $e_s = e_{s-1} \cdot (1 + gr_{Y-1})$
27.  $EQ = e_s \cdot p_e$
28.  $p_e = \frac{EQ}{e_s}$
29.  $\Delta L_F = I - PU^f - \Delta e_s \cdot p_e$
30.  $H = \eta \cdot D$
31.  $\Delta REFI = \Delta H + \Delta L + \Delta e_B \cdot p_e - \Delta D$
32.  $P_B = r_{-1}^L \cdot L_{-1} + PD_B - r_{-1}^D \cdot D_{-1} - r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$
33.  $r^D = r^{CB}$
34.  $r^L = (1 + \sigma) \cdot r^{CB}$
35.  $P_{CB} = r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$

## Annexe 2 : Equations du modèle AMELHIS

1.  $YR = CR + IR + GR + EXR - IMR$
2.  $Y = YR \cdot pd$
3.  $pd = (1 + \rho) \cdot UC$
4.  $UC = \frac{WB + IM}{Q}$
5.  $QR = CR + IR + GR + EXR$
6.  $WB = \left(\frac{\omega}{\sigma_2}\right) \cdot QR$
7.  $\ln pm = v_1 \cdot \ln xr + (1 - v_1) \cdot \ln pd + v_1 \cdot \ln pd\epsilon$
8.  $\ln px = \chi_1 \cdot \ln xr + (1 - \chi_1) \cdot \ln pd + \chi_1 \cdot \ln pd\epsilon$

9.  $\ln EXR = \kappa_0 - \kappa_1 \cdot (\ln pm\epsilon_{-1} - \ln pd\epsilon_{-1}) + \kappa_2 \cdot \ln YR\epsilon$
10.  $pm\epsilon = px \cdot xr$
11.  $YR\epsilon = YR\epsilon_{-1} \cdot (1 + gr_{YR\epsilon})$
12.  $\ln IMR = \epsilon_0 - \epsilon_1 \cdot (\ln pm_{-1} - \ln pd_{-1}) + \epsilon_2 \cdot \ln YR$
13.  $IM = IMR \cdot pm$
14.  $XE = EXR \cdot px$
15.  $IM\epsilon_{Row} = EX \cdot xr$
16.  $EX\epsilon_{Row} = IM \cdot xr$
17.  $\Delta L\epsilon_{Row} = X\epsilon_{Row} + r_{-1}^{L\epsilon} \cdot L\epsilon_{Row-1} - IM\epsilon_{Row}$
18.  $T = T_H + T_F$
19.  $T_H = \lambda_1 \cdot WB + \lambda_2 \cdot D$
20.  $T_F = \lambda_3 \cdot P_F + \lambda_4 \cdot QR_d$
21.  $QR_d = CR + IR + GR$
22.  $G = T + P_{CB_A}$
23.  $G_H = z \cdot G_{-1}$
24.  $G_F = G - G_H$
25.  $GR = G/pd$
26.  $IR = gr_{KR} \cdot KR_{-1}$
27.  $\Delta KR = IR$
28.  $rcf = \frac{P_F}{K_{-1}}$
29.  $u = \frac{QR_{-1}}{QR_{fc}}$
30.  $QR_{fc} = KR_{-1} / \sigma$
31.  $FCI = r^L \cdot \frac{L}{K}$
32.  $gr_{KR} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot rcf_{-1} + \gamma_2 \cdot u_{-1} - \gamma_3 \cdot FCI$
33.  $K = KR \cdot pd$
34.  $I = IR \cdot pd$
35.  $P_F = C + I + G_F + EX - IM - WB - T_F - r_{-1}^L \cdot L_{-1}$
36.  $\Delta L = I - P_F$
37.  $CR = \alpha_1 \cdot YR_{wa} + \alpha_2 \cdot DR_{-1} + \alpha_3 \cdot YR_{va}$
38.  $C = CR \cdot pd$

39.  $Y_{wa} = Y_{w-1} + \theta_H \cdot (Y_{w-1} - Y_{wa-1})$
40.  $Y_w = WB + G_H - T_H$
41.  $YR_{wa} = \frac{Y_{wa}}{pd}$
42.  $Y_v = r_{-1}^D \cdot D_{-1}$
43.  $Y_{va} = Y_{v-1} + \theta_H \cdot (Y_{v-1} - Y_{va-1})$
44.  $YR_{va} = \frac{Y_{va}}{pd}$
45.  $DR = \frac{D}{pd}$
46.  $\Delta D = Y_w + Y_v - C - T + P_B^H$
47.  $r^L = r^{CB} + ze_1$
48.  $r^D = r^{CB} - ze_2$
49.  $H = \eta \cdot D$
50.  $P_B = r_{-1}^L \cdot L_{-1} - r_{-1}^D \cdot D_{-1} - r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1}$
51.  $P_B^H = \beta \cdot P_B$
52.  $P_B^B = P_B - P_B^H$
53.  $\Delta REFI = \Delta H + \Delta L - \Delta D - P_B^B$
54.  $P_{CB} = r_{-1}^{CB} \cdot REFI_{-1} - r_{-1}^{L\epsilon} \cdot L\epsilon_{RoW_{-1}} / xr$
55.  $P_{CB_A} = s \cdot P_{CB}$
56.  $P_{CB_R} = P_{CB} - P_{CB_A}$
57.  $\Delta RES = P_{CB_R}$

# Table des matières

<b>SOMMAIRE.....</b>	<b>13</b>
<b>INTRODUCTION GENERALE.....</b>	<b>15</b>
<b>CHAPITRE 1 : LE POUVOIR D’EMISSION MONETAIRE, DE CAPTURES EN CONTESTATIONS.....</b>	<b>29</b>
<b>Introduction du premier chapitre .....</b>	<b>30</b>
<b>1. Du mode de production féodal au mode de production capitaliste : implications pour l’organisation monétaire .....</b>	<b>34</b>
1.1. Le mode de production féodal entre le Xe et le XVe siècle.....	36
1.1.1. Le mode de production féodal entre le Xe et le XIIe siècle : la décentralisation.....	37
1.1.2. Le mode de production féodal entre le XIIIe et le XVe siècle : la (re)centralisation .....	39
1.1.3. Caractérisation générale des systèmes monétaires féodaux .....	42
a. Instrument monétaire central .....	42
b. Mode général d’émission monétaire.....	45
c. Un régime général de politique monétaire.....	45
1.2. La transition vers le mode de production capitaliste du XVIe au XIXe siècle .....	47
1.2.1. La monarchie absolutiste des XVIe et XVIIe siècles : une extension de la logique féodale .	47
a. Centralisation des pouvoirs politiques et influence mercantiliste.....	47
b. Organisation monétaire et financière.....	51
1.2.2. La marche vers le mode de production capitaliste : XVIIIe et XIXe siècles.....	53
a. Le système de Law .....	53
b. L’absolutisme en crise politique à la fin du XVIIIe siècle .....	55
c. L’essor industriel et la première révolution bancaire au début du XIXe.....	56
1.3. Le mode de production capitaliste et la mutation des systèmes monétaires .....	59
1.3.1. La seconde révolution bancaire en France à partir de 1850 .....	60
a. Seconde révolution bancaire et régulation concurrentielle du mode de production capitaliste (fin XIXe – début XXe).....	60
b. Implications sur le plan des instruments monétaires et du mode général d’émission .....	62
1.3.2. La hiérarchisation des institutions bancaires .....	65
a. La régulation fordiste du mode de production capitaliste et l’affirmation des banques centrales dans la seconde moitié du XXe.....	65

c. Monnaie et confiance .....	67
1.3.3. Les systèmes hiérarchisés et leur dynamique .....	71
a. De paris microéconomiques décentralisés à l'homogénéisation des signes monétaires .....	71
b. Dynamique monétaire pro-cyclique et endogénéité des crises financières .....	73
c. Les interactions entre les banques et la banque centrale .....	77
<b>2. La remise en cause du mode d'émission monétaire dans les grandes crises du capitalisme .....</b>	<b>80</b>
2.1. La crise de 1929 aux États-Unis et la réforme bancaire des années 1930 .....	82
2.1.1. La mutation du système monétaire américain .....	83
a. Hoover dans l'incapacité de juguler la crise bancaire .....	83
b. Roosevelt et la restauration de la confiance .....	84
c. La marche vers une réforme bancaire pérenne .....	87
2.1.2. L'activisme des partisans de la réforme monétaire .....	89
a. Le Chicago Plan : une option sur la table dès 1933 .....	89
b. Le Chicago Plan au Congrès .....	92
2.1.3. La réforme monétaire au-delà du Chicago Plan .....	94
a. Subtiles divergences entre l'approche de Chicago et l'approche à la Currie-Fisher .....	94
b. Currie et la rédaction du Banking Act de 1935 : l'activisme de l'intérieur .....	96
c. Les projets de réforme monétaire après 1935 .....	99
2.2. La résurgence sous une forme rénovée des projets de réforme des années 1930 après la crise de 2008 .....	104
2.2.1. Les contours du Sovereign Money System (SMS) .....	105
a. L'architecture du système de paiement .....	105
b. Evolution du système de crédit .....	108
c. La compartimentation des risques .....	111
d. La crainte d'une insuffisance du crédit .....	116
2.2.2. Le rôle de la banque centrale .....	117
a. Les canaux de création monétaire .....	117
b. Règle VS discrétion ? La nécessité d'une politique monétaire adaptative dans un SMS ...	120
c. Mise en œuvre de la politique monétaire dans un SMS .....	125
<b>Conclusion du premier chapitre .....</b>	<b>131</b>
<b>CHAPITRE 2 : L'EVOLUTION DU MODE DE DEVELOPPEMENT ISLANDAIS ..</b>	<b>135</b>
<b>Introduction du second chapitre .....</b>	<b>136</b>

<b>1. L'économie islandaise jusqu'au tournant des années 1990 : un mode de développement fondé sur la pêche .....</b>	<b>142</b>
1.1. Histoire, géographie et société de l'Islande .....	142
1.1.1. Des origines de l'Islande à son indépendance.....	142
1.1.2. Une situation géographique spécifique.....	144
1.1.3. Le système des quatre partis et la structure historique de la vie politique islandaise.....	146
1.2. Un régime de croissance tiré par les exportations et une régulation administrée .....	149
1.2.1. Les Guerres de la morue : des conflits d'appropriation au fondement du mode de développement islandais.....	149
1.2.2. Le régime de croissance extensif tiré par les exportations .....	154
1.2.3. Les ajustements monétaires et leurs limites : une crise du mode de régulation .....	158
<b>2. Le tournant libéral des années 1990 et la redéfinition du mode de développement islandais ....</b>	<b>164</b>
2.1. Un mode de régulation fondé sur les mécanismes de marché .....	164
2.1.1. Le contexte politique national et international.....	164
2.1.2. Le passage à une régulation concurrentielle .....	166
2.1.3. Indépendance de la banque centrale et évolution de la politique monétaire .....	170
2.2. Un régime de croissance en mutation (1993 – 2002) .....	173
2.2.1. Intensification du régime de croissance tiré par les exportations : les vestiges de l'ancien régime.....	174
2.2.2. Concentration et privatisation du secteur bancaire : au fondement du nouveau régime de croissance.....	178
2.2.3. Le changement de mode de développement illustré par une analyse des balances sectorielles.....	183
2.3. Un régime de croissance tiré par la finance (2003 – 2008).....	186
2.3.1. Les marchés de capitaux internationaux comme moteur de la croissance islandaise (2003 – 2005).....	187
2.3.2. La mini-crise de 2006, les nouvelles sources de financement et les conditions du chaos (2006 – 2008).....	193
2.3.3. L'éclatement de la bulle .....	204
<b>3. La politique économique de sortie de crise et la contestation du mode d'émission monétaire dans le contexte islandais .....</b>	<b>210</b>
3.1. La politique économique de sortie de crise .....	210
3.1.1. Première urgence : le sauvetage du système de paiement.....	210
3.1.2. Crise de change, contrôle des capitaux et politique de taux d'intérêt.....	213
3.1.3. L'intervention du FMI .....	215

3.1.4. La gestion de la dette privée .....	219
3.2. La crise comme bouleversement politique (2009 – 2013) .....	221
3.2.1. L'arrivée au pouvoir de la gauche de 2009 à 2013 .....	222
3.2.2. La rénovation du Parti du Progrès dans le sillage de la crise.....	225
3.3 La remise en cause du mode d'émission monétaire (2013 – 2016).....	230
3.3.1. Les élections de 2013 : retour des droites et émergence de nouvelles forces politiques.	230
3.3.2. La contestation du mode d'émission monétaire dans le contexte islandais.....	235
3.3.3. La chute du gouvernement et l'échec du projet de réforme du système monétaire .....	239
<b>Conclusion du second chapitre .....</b>	<b>243</b>
<b>CHAPITRE 3 : ESSAIS DE MODELISATION SFC.....</b>	<b>247</b>
<b>Introduction du troisième chapitre .....</b>	<b>248</b>
<b>1. Croissance rapide du crédit et crise financière .....</b>	<b>259</b>
1.1. Spécification du modèle de base (THEO) .....	259
1.1.1. Matrices du modèle de base .....	259
1.1.2. Equations du modèle de base .....	261
a. Gouvernement.....	261
b. Ménages .....	261
c. Entreprises .....	262
d. Banques .....	264
e. Banque centrale.....	265
f. Cohérence comptable .....	265
1.1.3. Résolution du modèle de base .....	266
1.2. Spécification du modèle THEO 1 .....	269
1.2.1. Matrices du modèle THEO 1.....	269
1.2.2. Equations du modèle THEO 1 .....	272
1.3. Financiarisation et crédit spéculatif dans le modèle THEO 1 .....	274
1.3.1. Présentation des chocs réalisés (THEO 1.a et THEO 1.b).....	274
1.3.2. Conséquences macroéconomiques.....	275
1.3.3. Conséquences financières .....	279
<b>2. Modéliser un Sovereign Money System .....</b>	<b>280</b>
2.1. Spécification du modèle THEO 2 et comparaison avec THEO 1 .....	281
2.1.1. Matrices du modèle THEO 2.....	281
2.1.2. Equations du modèle THEO 2 .....	284

2.1.3. Comparaison avec THEO 1 et réplcation des chocs réalisés.....	287
2.2. Rationnements du crédit dans un SMS .....	288
2.2.1. Les rationnements purement quantitatifs .....	288
a. Introduction d'une règle de croissance de la masse monétaire (THEO 3).....	288
b. Introduction d'une accommodation partielle des demandes de liquidités (THEO 4) .....	289
2.2.2. Les aspects qualitatifs du rationnement (THEO 5) .....	291
<b>3. La modélisation SFC de la crise de 2008 dans le contexte islandais .....</b>	<b>294</b>
3.1. Une approche par les mouvements de capitaux (Raza <i>et al.</i> , 2019) .....	294
3.2. Spécification du modèle AMELHIS .....	297
3.2.1. Matrices du modèle AMELHIS .....	297
3.2.2. Equations du modèle AMELHIS .....	299
a. Commerce international .....	300
b. État.....	302
c. Entreprises .....	304
d. Ménages .....	305
e. Banques .....	306
f. Banque centrale.....	307
3.3. La modélisation SFC de l'économie islandaise entre 2004 et 2016 (AMELHIS 1).....	307
3.3.1. Calibrage du modèle AMELHIS 1 .....	307
3.3.2. Scénario AMELHIS 1.a.....	310
3.3.3. Scénario AMELHIS 1.b.....	313
<b>4. Modélisation SFC de l'économie islandaise : de la reproduction des faits stylisés à la prévision</b>	
<b>macroéconomique (2017 – 2021).....</b>	<b>316</b>
4.1. Le modèle AMELHIS 2.....	316
4.2. L'effondrement de la croissance de la zone euro et ses effets potentiels sur l'économie	
islandaise : le scénario AMELHIS 2.a .....	317
4.3. Vers un scénario plus réaliste : intégration d'un ajustement de change et d'un déficit	
budgétaire .....	319
4.3.1. L'effet d'une dépréciation de 27% : le scénario AMELHIS 2.b.....	319
4.3.2. L'effet d'un déficit de 10% du PIB : le scénario AMELHIS 2.c .....	320
4.3.3. L'effet combiné d'une dépréciation de 27% et d'un déficit de 10% du PIB : le scénario	
AMELHIS 2.d .....	323
<b>Conclusion du troisième chapitre.....</b>	<b>324</b>
<b>CONCLUSION GENERALE.....</b>	<b>327</b>



<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>343</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX.....</b>	<b>376</b>
<b>LISTE DES FIGURES.....</b>	<b>379</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>383</b>
<b>Annexe 1 : Equations du modèle THEO .....</b>	<b>383</b>
<b>Annexe 2 : Equations du modèle AMELHIS .....</b>	<b>384</b>